



## Effect of Accrual-based and real Earnings Management on Firm Value: A Case Study of Companies listed on the Tehran Stock Exchange

Younes Nobakht 

\*Corresponding Author, PhD., Department of Finance and Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Selcuk University, Konya, Turkey. E-mail: younes.nobakht@selcuk.edu.tr

Melek Acar

Prof., Department of Finance and Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Selcuk University, Konya, Turkey. E-mail: melekacar@selcuk.edu.tr

### Abstract

**Objective:** To attract investors, firms should keep their values attractive. If the value of the company decreases, the trust of investors in the company will also decrease. Managers can use earnings management to influence the value of a company. Therefore, in this study, the effect of accrual-based and real earnings management on firm value has been studied. Thus, in addition to assessing the effects of earnings management on the value of the firms, the research findings will also help to develop financial literacy in this field due to the use of modern criteria in evaluating the value of firms.

**Methods:** To achieve the aim of the study, the financial information of 180 firms listed on the Tehran Stock Exchange from 2008 to 2018 was studied. The research hypotheses were also tested using multivariate regression models with combined data.

**Results:** The research findings showed that accrual earnings management through discretionary accruals and real earnings management through abnormal production costs and abnormal operating cash flows have a positive and significant effect on the value of the firm obtained from free cash flow. But there was no significant relationship between real earnings management through abnormal discretionary expenses and the value of the firm obtained from free cash flow. However, the impact of accrued earnings management through discretionary accruals and real earnings management through abnormal production costs and abnormal operating cash flows on the firm's value obtained from economic value added has been negative and significant. Also, real earnings management through abnormal discretionary expenses has had a positive and significant effect on the firm's value obtained from economic value added.

**Conclusion:** The results show that earnings management affects the value of companies. This effect is positive in some cases and negative in others. This shows that manipulating

discretionary accruals and actual activities have different effects on the value of companies, which can seriously jeopardize the interests of stakeholders in the company. Therefore, to prevent the harm of users of financial statements, especially investors, or in the broader perspective of the country's economy through earnings management procedures, it is necessary for organizations and legal institutions responsible in this field such as; The auditing organization or the stock exchange organization should take the necessary measures such as drafting or amending financial and accounting laws and regulations to prevent earnings management activities.

**Keywords:** Firm value, Accrual earnings management, Real earnings management, Economic value added, Free cash flow.

**Citation:** Nobakht, Younes &Acar, Melek (2020). Effect of Accrual-based and real Earnings Management on Firm Value: A Case Study of Companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 22(4), 568-593. (in Persian)

-----  
Financial Research Journal, 2020, Vol. 22, No.4, pp. 568-593

DOI: 10.22059/frj.2020.299454.1007003

Received: March 13, 2020; Accepted: July 06, 2020

Article Type: Research-based

© Faculty of Management, University of Tehran

## تأثیر مدیریت سود تعهدی و واقعی بر ارزش شرکت: پژوهشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

یونس نوبخت

\* نویسنده مسئول، دکتری، گروه مالی و حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه سلجوق، قونیه، ترکیه. رایانامه: younes.nobakht@selcuk.edu.tr

ملک آجار

استاد، گروه مالی و حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه سلجوق، قونیه، ترکیه. رایانامه: melekacar@selcuk.edu.tr

### چکیده

**هدف:** شرکت‌ها برای جذب سرمایه‌گذاران باید ارزش خود را جذاب نگه دارند. چنانچه ارزش شرکت کاهش یابد، اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت نیز کاهش خواهد یافت. مدیران می‌توانند با استفاده از مدیریت سود بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشند. از این رو، در این پژوهش، تأثیر مدیریت سود تعهدی و واقعی، بر ارزش شرکت بررسی شده است.

**روش:** برای دستیابی به هدف پژوهش، اطلاعات مالی ۱۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ بررسی شد. فرضیه‌های پژوهش نیز با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره با داده‌های ترکیبی آزمون شد.

**یافته‌ها:** بر اساس یافته‌های پژوهش، مدیریت سود تعهدی، از طریق اقلام تعهدی اختیاری و مدیریت سود واقعی، از طریق هزینه‌های تولید غیرعادی و جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی، تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد دارد. اما، بین مدیریت سود واقعی از طریق هزینه‌های اختیاری غیرعادی و ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد، رابطه معناداری مشاهده نشد. این در حالی است که تأثیر مدیریت سود تعهدی، از طریق اقلام تعهدی اختیاری و مدیریت سود واقعی، از طریق هزینه‌های تولید غیرعادی و جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی منفی و معنادار بوده است. همچنین، مدیریت سود واقعی از طریق هزینه‌های اختیاری غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی، تأثیر مثبت و معناداری داشته است.

**نتیجه‌گیری:** نتایج پژوهش نشان دادند که مدیریت سود، ارزش شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این تأثیر، در برخی موارد مثبت و در برخی دیگر منفی است. این موضوع نشان می‌دهد که دستکاری اقلام تعهدی اختیاری و فعالیت‌های واقعی بر ارزش شرکت‌ها، اثرهای متفاوتی دارد که می‌تواند منافع ذی‌نفعان را در شرکت با خطر جدی مواجه کند.

**کلیدواژه‌ها:** ارزش شرکت، مدیریت سود تعهدی، مدیریت سود واقعی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان نقد آزاد.

**استناد:** نوبخت، یونس؛ آجار، ملک (۱۳۹۹). تأثیر مدیریت سود تعهدی و واقعی بر ارزش شرکت: پژوهشی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۴)، ۵۶۸-۵۹۳.

تحقیقات مالی، ۱۳۹۹، دوره ۲۲، شماره ۴، صص. ۵۶۸-۵۹۳

DOI: 10.22059/ftj.2020.299454.1007003

دریافت: ۱۳۹۸/۱۲/۲۳، پذیرش: ۱۳۹۹/۰۴/۱۶

نوع مقاله: عملی پژوهشی

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

ارزش شرکت، یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های ارزیابی واحدهای اقتصادی به‌ویژه شرکت‌های سهامی به شمار می‌آید. بازار سرمایه نیز عملکرد شرکت‌های سهامی را با استفاده از معیار ارزش شرکت ارزیابی می‌کند (ماهاندرا، آرتینی و دان سوارجایا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). اگر جذابیت ارزش یک شرکت پذیرفته شود، سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در آن علاقه‌مند خواهند شد. ارزش یک شرکت در قیمت سهام آن منعکس می‌شود (فاما<sup>۲</sup>، ۱۹۷۸)، از این رو، رونق سهام یک شرکت را می‌توان ناشی از ارزش واحد اقتصادی دانست. ارزش بالای یک شرکت، برای سهام‌داران شرکت، سطح رفاه بالاتری را به ارمغان می‌آورد. بدین ترتیب، شرکت‌ها برای جذب سرمایه‌گذاران باید ارزش خود را جذاب نگه دارند. اگر ارزش شرکت کاهش یابد، اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت نیز کاهش می‌یابد که ممکن است تداوم فعالیت شرکت را با خطر مواجه کند (دارماوان، سوتیریسنو و ماردیاتی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹).

سرمایه‌گذاران، سود را به‌عنوان یکی از معیارهای اصلی ارزیابی ارزش شرکت‌ها تلقی می‌کنند و برای تصمیم‌گیری درباره نگهداری یا فروش سهام خود، به اندازه‌گیری سودآوری شرکت تمایل دارند. از طرف دیگر، از اهداف مدیریت سود که برای به دست آوردن سود مطلوب توسط مدیران انجام می‌شود، گمراه کردن بازار در رابطه با عملکرد واقعی شرکت است (کی لور، کریستنسن، جانسون و لوپز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵). وقتی بازار نتواند رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را تشخیص دهد، فرض می‌کند که ارقام سودی که مدیران ارائه کرده‌اند، نتیجه عملکرد خوب شرکت است. ریدوان و گوناردی<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) و سوسانتو و کریستی اوان<sup>۶</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهش‌های خود دریافتند که مدیران با استفاده از مدیریت سود تعهدی توانستند بازار را گمراه کنند و تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت داشته باشند. زمانی که بازار توسعه‌یافته نباشد، نمی‌تواند تشخیص دهد که آیا اطلاعات مالی ارائه‌شده از طرف مدیران معتبر است یا خیر (مارفوا<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶). همچنین یافته‌های جدید نشان می‌دهند که وقتی مدیران به مدیریت سود در بازارهای توسعه‌یافته اقدام می‌کنند، بازار پاسخ منفی نشان می‌دهد تا بتواند ارزش شرکت را کاهش دهد (دارماوان و همکاران، ۲۰۱۹). به عقیده جوگیانتو<sup>۸</sup> (۲۰۱۷)، یک بازار توسعه‌یافته قبل از پاسخ دادن به اطلاعات منتشرشده توسط مدیران، ابتدا اعتبار این اطلاعات را تحلیل می‌کند. اگر اطلاعات مربوط به سود منتشرشده از طریق مدیریت سود حاصل شده باشد، بازار با کاهش ارزش شرکت واکنش منفی نشان خواهد داد.

مدیریت سود واقعی نیز انتخاب دیگری است که مدیران می‌توانند برای دستیابی به هدف سود مطلوب از آن استفاده کنند. مدیریت سود واقعی روشی است که مدیران برای گمراه کردن برخی ذی‌نفعان از عملکرد عادی شرکت انجام می‌دهند تا باور کنند که اهداف گزارشگری طبق عملیات عادی انجام شده است (رویچودوری<sup>۹</sup>، ۲۰۰۶). مدیریت سود واقعی در مقایسه با مدیریت سود تعهدی دارای مزایایی است، از جمله اینکه حساب‌رسان به‌راحتی نمی‌توانند آن را تشخیص بدهند و دستیابی به هدف سود مطلوب از طریق آن آسان‌تر است. عیب این روش در این است که می‌تواند سود

1. Mahendra, Artini & dan Suarjaya  
3. Darmawan, Sutrisno & Mardiyati  
5. Ridwan & Gunardi  
7. Marfuah  
9. Roychowdhury

2. Fama  
4. Caylor, Christensen, Johnson & Lopez  
6. Susanto & Christiawan  
8. Jogiyanto

را در دوره فعلی افزایش دهد، اما بر جریان‌های نقدی آتی شرکت تأثیر بسیار بدی دارد (رویچودوری، ۲۰۰۶). بنابراین، ذی‌نفعان باید حتماً این دستکاری را پیش‌بینی کنند، زیرا تداوم فعالیت شرکت را به خطر می‌اندازد. در هر صورت، مدیران در انتخاب هر یک از روش‌های مدیریت سود تعهدی یا واقعی ملاحظاتی دارند و ممکن است برای دستیابی به هدف سود مطلوب، از هر دو روش استفاده کنند (زانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).

هدف از این مقاله، بررسی تأثیر یا عدم تأثیر شیوه‌های مدیریت سود بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، برای ارزشیابی ارزش شرکت از روش‌های مبتنی بر ارزش که از طریق جریان نقد آزاد و ارزش افزوده اقتصادی به دست می‌آیند، استفاده شده است. بدین ترتیب، این پژوهش علاوه بر بررسی اثرهای مدیریت سود بر ارزش شرکت، برای نخستین بار با استفاده از معیارهای نوین در ارزشیابی ارزش شرکت‌ها به توسعه ادبیات مالی در این زمینه نیز کمک خواهد کرد. از سوی دیگر، ادبیات گسترده در زمینه مدیریت سود، به‌طور عمده بر مدیریت سود تعهدی متمرکز شده است. از این رو، این مقاله در راستای احساس نیاز به غنی‌تر کردن پژوهش‌های مرتبط با تأثیر مدیریت سود بر ارزش شرکت با بررسی تأثیر مدیریت سود تعهدی و واقعی بر ارزش شرکت، کامل‌ترین پژوهش در این زمینه است که سعی دارد، با دور ماندن از عیب‌هایی که پژوهش‌های پیشین دارند، یافته‌های جدیدی ارائه دهد. برای دستیابی به هدف پژوهش، مقاله به شرح زیر سازمان‌دهی شده است: بعد از مقدمه و در بخش دوم، ابتدا شیوه‌های مدیریت سود و سپس ادبیات مرتبط با ارزش شرکت را مرور می‌کنیم. بخش سوم مجموعه داده‌ها، روش، متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آنها را توصیف می‌کند. بخش چهارم مربوط به یافته‌های پژوهش است و در بخش آخر نیز نتیجه‌گیری کرده و پیشنهادهایی ارائه می‌دهیم.

## پیشینه نظری پژوهش

### مدیریت سود

مدیریت سود، از مباحثی است که در حوزه سود حسابداری مطرح می‌شود. پژوهش‌های اولیه در این زمینه بیشتر بر هموارسازی سود متمرکز بود که در نهایت به آغاز پژوهش‌های مدرن مدیریت سود در سال ۱۹۶۶ منجر شد (بوکماستر<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷). بیشتر پژوهش‌های انجام شده در این زمینه، به‌ویژه پژوهش‌های قبل از سال ۲۰۰۰، شواهدی از مدیریت سود تعهدی ارائه می‌دهند؛ اما پس از سال ۲۰۰۰، دستکاری فعالیت‌های واقعی نیز به‌طور گسترده‌ای در ادبیات حسابداری، به بحث و بررسی گذاشته شده است (عباس و ایوب<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). تحقیقات مدیریت سود در ایران نیز با فاصله ۳۷ ساله از تحقیقات اولیه در این زمینه و در سال ۱۳۸۲ آغاز شده است. علاوه بر این، پژوهش‌های مرتبط با مدیریت سود واقعی با ۱۴ درصد از مجموع این تحقیقات، سهم اندکی از این نوع پژوهش‌ها را در ایران به خود اختصاص داده است (نوبخت و نوبخت، ۱۴۰۰). در هر حال، پژوهشگران این حوزه دو شیوه مدیریت سود را مستند کرده‌اند؛ مدیریت سود تعهدی و مدیریت سود واقعی. مدیریت سود تعهدی با تغییر برآوردها یا روش‌های حسابداری هنگام گزارش رویداد در صورت‌های

1. Zang  
3. Abbas & Ayub

2. Buckmaster

مالی انجام می‌شود. تغییر در برآورد ذخیره مطالبات مشکوک‌الوصول و روش استهلاک، مثال‌هایی از این روش هستند. به‌طور کلی این روش، سود حسابداری را بدون آنکه آثار نقدی بر جای بگذارد، به سمت خاصی سوق می‌دهد (نوبخت و برادران حسن‌زاده، ۱۳۹۶). اما در مدیریت سود واقعی، به‌طور عمدی دستکاری‌هایی در فعالیت‌های واقعی شرکت انجام می‌شود تا سود گزارش شده را در راستای خاصی تغییر دهد و این، از طریق تغییر زمان‌بندی یا ساختار فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری یا تأمین مالی حاصل می‌شود (دجو و اسکینر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰). پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه، نشان‌دهنده وجود سه نوع ابزار مدیریت سود واقعی به شرح زیر است.

- **تولید بیش از اندازه:** با تولید بیش از اندازه، می‌توان هزینه سربار ساخت را بر تعداد واحد بیشتری سرشکن کرد. در نتیجه، با کاهش هزینه ثابت هر واحد، هزینه تولید هر واحد، کاهش و حاشیه سود هر واحد، افزایش می‌یابد. از آنجا که تولیدهای فروش‌نرفته به موجودی کالا افزوده می‌شود، تولید بیش از اندازه به‌طور مؤثری، هزینه سربار بیشتری به موجودی کالا و هزینه سربار کمتری به بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته دوره جاری تخصیص می‌دهد و شرکت، حاشیه سود بهتری را گزارش می‌کند. با وجود این، شرکت هزینه‌های تولید و نگهداری اقلام بیش از حد تولیدشده را متحمل می‌شود که این هزینه‌ها، از طریق فروش دوره جاری بازیافت‌شدنی نیستند. در نتیجه، جریان‌های نقد - عملیاتی کمتر از سطح عادی می‌شوند. از طرفی، بعید است سود افزایش‌یافته در دوره جاری پایدار بماند. بنابراین، اگر تقاضا برای محصولات شرکت به نسبت ثابت باشد، جریان‌های نقدی و سود دوره آتی احتمالاً کاهش می‌یابد.
- **دستکاری هزینه‌های اختیاری:** در این روش، مخارجی که انجام آنها به‌طور عمده در اختیار مدیریت است، کم و زیاد می‌شوند. بدین صورت که شرکت‌ها می‌توانند با کاهش مخارج اختیاری، هزینه‌های گزارش‌شده را کاهش و سود را افزایش دهند. مخارج و هزینه‌هایی نظیر پژوهش و توسعه، تبلیغات و تعمیرات و نگهداری را می‌توان در قالب مخارج اختیاری طبقه‌بندی کرد. همچنین در دوره‌هایی که سود دوره بیش از سود مد نظر (هدف) مدیریت باشد، ممکن است این مخارج افزایش یابند.
- **دستکاری فروش:** به تسریع در فروش از طریق اعطای تخفیف‌ها یا شرایط اعتباری مناسب، به‌منظور افزایش سود در دوره جاری اطلاق می‌شود. با وجود این، سود افزایش‌یافته در دوره جاری پایدار نیست و در صورت ثبات نسبی تقاضا برای محصولات شرکت، دستکاری فروش در دوره جاری ممکن است بر جریان‌های نقدی و سود دوره‌های آتی تأثیر منفی داشته باشد.

## ارزش شرکت

تعیین ارزش انواع دارایی‌های مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقش شایان توجهی دارد، زیرا سرمایه‌گذاران قبل از خرید انواع اوراق بهادار، به آگاهی از ارزش آنها علاقه‌مند هستند. با تبیین ارزش شرکت در فرایند ارزشیابی اوراق بهادار، شواهدی به دست می‌آید که بر پایه آن بتوان عملکرد شرکت را اندازه‌گیری کرد و در خصوص بازدهی آتی اوراق بهادار و

تداوم فعالیت شرکت، راهکارهایی عملی و اجرایی ارائه داد. برای ارزشیابی ارزش یک شرکت در یک دوره زمانی خاص، از روش‌های مختلفی استفاده می‌شود که می‌توان آنها را با دو عنوان روش‌های سنتی و روش‌های نوین یا روش‌های مبتنی بر ارزش بررسی کرد.

- **روش‌های ارزشیابی سنتی.** ویژگی اصلی روش‌های ارزشیابی سنتی تمرکز بر عملکرد شرکت است. در این روش‌ها به‌طور عمده، از داده‌های حسابداری استفاده شده و اکثر شرکت‌ها از آنها برای ایجاد یک سیستم تشویق و پاداش استفاده می‌کنند. با وجود این، این روش‌ها از ارزش ایجادشده توسط شرکت، ارزیابی دقیقی ارائه نمی‌دهند. برای مثال، ارزش فعلی خالص (NPV) و نرخ بازده داخلی (IRR) که بر اساس نرخ تنزیل هستند، ارزش زمانی پول را در نظر نمی‌گیرند (گران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷). حاشیه سود، سود خالص و سود عملیاتی، از معیارهای دیگر ارزشیابی هستند که بر درآمد مبتنی بوده و برای اندازه‌گیری درآمد حاصل از فعالیت‌های یک دوره خاص استفاده می‌شوند (اهربار<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸).

- **روش‌های ارزشیابی نوین.** برخلاف روش‌های سنتی که بر سودهای کوتاه‌مدت و احتمالاً آرایش‌شده متکی هستند، به سودهای بلندمدت اعتبار می‌دهند. علاوه بر این، در این روش‌ها هزینه سرمایه و سطح ریسک فعالیت شرکت در نظر گرفته می‌شود (کورک ماز و اوزدمیر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). در روش‌های سنتی ارزشیابی، فقط به دو صورت مالی؛ ترانزنامه و صورت سود و زیان تکیه می‌شود. در صورتی که در روش‌های نوین علاوه بر این دو، از صورت جریان وجوه نقد نیز استفاده می‌کنند که منابع نقدی و نحوه استفاده از آنها را نشان می‌دهد. همچنین ممکن است، بین جریان وجوه نقد و سود گزارش شده در صورت‌های مالی تفاوت‌های شایان توجهی وجود داشته باشد. در روش‌های نوین، قیمت سهام تحت تأثیر دو عامل مهم، وجوه نقد حاصل از حیات تجاری شرکت و ریسک ناشی از این وجوه نقد قرار دارد (اهربار، ۱۹۹۸). از انواع روش‌های نوین یا روش‌های مبتنی بر ارزش می‌توان به روش‌های جریان نقد آزاد، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و ارزش فعلی تعدیل‌شده اشاره کرد.

### پیشینه تجربی پژوهش

رهنمای رودپشتی و سروش‌یار (۱۳۹۲)، در پژوهشی مقایسه‌ای، توانمندی معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری در تبیین ارزش شرکت را بررسی کردند. بر اساس نتایج پژوهش آنها، سود خالص، سود عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی و ارزش افزوده بازار دارای توان توضیح‌دهندگی ارزش شرکت هستند، اما ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده از چنین توانایی برخوردار نیستند. افزون بر این، از بین معیارهای عملکرد بررسی شده، ارزش افزوده بازار دارای بیشترین قدرت توضیح‌دهندگی است، اما به دلیل تنوع نتایج در شرایط مختلف بررسی شده، در خصوص برتری معیارهای عملکرد حسابداری نسبت به یکدیگر نمی‌توان قاطعانه ابراز عقیده کرد. مهرانی و نوروزی (۱۳۹۴)، در پژوهشی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بررسی

1. Grant

2. Ehrbar

3. Korkmaz &amp; Özdemir

کردند. بر اساس یافته‌های این پژوهش که در آن برای کشف مدیریت سود از مدیریت سود تعهدی و برای محاسبه ارزش شرکت از نسبت کیو توبین استفاده شده، سهام‌داران مدیریت سود اتفاق افتاده در شرکت‌ها را مدیریت سود فرصت طلبانه تلقی می‌کنند. همچنین مدیریت سود تعهدی بر ارزش شرکت اثر منفی دارد، اما در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی چنین اثری کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد و شرکت‌های دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر با اثر منفی کمتری بر ارزش شرکت مواجه هستند. نوروش، مؤمنی یانسری و صفری گرایلی (۱۳۹۴)، در پژوهشی ارتباط کیفیت سود با ارزش شرکت و تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر این رابطه را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج این پژوهش که در آن از شش ویژگی کیفی کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن به ارزش، به موقع بودن و محافظه‌کاری برای اندازه‌گیری کیفیت سود استفاده شده، نشان دادند که بین کیفیت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از طرف دیگر، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین کیفیت سود و ارزش شرکت تأثیر معناداری ندارند. اسماعیل زاده و کیوان فر (۱۳۹۷)، در پژوهشی رابطه بین استحکام مدیریت با مدیریت سود و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج بررسی ایشان نشان داد که استحکام مدیریت، موجب کاهش استفاده از مدیریت سود می‌شود. علاوه بر این، استحکام مدیریت به کاهش تأثیر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت نیز منجر می‌شود. غضنفری، خوشکار و گرجی زاده (۱۳۹۸)، در پژوهشی رابطه بین ابقای مدیریتی با مدیریت سود واقعی و ارزش شرکت را در شرکت‌هایی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. بر اساس نتایج بررسی آنها، بین تداوم مدیریت و مدیریت سود واقعی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین تداوم مدیریت به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود.

رودریگز آریزا، مارتینز فررو و برمخو سانچز<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی پیامدهای مدیریت سود بر اعتبار شرکت‌های اسپانیایی را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که مدیریت سود بر اعتبار شرکت‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد. با این حال، بنگاه‌های خانوادگی برای کنترل و نظارت بر تصمیم‌های مدیریتی در راستای جلوگیری از عدم تقارن اطلاعاتی و از دست رفتن اعتبار آتی شرکت‌ها در نتیجه رفتار مدیریت سود، انگیزه‌های بیشتری دارند. بنابراین، در اعتبار شرکت‌ها با ساختارهای مالکیت بسیار متمرکز در نتیجه کنترل خانوادگی و مدیریت سود، اثرهای منفی کمتری مشاهده می‌شود. سایاری و عمری<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی ارتباط بین مدیریت سود، ارقام تعهدی و نقدشوندگی سهام را در شرکت‌هایی تونسی بررسی کردند. یافته‌های به‌دست‌آمده از پژوهش آنها به رابطه مثبت بین ارقام تعهدی اختیاری و نقدشوندگی سهام شرکت‌هایی تونسی اشاره دارد. این نشان می‌دهد که ارقام تعهدی اختیاری به سرمایه‌گذاران تونسی اجازه می‌دهد تا ترکیب بهینه سبد سهام خود را بسازند. نتایج، تأثیر برجسته و منفی اندازه و حجم معاملات را در تنوع قیمت پیشنهادی بنگاه‌ها نشان می‌دهند. دینگ، لی و وو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی ارتباط بین وابستگی به دولت، مدیریت

1. Rodriguez-Ariza, Martínez-Ferrero & Bermejo-Sánchez  
3. Ding, Li & Wu

2. Sayari & Omri



سود واقعی و عملکرد را در شرکت‌هایی خصوصی چینی بررسی کردند. یافته‌های به‌دست‌آمده از پژوهش آنها حاکی از این است که شرکت‌هایی وابسته به دولت بیشتر از بنگاه‌های غیروابسته به دستکاری فعالیت‌های واقعی به‌منظور مدیریت سود اقدام می‌کنند. علاوه بر این، توسعه اقتصادی منطقه، روابط بین وابستگی سیاسی و مدیریت سود واقعی و همچنین عملکرد شرکت را تعدیل می‌کند. دارماوان، سوتیریسنو و ماردیاتی<sup>۱</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی تأثیر مدیریت سود تعهدی و واقعی را بر ارزش شرکت‌هایی مالزیایی آزمون کردند. بر اساس نتایج پژوهش آنها، مدیریت سود تعهدی بر ارزش شرکت‌ها تأثیری ندارد، اما مدیریت سود واقعی بر ارزش شرکت‌ها تأثیر منفی دارد. عباس و ایوب<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی رفتار مدیریت سود را در شرکت‌هایی غیرمالی پاکستانی بررسی کردند و دریافتند که بین مدیریت سود و ارزش شرکت، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین در شرکت‌های دارای بحرانی مالی مدیریت سود فرصت‌طلبانه و در شرکت‌های بدون بحرانی مالی مدیریت سود کارا به وقوع پیوسته است. از طرف دیگر، تأثیر مدیریت سود تعهدی در مقایسه با دستکاری فعالیت‌های واقعی برای شرکت‌هایی پاکستانی برجسته‌تر بوده است.

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح و آزمون شده‌اند.

۱. اقلام تعهدی اختیاری بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارند.
۲. هزینه‌های تولید غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارند.
۳. هزینه‌های اختیاری غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارند.
۴. جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارند.
۵. اقلام تعهدی اختیاری بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارند.
۶. هزینه‌های تولید غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارند.
۷. هزینه‌های اختیاری غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارند.
۸. جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارند.

## روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نوع داده‌های استفاده‌شده نیز داده‌های پانل است، زیرا رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته از دو جنبه متفاوت بررسی می‌شود. این متغیرها، از یک سو در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در یک دوره زمانی (۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷) آزمون می‌شوند. بدین ترتیب، داده‌های مالی پژوهش از طریق بانک‌های اطلاعاتی ره‌آورد نوین و سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده و در مدل‌های تعریف‌شده برای متغیرهای پژوهش قرار گرفته‌اند. برای آزمون فرضیه‌ها نیز از مدل‌های رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. با توجه به اِعمال محدودیت‌های زیر، تعداد نمونه پژوهش ۱۸۰

شرکت یا به عبارتی ۱۹۸۰ سال شرکت است که در جدول ۱ به تفکیک صنعت ارائه شده است: ۱. اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد، ۲. طی دوره پژوهش در بورس حضور داشته باشد و ۳. از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، لیزینگ، بیمه و بانک‌ها به دلیل ماهیت و طبقه‌بندی متفاوت اقلام صورت‌های مالی آنها در مقایسه با شرکت‌های تولیدی نباشند.

جدول ۱. توزیع فراوانی شرکت‌های نمونه بر حسب صنعت

تعداد شرکت	صنعت	تعداد شرکت	صنعت
۹	لاستیک و پلاستیک	۲۷	خودرو و ساخت قطعات
۷	استخراج کانه‌های فلزی	۲۴	مواد و محصولات دارویی
۶	ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	۱۸	سیمان، آهک و گچ
۴	ساخت محصولات فلزی	۱۷	فلزهای اساسی
۴	محصولات چوبی	۱۳	محصولات شیمیایی
۳	فراورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۱۳	محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر
۳	فنی مهندسی	۱۱	ماشین‌آلات و تجهیزات
۲	سایر معادن	۱۰	کاشی و سرامیک
۱۸۰	جمع کل	۹	سایر محصولات کانی غیرفلزی

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

#### متغیرهای مستقل پژوهش

در این پژوهش، مدیریت سود تعهدی و واقعی به‌عنوان متغیرهای مستقل انتخاب شده و برای اندازه‌گیری مدیریت سود تعهدی از روش کاسنیک<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) و مدیریت سود واقعی از روش کوهن و زاروین<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) استفاده شده است.

**مدیریت سود تعهدی:** یکی از رایج‌ترین معیارهای استفاده‌شده در ادبیات حسابداری برای تعیین مدیریت سود تعهدی، مقدار اقلام تعهدی اختیاری است. در این پژوهش نیز برای محاسبه مدیریت سود تعهدی از متغیر اقلام تعهدی اختیاری به‌عنوان معیاری برای مدیریت سود تعهدی استفاده شده است. از این رو، به کمک مدل کاسنیک (۱۹۹۹)، اقلام تعهدی اختیاری برآورد شده و باقی‌مانده مدل به‌عنوان معیار مدیریت سود تعهدی (DAC) در نظر گرفته شده است.

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}) + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۱})$$

که در آن،  $TA_{i,t}$  کل اقلام تعهدی در سال  $t-1$  که از طریق تفاوت سود عملیاتی و جریان‌های نقد عملیاتی به

دست می‌آید؛  $\Delta REV_{i,t}$  درآمد سال  $t$  منهای درآمد  $t-1$ ؛  $\Delta AR_{i,t}$  خالص حساب‌های دریافتی در سال  $t$  منهای خالص حساب‌های دریافتی در سال  $t-1$ ؛  $PPE_{i,t}$  ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در سال  $t$  و  $\Delta CFO_{i,t}$  جریان‌های نقد عملیاتی سال  $t$  منهای جریان‌های نقد عملیاتی سال  $t-1$ ؛  $\varepsilon_{i,t}$  باقی‌مانده مدل (نشان‌دهنده اقلام تعهدی اختیاری (DAC) است.

**مدیریت سود واقعی:** پژوهشگران در پژوهش‌های مرتبط با مدیریت سود واقعی به دنبال شناسایی سطوح غیرعادی فعالیت‌های واحد تجاری هستند. آنها سه روش تولید بیش از اندازه، دستکاری هزینه‌های اختیاری و دستکاری فروش را به منظور شناسایی سطوح غیرعادی فعالیت‌های واحد تجاری معرفی کرده‌اند. بدین ترتیب، مدیریت سود واقعی برابر با سطح هزینه‌های تولید غیرعادی، هزینه‌های اختیاری غیرعادی و جریان نقد عملیاتی غیرعادی در سال انجام مدیریت سود است که نحوه اندازه‌گیری آنها به شرح زیر است:

**الف) هزینه‌های تولید غیرعادی:** مطابق با پژوهش کوهن و زاروین (۲۰۱۰)، هزینه‌های تولید غیرعادی از طریق مدل زیر برآورد شده و باقی‌مانده مدل به‌عنوان معیار هزینه‌های تولید غیرعادی (ABCOST) در نظر گرفته شده است.

$$\frac{PROD_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \frac{Sales_{it}}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Sales_{it}}{TA_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{TA_{it-1}} + \delta_{it} \quad (\text{رابطه ۲})$$

که در آن،  $PROD_{it}$  هزینه تولید شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  که برابر است با بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته + تغییر در موجودی کالا؛  $TA_{it-1}$  جمع کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$ ؛  $Sales_{it}$  فروش شرکت  $i$  طی سال  $t$ ؛  $\Delta Sales_{it}$  تغییرات فروش شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  که برابر است با فروش در سال  $t$  منهای فروش در سال  $t-1$ ؛  $\delta_{it}$  باقی‌مانده مدل (نشان‌دهنده هزینه تولید غیرعادی (ABCOST)).

**ب) هزینه‌های اختیاری غیرعادی:** مطابق با پژوهش کوهن و زاروین (۲۰۱۰)، هزینه‌های اختیاری غیرعادی از طریق مدل زیر برآورد شده و باقی‌مانده مدل به‌عنوان معیار هزینه‌های اختیاری غیرعادی (ABEXP) در نظر گرفته شده است.

$$\frac{DISEXP_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \frac{Sales_{it}}{TA_{it-1}} + \lambda_{it} \quad (\text{رابطه ۳})$$

که در آن،  $DISEXP_{it}$  هزینه اختیاری شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  که برابر است با هزینه‌های اداری، عمومی و فروش؛  $TA_{it-1}$  جمع کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$ ؛  $Sales_{it}$  فروش شرکت  $i$  در طی سال  $t$ ؛  $\lambda_{it}$  باقی‌مانده مدل (نشان‌دهنده هزینه اختیاری غیرعادی (ABEXP)).

**ج. جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی:** مطابق با پژوهش کوهن و زاروین (۲۰۱۰)، جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی از طریق مدل زیر برآورد شده و باقی‌مانده مدل به‌عنوان معیار جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی (ABCFO) در نظر گرفته شده است.

$$\frac{Cfo_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \frac{Sales_{it}}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Sales_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۴})$$

که در آن،  $Cfo_{it}$  جریان نقد عملیاتی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛  $TA_{it-1}$  جمع کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$ ؛  $Sales_{it}$  فروش شرکت  $i$  طی سال  $t$ ؛  $\Delta Sales_{it}$  تغییرات فروش شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  که برابر است با فروش در سال  $t$  منهای فروش در سال  $t-1$ ؛  $\varepsilon_{it}$  باقی‌مانده مدل (نشان‌دهنده جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی (ABCFO)).

### متغیرهای وابسته پژوهش

در این پژوهش، ارزش شرکت به‌عنوان متغیر وابسته انتخاب شده است. برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از دو معیار ارزش افزوده اقتصادی و جریان نقد آزاد به‌عنوان معیارهای ارزشیابی مبتنی بر ارزش استفاده شده است.

**ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی:** ارزش افزوده اقتصادی، اندازه‌گیری دوره‌ای ارزش به‌دست‌آمده یا ازدست‌رفته شرکت است. ارزش به‌دست‌آمده یا ازدست‌رفته نیز به میزان بازده شرکت در یک دوره معین و هزینه تحمیل‌شده بر نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه بستگی دارد (سویل<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). در این روش، ارزش شرکت برابر با ارزش بدهی و حقوق صاحبان سهام بوده که معادل ارزش دفتری آنها به‌علاوه ارزش فعلی ارزش افزوده اقتصادی مورد انتظار است و با استفاده از تنزیل میانگین موزون هزینه سرمایه به‌صورت زیر محاسبه می‌شود (فرناندز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲):

$$FVEVA: E_0 + D_0 = [EbV_0 + N_0] + PV_0 \times (WACC_t, EVA_t) \quad (\text{رابطه ۵})$$

که در آن،  $FVEVA$  ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی؛  $E$  ارزش حقوق صاحبان سهام؛  $D$  ارزش بدهی؛  $EbV$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛  $N$  ارزش دفتری بدهی،  $(WACC_t, EVA_t) \times PV_0$  ارزش فعلی ارزش افزوده اقتصادی پیش‌بینی‌شده و  $EVA_t$  ارزش افزوده اقتصادی است که از طریق مدل باسیدر و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۷) به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$EVA = (NOPAT/NOA - WACC) \times NOA \quad (\text{رابطه ۶})$$

در این رابطه،  $NOPAT$  سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات،  $NOA$  سرمایه سرمایه‌گذاری‌شده که برابر است با خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات + سایر دارایی‌ها + دارایی‌های نامشهود + (دارایی‌های جاری - بدهی‌های جاری + به‌غیر از تسهیلات مالی) - (بدهی‌های بلندمدت + تسهیلات مالی دریافتی + سایر بدهی‌های بهره‌دار + سرمایه قانونی + اندوخته‌ها + سود انباشته + ذخیره بازخرید خدمت کارکنان) و  $WACC_t$  میانگین موزون هزینه سرمایه است که با استفاده از فرمول عمومی زیر اندازه‌گیری می‌شود.

1. Sevil

2. Fernández

3. Bacidore, Boquist, Milbourn &amp; Thakor

$$WACC = (W_d \times K_d) + (W_s \times K_s) \quad \text{رابطه ۷}$$

که در آن،  $W_d$  نسبت بدهی در ساختار سرمایه،  $W_s$  نسبت حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه و  $K_d$  هزینه بدهی (هزینه تأمین مالی از طریق اخذ وام یا انتشار اوراق مشارکت) است. با توجه به تعداد وام‌های دریافتی توسط شرکت‌ها و نیز تفاوت نرخ بهره این وام‌ها، می‌توان یک میانگین را به‌صورت زیر به‌عنوان هزینه بهره آنها در نظر گرفت:

$$K_d = \frac{\text{هزینه تأمین مالی}}{\text{بدهی بهره‌دار}} \times (1 - t) \quad \text{رابطه ۸}$$

$K_s$  هزینه حقوق صاحبان سهام است که نحوه محاسبه آن به‌صورت زیر است:

$$K_s = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad \text{رابطه ۹}$$

که در آن،  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک (نرخ اوراق مشارکت دولتی به‌عنوان نرخ بازده بدون ریسک استفاده شده است)؛  $\beta$  شاخص ریسک سیستماتیک (ضریب بتای شرکت‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است) و  $R_m$  نرخ بازده مورد انتظار مجموعه سرمایه‌گذاری بازار است که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$R_m = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad \text{رابطه ۱۰}$$

$I_t$  شاخص کل بازار در پایان سال  $t$  و  $I_{t-1}$  شاخص کل بازار در سال  $t-1$ .

**ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد:** جریان نقد آزاد نشان‌دهنده میزان وجه نقدی است که مدیران به‌وسیله آن می‌توانند به ارزش شرکت بیفزایند تا از این طریق برای سهام‌داران ارزش‌آفرین باشند (مرادی و کشاورز، ۲۰۱۶). در این روش، ارزش شرکت برابر با ارزش بدهی و حقوق صاحبان سهام است که آن هم معادل ارزش فعلی (PV) جریان‌های نقد آزاد مورد انتظار است که شرکت‌ها ایجاد می‌کنند. این جریان‌های نقد آزاد از طریق تنزیل میانگین موزون هزینه سرمایه بعد از مالیات به‌صورت زیر محاسبه می‌شود (فرناندز، ۲۰۰۲):

$$FVFCF: E_0 + D_0 = PV_0 \times (WACC_t, FCF_t) \quad \text{رابطه ۱۱}$$

که در آن، FVFCF ارزش شرکت؛  $E_0$  ارزش حقوق صاحبان سهام؛  $D_0$  ارزش بدهی؛  $PV_0 \times (WACC_t, FCF_t)$  ارزش فعلی جریان نقد آزاد پیش‌بینی شده و  $FCF_t$  جریان نقد آزاد است که از طریق مدل چن، سان و ژوو<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$I_{NEWi,t} = (I_{TOTAL i,t} - I_{MAINTENANCE i,t}) \quad \text{رابطه ۱۲}$$

$$CF_{AIPi,t} = (CFO_{i,t} - I_{MAINTENANCE\ i,t}) \quad \text{رابطه ۱۳}$$

$$FCF_{i,t} = (CF_{AIP\ i,t} - I_{NEW\ i,t}^*) \quad \text{رابطه ۱۴}$$

که در آن،  $I_{NEWi,t}$  سرمایه‌گذاری‌های جدید روی پروژه‌ها؛  $I_{TOTAL\ i,t}$  کل سرمایه‌گذاری شرکت (مجموع خالص جریان فعالیت‌های سرمایه‌گذاری)؛  $I_{MAINTENANCE\ i,t}$  مخارج سرمایه‌ای ضروری برای نگهداری دارایی‌ها که از طریق هزینه استهلاک برآورد می‌شود؛  $CF_{AIPi,t}$  جریان نقد ناشی از دارایی‌های موجود؛  $CFO_{i,t}$  جریان نقد عملیاتی و  $FCF_{i,t}$  جریان نقد آزاد است.

همان‌طور که در رابطه ۱۴ مشاهده می‌شود، جریان نقد آزاد از تفاضل جریان نقد ناشی از دارایی‌های موجود و سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار ( $I_{NEW\ i,t}^*$ ) به دست می‌آید. از این رو، محاسبه مقدار جریان نقد آزاد، مستلزم محاسبه مقادیر سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار است که برای محاسبه آن از رابطه زیر استفاده می‌شود.

$$I_{NEW\ i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Leverage_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Stock\ return_{i,t-1} + \beta_7 I_{NEW\ i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۱۵}$$

در این رابطه،  $I_{NEW}$  کل سرمایه‌گذاری جدید روی پروژه‌ها (کل سرمایه‌گذاری‌های شرکت) جمع خالص جریان فعالیت‌های سرمایه‌گذاری) - مخارج سرمایه‌ای ضروری برای نگهداری دارایی‌ها؛  $Growth$  فرصت‌های رشد (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام)؛  $Leverage$  نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها؛  $Cash$  نسبت موجودی نقد به دارایی‌ها؛  $Age$  عمر شرکت که بر اساس واحد سال اندازه‌گیری می‌شود و  $Size$  اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم دارایی‌ها و  $Stock\ return$  بازده سهام.

پس از تخمین مدل بالا در سطح کل داده‌ها و برآورد ضرایب متغیرها، از ضرایب برآوردی برای هر سال شرکت استفاده و مقدار پسماند برای هر سال شرکت ( $\varepsilon_{i,t}$ ) نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری‌های جدید غیرمنتظره ( $I_{NEW}^E$ ) خواهد بود و تفاضل کل سرمایه‌گذاری‌های جدید روی پروژه‌ها که از رابطه ۱۲ به دست می‌آید و سرمایه‌گذاری‌های جدید غیرمنتظره، با سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار برابر خواهد بود.

$$I_{NEW\ i,t}^* = (I_{NEW\ i,t} - I_{NEW\ i,t}^E) \quad \text{رابطه ۱۶}$$

در این رابطه،  $I_{NEW}^*$  سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار،  $I_{NEW}$  کل سرمایه‌گذاری جدید روی پروژه‌ها و  $I_{NEW}^E$  سرمایه‌گذاری‌های جدید غیرمنتظره است.

### متغیرهای کنترلی پژوهش

**اندازه:** شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک منابع اطلاعاتی بیشتری دارند، بنابراین می‌توانند عملکرد مالی و ارزش بالاتری ایجاد کنند. از طرف دیگر، با افزایش دارایی شرکت‌ها، ارزش بازار آنها نیز افزایش می‌یابد. بدین

ترتیب، یک افزایش احتمالی در سود بر ارزش بازار شرکت تأثیرگذار خواهد بود. برای کنترل این اثر، متغیر اندازه شرکت به‌عنوان متغیر کنترلی انتخاب شده که به‌صورت لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  برآورد می‌شود (اکیم، ۲۰۱۷).

**اهرم مالی:** با توسعه بازارهای سرمایه، اولویت‌های گزارشگری مالی شرکت‌ها نیز تغییر کرده است. در گذشته، شرکت‌ها به‌دلیل الزامات مؤسسه‌های مالی که از آنها وام دریافت کرده بودند، اولویت‌های آنان را مد نظر قرار می‌دادند، اما امروزه هنگام گزارشگری مالی بیشتر به سرمایه و سرمایه‌گذاران توجه می‌شود. بنابراین اهرم مالی می‌تواند برای کنترل تأثیر بدهی‌ها بر ارزش شرکت و ایجاد ثروت استفاده شود. این متغیر به‌صورت نسبت کل بدهی به کل دارایی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  برآورد می‌شود (اکیم، ۲۰۱۷).

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی پژوهش که شمایی کلی از وضعیت شاخص‌های مرکزی و پراکندگی داده‌های پژوهش را نشان می‌دهد، در جدول ۲ ارائه شده‌اند. همان‌طور که در جدول نیز مشاهده می‌شود، تعداد مشاهدات پژوهش ۱۹۸۰ مشاهده است که برای سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ و برای هر سال ۱۸۰ شرکت بررسی شده است.

جدول ۲. آماره‌های توصیفی متغیرها در سطح کل شرکت‌ها

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
FVFCF	۱۹۸۰	۰/۰۷۷	۰/۰۶۵	۰/۱۲۵	-۰/۳۴۹	۰/۵۰۳
FVEVA	۱۹۸۰	۰/۹۲۸	۰/۹۳۲	۰/۱۷۲	۰/۲۲۴	۲/۱۹۶
DAC	۱۹۸۰	۰/۰۲۱	۰/۰۱۵	۰/۱۳۰	-۰/۳۳۹	۰/۵۶۳
ABCOST	۱۹۸۰	-۰/۰۳۲	-۰/۰۳۱	۰/۲۲۳	-۰/۸۸۷	۰/۹۷۸
ABEXP	۱۹۸۰	-۰/۰۱۳	-۰/۰۱۳	۰/۰۴۹	-۰/۲۲۸	۰/۲۱۶
ABCFO	۱۹۸۰	-۰/۰۳۶	-۰/۰۳۲	۰/۱۸۰	-۰/۶۵۶	۰/۶۷۲
SIZE	۱۹۸۰	۵/۷۱۸	۵/۶۸۸	۰/۷۴۴	۴/۰۱۹	۸/۰۲۲
LEV	۱۹۸۰	۰/۶۲۴	۰/۶۳۴	۰/۲۰۸	۰/۰۹۰	۰/۹۹۷

### آزمون نرمال بودن

نخستین مرحله در آغاز فرایند آزمون فرضیه‌ها، بررسی نرمال بودن داده‌ها است. اگر نتیجه بررسی نرمال بودن داده‌ها حاکی از توزیع نرمال داده‌ها باشد، از آزمون‌های پارامتریک و در غیر این صورت، از آزمون‌های ناپارامتریک استفاده می‌شود. در این پژوهش، برای اطمینان از نرمال بودن داده‌ها، از آزمون کولموگروف اسمیرنوف استفاده شد. همان‌طور که در جدول زیر نیز مشاهده می‌شود، داده‌ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند، بنابراین در این پژوهش برای بررسی فرضیه‌ها از آزمون‌های ناپارامتریک استفاده شد.

جدول ۳. آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	آماره کولموگوروف اسمیرنوف	احتمال
ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی	FVEVA	۰/۰۵۳	۰/۰۰۰
ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد	FVFCF	۰/۰۶۲	۰/۰۰۰
اقدام تعهدی اختیاری	DAC	۰/۰۶۹	۰/۰۰۰
هزینه‌های تولید غیرعادی	ABCOST	۰/۱۰۵	۰/۰۰۰
هزینه‌های اختیاری غیرعادی	ABEXP	۰/۱۱۴	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی غیرعادی	ABCFO	۰/۰۸۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۴۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰/۰۳۷	۰/۰۰۰

### آزمون‌های F لیمر و هاسمن

وقتی برای تخمین آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، ابتدا برای تشخیص نوع روش و نحوه برآورد باید از آزمون F لیمر استفاده شود. نتیجه آزمون مشخص می‌کند که آیا داده‌های پانل برای برآورد تابع مد نظر کارآمد هستند یا خیر. اگر نتیجه آزمون از روش داده‌های تابلویی پشتیبانی کند، برای تشخیص آثار ثابت یا تصادفی بودن الگوها، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این پژوهش، نتایج آزمون F لیمر استفاده از رگرسیون پانل را برای تمامی فرضیات تأیید می‌کند، همچنین نتایج آزمون هاسمن برای چهار فرضیه نخست، استفاده از رگرسیون با اثرهای تصادفی و برای چهار فرضیه بعدی استفاده از رگرسیون با اثرهای ثابت را تأیید کرد.

جدول ۴. نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن برای تعیین نوع داده‌ها

نتایج آزمون هاسمن			نتایج آزمون اف لیمر			
روش پذیرفته شده	سطح خطا	آماره	روش پذیرفته شده	سطح خطا	آماره	فرضیه
اثرهای تصادفی	۰/۱۵۰۹	۵/۳۰۳	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۳/۹۱۳	اول
اثرهای تصادفی	۰/۱۲۳۷	۵/۷۶۴	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۳/۶۹۱	دوم
اثرهای تصادفی	۰/۳۰۵۱	۳/۶۲۴	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۳/۷۴۷	سوم
اثرهای تصادفی	۰/۰۹۰۷	۶/۴۷۵	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۳/۶۰۵	چهارم
اثرهای ثابت	۰/۰۰۰۰	۷۰/۶۲۹	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۲/۲۳۸	پنجم
اثرهای ثابت	۰/۰۰۰۰	۹۰/۳۳۸	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۲/۴۴۹	ششم
اثرهای ثابت	۰/۰۰۰۰	۷۴/۰۸۲	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۲/۲۷۵	هفتم
اثرهای ثابت	۰/۰۰۰۰	۶۶/۴۹۸	داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰۰	۱/۸۶۸	هشتم



### نتایج مدل‌های پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

مقدار آماره دوربین واتسون در تمامی فرضیه‌ها نبود هم‌بستگی بین خطاها (باقی‌مانده‌های مدل) را نشان می‌دهد و به معنای این است که امکان استفاده از رگرسیون وجود دارد. همچنین نتایج آزمون هم‌خطی بین اجزای اخلاص (آماره VIF)، برای همه متغیرها نزدیک به ۱ است که نشان‌دهنده نبود هم‌خطی بین اجزای اخلاص است. آزمون خودهم‌بستگی سریالی و ولدریج نیز برای تمام فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین اجزای اخلاص، مشکل خودهم‌بستگی سریالی وجود دارد. این در حالی است که نتایج آزمون ناهم‌سانی واریانس LR نیز نشان از وجود ناهم‌سانی واریانس خطاها دارد، بنابراین پس از رفع ناهم‌سانی واریانس و خودهم‌بستگی از طریق تخمین نهایی مدل با روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای تمام فرضیه‌ها نتایج حاصل از رگرسیون استخراج شد.

نتایج آزمون فرضیه ۱: اقلام تعهدی اختیاری بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارند.

جدول ۵. نتایج فرضیه ۱

$FVFCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DAC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF	
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۱۵۳	۰/۵۴۶	۰/۵۸۵	---
اقلام تعهدی اختیاری	$DAC_{i,t}$	۱/۲۵۷	۷/۱۶۴	۰/۰۰۰	۱/۱۲
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۱۴۵	-۳/۴۰۲	۰/۰۰۱	۱/۱۵
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	۱/۰۳۶	۷/۳۹۰	۰/۰۰۰	۱/۱۸
آماره فیشر		۳۴/۹۹۲	معناداری		۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۰۵۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۴۹
آماره دوربین واتسون		۱/۵۸۵	میانگین VIF		۱/۱۵
آزمون خودهم‌بستگی WOOLDRIDGE		۳۳/۴۵۶	معناداری		۰/۰۰۰
آزمون ناهم‌سانی واریانس (LR)		۳۱۷/۳۲	معناداری		۰/۰۰۰

معناداری در سطح خطای ۵٪

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول بدین صورت است که مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، با مدیریت سود تعهدی از طریق دستکاری اقلام تعهدی اختیاری، ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد افزایش یافته است. بر اساس مبانی نظری یکی از اهداف مدیریت سود، جذب سرمایه و افزایش ارزش شرکت است. بنابراین، مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی، می‌تواند با نشان دادن جریان نقد آزاد بالا و در نتیجه جذب سرمایه، ارزش شرکت را افزایش دهد. برای مثال، افزایش در برآورد

هزینه استهلاک موجب افزایش در ارقام تعهدی شده، اما جریان نقد آزد را کاهش نمی‌دهد. بدین ترتیب، جریان نقد آزاد بالاتر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد را افزایش می‌دهد.

**نتایج آزمون فرضیه ۲:** هزینه‌های تولید غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارند.

### جدول ۶. نتایج فرضیه ۲

$FVFCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ABCOST_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF	
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۰۲۲	۰/۰۷۷	۰/۹۳۹	---
هزینه‌های تولید غیرعادی	$ABCOST_{i,t}$	۰/۲۵۴	۲/۵۵۳	۰/۰۱۱	۱/۰۳
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۹۰	-۲/۱۲۹	۰/۰۳۳	۱/۱۴
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	۰/۸۰۱	۵/۸۱۹	۰/۰۰۰	۱/۱۲
آماره فیشر	۲۰/۱۳۶	معناداری	۰/۰۰۰		
ضریب تعیین	۰/۰۲۹	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۲۸		
آماره دوربین واتسون	۱/۵۱۵	میانگین VIF	۱/۱۰		
آزمون خودهمبستگی WOOLDRIDGE	۲۹/۰۴۱	معناداری	۰/۰۰۰		
آزمون ناهمسانی واریانس (LR)	۳۱۵/۷۱	معناداری	۰/۰۰۰		
معناداری در سطح خطای ۵٪					

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم بدین صورت است که مدیریت سود از طریق هزینه‌های تولید غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، با مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری سطح هزینه‌های تولید غیرعادی، ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد افزایش یافته است. مدیریت سود از طریق هزینه‌های تولید غیرعادی به شکل تولید بیش از اندازه انجام می‌شود. از آنجا که کل محصولات تولیدشده در دوره تولید به فروش نمی‌رسند، بخش عمده‌ای از هزینه‌های سربار ثابت به موجودی‌های پایان دوره انتقال می‌یابند و در بهای تمام‌شده کالای فروخته‌شده همان دوره لحاظ نمی‌شوند. بدین ترتیب، مدیران با افزایش حجم تولید، بهای تمام‌شده کمتری را در صورت سود و زیان گزارش کرده و در پی آن، با گزارش جریان‌های نقدی خروجی کمتر، میزان خالص جریان‌های نقد عملیاتی را بیش از حد گزارش می‌کنند. بنابراین، جریان‌های نقد خروجی کمتر، ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد را افزایش می‌دهند.

**نتایج آزمون فرضیه ۳:** هزینه‌های اختیاری غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارند.

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم بدین صورت است که مدیریت سود واقعی از طریق هزینه‌های اختیاری غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر معناداری ندارد. به بیان دیگر، این فرضیه رد شده است.

جدول ۷. نتایج فرضیه ۳

$FVFCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ABEXP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF	
عرض از مبدأ	$\beta_0$	-۰/۰۲۶	۰/۹۲۷	---	
هزینه‌های اختیاری غیرعادی	$ABEXP_{i,t}$	۰/۸۷۲	۰/۱۲۴	۱/۰۶	
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۸۷	۰/۰۴۴	۱/۱۶	
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	۰/۸۵۶	۰/۰۰۰	۱/۱۶	
آماره فیشر	۱۸/۵۰۸	معناداری	۰/۰۰۰		
ضریب تعیین	۰/۰۲۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۲۶		
آماره دوربین واتسون	۱/۵۲۱	میانگین VIF	۱/۱۳		
آزمون خودهمبستگی WOOLDRIDGE	۲۸/۰۱۰	معناداری	۰/۰۰۰		
آزمون ناهمسانی واریانس (LR)	۳۲۰/۴۴	معناداری	۰/۰۰۰		

معناداری در سطح خطای ۵٪

نتایج آزمون فرضیه ۴: جریان نقد عملیاتی غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر دارد.

جدول ۸. نتایج فرضیه ۴

$FVFCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ABCFO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF	
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۱۴۰	۰/۵۵۳	---	
جریان نقد عملیاتی غیرعادی	$ABCFO_{i,t}$	۲/۵۴۲	۰/۰۰۰	۱/۰۵	
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۶۳	۰/۰۹۹	۱/۱۴	
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	۰/۴۹۲	۰/۰۰۰	۱/۱۴	
آماره فیشر	۱۶۰/۵۷۵	معناداری	۰/۰۰۰		
ضریب تعیین	۰/۱۹۶	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹۵		
آماره دوربین واتسون	۱/۵۴۶	میانگین VIF	۱/۱۱		
آزمون خودهمبستگی WOOLDRIDGE	۲۰/۴۵۳	معناداری	۰/۰۰۰		
آزمون ناهمسانی واریانس (LR)	۵۶۰/۶۶	معناداری	۰/۰۰۰		

معناداری در سطح خطای ۵٪

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم بدین صورت است که مدیریت سود از طریق جریان نقد عملیاتی غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد تأثیر مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، با مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری سطح جریان نقد عملیاتی غیرعادی، ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد افزایش یافته است. دستکاری

فعالیت‌های واقعی از طریق روش‌هایی نظیر اعطای تخفیف‌های نقدی فروش، تنزیل یا فروش حساب‌های دریافتی، جریان نقد ورودی شرکت را افزایش می‌دهد. بدین ترتیب، افزایش در جریان نقد ناشی از این‌گونه روش‌ها، سطح جریان نقد عملیاتی غیرعادی را افزایش می‌دهد و با افزایش سطح جریان نقد عملیاتی غیرعادی نیز ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد افزایش می‌یابد.

**نتایج آزمون فرضیه ۵:** ارقام تعهدی اختیاری بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارند.

جدول ۹. نتایج فرضیه ۵

$FVEVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DAC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF	
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۳/۲۴۱	۷/۸۶۸	---	
ارقام تعهدی اختیاری	$DAC_{i,t}$	-۰/۵۵۰	-۲/۷۱۵	۱/۱۲	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۵۲۵	-۸/۰۱۷	۱/۱۵	۰/۰۰۰
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	-۰/۳۷۸	-۱/۹۹۹	۱/۱۸	۰/۰۴۶
آماره فیشر		۲/۵۱۵	معناداری		۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۲۰۳	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۲۲
آماره دوربین واتسون		۲/۱۰۸	میانگین VIF		۱/۱۵
آزمون خودهمبستگی WOODRIDGE		۰/۶۷۷	معناداری		۰/۴۱۱۷
آزمون ناهمسانی واریانس (LR)		۳۱۱/۲۴	معناداری		۰/۰۰۰۰
معناداری در سطح خطای ۵٪					

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم بدین صورت است که ارقام تعهدی اختیاری بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر منفی و معناداری دارد. به بیان دیگر، با مدیریت سود تعهدی از طریق دستکاری ارقام تعهدی اختیاری، ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی کاهش یافته است. اگرچه فعالیت‌های مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی پیامد مستقیمی بر جریان‌های نقدی ندارد، اما در این روش وجوه نقد قربانی سود تعهدشده با افزایش میزان سود تعهدی از طریق روش‌هایی نظیر فروش‌های اعتباری آسان، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران (هزینه سرمایه) افزایش می‌یابد. با افزایش هزینه سرمایه، ارزش افزوده اقتصادی نیز کاهش می‌یابد. زیرا ارزش افزوده اقتصادی از تفاوت بازده شرکت و هزینه سرمایه به دست می‌آید. کاهش در ارزش افزوده اقتصادی نیز ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی را کاهش می‌دهد.

نتایج آزمون فرضیه ۶: هزینه‌های تولید غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارند.

جدول ۱۰. نتایج فرضیه ۶

$FVEVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ABCOST_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF	
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۳/۵۲۹	۸/۷۹۶	۰/۰۰۰	---
هزینه‌های تولید غیرعادی	$ABCOST_{i,t}$	-۱/۱۱۷	-۱۰/۰۸۸	۰/۰۰۰	۱/۰۳
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۶۱۰	-۹/۶۳۷	۰/۰۰۰	۱/۱۴
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	-۰/۱۳۴	-۰/۷۴۳	۰/۴۵۸	۱/۱۲
آماره فیشر		۳/۱۶۳	معناداری	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین		۰/۲۴۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۶۶	
آماره دوربین واتسون		۲/۱۵۲	میانگین VIF	۱/۱۰	
آزمون خودهمبستگی WOOLDRIDGE		۱/۸۷۳	معناداری	۰/۱۷۲۸	
آزمون ناهمسانی واریانس (LR)		۲۸۹/۱۸	معناداری	۰/۰۰۰۰	

معناداری در سطح خطای ۵٪

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم بدین صورت است که هزینه‌های تولید غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر منفی و معناداری دارد. به بیان دیگر، با مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری سطح هزینه‌های تولید غیرعادی، ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی کاهش یافته است. به نظر می‌رسد، مدیریت سود از طریق هزینه‌های تولید غیرعادی که از طریق افزایش تولید انجام می‌پذیرد، موجب گزارش جریان‌های نقدی خروجی کمتر می‌شود، اما به دلیل نبود هماهنگ‌سازی سطوح تولید با میزان تقاضا و هزینه‌های تولید، هزینه تأمین مالی (میانگین هزینه سرمایه) را افزایش داده است. با افزایش هزینه سرمایه، ارزش افزوده اقتصادی نیز کاهش می‌یابد، زیرا ارزش افزوده اقتصادی از تفاوت بازده شرکت و هزینه سرمایه حاصل می‌شود. از این رو، کاهش در ارزش افزوده اقتصادی، ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی را کاهش داده است.

نتایج آزمون فرضیه ۷: هزینه‌های اختیاری غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارند.

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه هفتم بدین صورت است که هزینه‌های اختیاری غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، با مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری سطح هزینه‌های اختیاری غیرعادی، ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی افزایش یافته است. به نظر می‌رسد، افزایش در هزینه‌های اختیاری موجب کاهش انتظارات سودآوری شده، حداقل بازده مورد انتظار سهام‌داران (هزینه سرمایه) را کاهش داده است. از این رو، با کاهش هزینه سرمایه ارزش افزوده اقتصادی افزایش می‌یابد. زیرا ارزش افزوده اقتصادی از تفاوت بازده شرکت و هزینه سرمایه به دست می‌آید. بدین ترتیب، افزایش در ارزش افزوده اقتصادی، ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی را نیز افزایش می‌دهد.

جدول ۱۱. نتایج فرضیه ۷

$$FVEVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ABEXP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۲/۹۱۰	۶/۸۷۲	---
هزینه‌های اختیاری غیرعادی	$ABEXP_{i,t}$	۲/۹۵۱	۳/۸۷۶	۱/۰۶
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۴۸۴	-۷/۲۳۸	۱/۱۶
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	-۰/۱۷۶	-۰/۹۵۰	۱/۱۶
آماره فیشر		۲/۵۶۸	معناداری	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۰۶	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۲۶
آماره دوربین واتسون	۲/۱۲۸	میانگین VIF		۱/۱۳
آزمون خودهم‌بستگی WOOLDRIDGE	۰/۶۹۷	معناداری		۰/۴۰۴۸
آزمون ناهم‌سانی واریانس (LR)	۳۱۱/۶۱	معناداری		۰/۰۰۰۰

معناداری در سطح خطای ۵٪

نتایج آزمون فرضیه ۸: جریان نقد عملیاتی غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر دارد.

جدول ۱۲. نتایج فرضیه ۸

$$FVEVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ABCFO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	آماره VIF
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۳/۰۸۱	۷/۵۸۶	---
جریان نقد عملیاتی غیرعادی	$ABCFO_{i,t}$	-۱/۲۸۲	-۷/۸۱۸	۱/۰۵
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۵۳۸	-۸/۴۴۱	۱/۱۴
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	-۰/۰۹۰	-۰/۴۹۳	۱/۱۴
آماره فیشر		۲/۸۸۴	معناداری	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۲۶	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۴۸
آماره دوربین واتسون	۲/۱۶۳	میانگین VIF		۱/۱۱
آزمون خودهم‌بستگی WOOLDRIDGE	۱/۲۱۳	معناداری		۰/۲۷۲۲
آزمون ناهم‌سانی واریانس (LR)	۳۴۵/۵۵	معناداری		۰/۰۰۰۰

معناداری در سطح خطای ۵٪

بدین ترتیب، نتایج حاصل از آزمون فرضیه هشتم بدین صورت است که جریان نقد عملیاتی غیرعادی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی تأثیر منفی و معناداری دارد. به بیان دیگر، با مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری سطح جریان نقد عملیاتی غیرعادی، ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی کاهش یافته است. به نظر می‌رسد، افزایش در جریان نقد عملیاتی غیرعادی، علاوه بر افزایش جریان نقد آزاد، حداقل بازده مورد انتظار سهام‌داران

(هزینه سرمایه) را نیز افزایش داده است. بدین ترتیب، با افزایش هزینه سرمایه، ارزش افزوده اقتصادی کاهش یافته است. زیرا ارزش افزوده اقتصادی از تفاوت بازده شرکت و هزینه سرمایه به دست می‌آید. کاهش در ارزش افزوده اقتصادی نیز ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی را کاهش می‌دهد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

یکی از مهم‌ترین ارقام گزارش شده در صورت‌های مالی، سود خالص است. چنانچه این قلم از صورت‌های مالی کیفیت بالا و قابل اتکایی داشته باشد، می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های صحیح استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی تأثیر بسزایی ایفا کند. از آنجا که محاسبه سود بنگاه اقتصادی متأثر از روش‌های حسابداری و قضاوت تهیه‌کنندگان آن است و تهیه صورت‌های مالی نیز بر عهده مدیریت واحد تجاری است، ممکن است مدیران برای رسیدن به اهداف خاصی که به‌طور منطقی منافع عده‌ای خاص را تأمین می‌کند و ممکن است با هدف تأمین منافع عمومی استفاده‌کنندگان مغایرت داشته باشد، با استفاده از انعطاف و همچنین روش‌های جایگزین در سیستم حسابداری به مدیریت آن اقدام کنند. از این رو، در این پژوهش سعی شد تا تأثیر داشتن یا نداشتن شیوه‌های مدیریت سود بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران بررسی شود.

بدین ترتیب بر اساس نتایج پژوهش، مدیریت سود تعهدی و واقعی بر ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد، تأثیر مثبت و معناداری دارد. جریان نقد آزاد نشانه‌ای از توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها، پرداخت سود سهام، فروش و خرید مجدد سهام و تسهیل و تسریع رشد شرکت است که همه آنها از نظر سرمایه‌گذاران دارای اهمیت هستند. این موارد از جمله دلایلی است که سبب می‌شود بسیاری از سرمایه‌گذاران افزایش در جریان نقد آزاد را به‌عنوان مقیاسی از ارزش بدانند. بدین ترتیب، مدیریت سود تعهدی از طریق بالا نشان دادن جریان نقد آزاد و جذب سرمایه با روش‌هایی نظیر افزایش در برآورد هزینه استهلاک و همچنین مدیریت سود واقعی از طریق افزایش حجم تولید به‌منظور کاهش بهای تمام‌شده و به‌دنبال آن، گزارش جریان‌های نقدی خروجی کمتر و جریان‌های نقد عملیاتی بیشتر و نیز افزایش سطح غیرعادی جریان نقد عملیاتی با روش‌هایی نظیر اعطای تخفیفات نقدی فروش ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد را افزایش داده است. تأثیر مثبت مدیریت سود بر جریان نقد آزاد در پژوهش‌های پیشین (گانی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰؛ اعتمادی و شفا خبیری، ۱۳۹۰ و فخاری و عدیلی، ۱۳۹۱) نیز به اثبات رسیده است. شایان ذکر است، بین مدیریت سود واقعی از طریق هزینه‌های اختیاری غیرعادی و ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد رابطه معناداری مشاهده نشد.

از سوی دیگر، مدیریت سود تعهدی و واقعی بر ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی، تأثیر منفی و معناداری دارد. اگرچه فعالیت‌های مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر جریان‌های نقدی، پیامد مستقیمی به‌همراه ندارد، اما در این روش وجوه نقد قربانی سود تعهدی شده با افزایش میزان سود تعهدی از طریق روش‌هایی نظیر فروش‌های

اعتباری آسان بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، فعالیت‌های مدیریت سود واقعی جریان وجوه نقد را به واسطه دستکاری چرخه عملیات را با انحراف مواجه کرده و کیفیت سود گزارش شده را کاهش می‌دهد. کاهش کیفیت سود نیز موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی شده و ریسک اطلاعاتی را افزایش می‌دهد. همچنین، کشف و شناسایی مدیریت سود واقعی دشوارتر از مدیریت سود تعهدی است. از این رو، سرمایه‌گذاران را در ارزیابی شرکت برای سرمایه‌گذاری را با مشکل مواجه می‌کند. این عدم آگاهی نیز به نوبه خود ریسک اطلاعاتی را افزایش می‌دهد. افزایش ریسک اطلاعاتی، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد (ایزلی و اوهارا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). بدین ترتیب، افزایش در بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران (هزینه سرمایه) ارزش افزوده اقتصادی را کاهش می‌دهد، زیرا ارزش افزوده اقتصادی از تفاوت بازده شرکت و هزینه سرمایه به دست می‌آید. کاهش در ارزش افزوده اقتصادی نیز ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی را کاهش می‌دهد. شایان ذکر است، تأثیر مثبت مدیریت سود بر هزینه سرمایه در پژوهش‌های پیشین (ژاوو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ کیم و سوهن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳ و کامیابی، شهسواری و سلمانی، ۱۳۹۵) نیز به اثبات رسیده است. همچنین، بین مدیریت سود واقعی از طریق هزینه‌های اختیاری غیرعادی و ارزش شرکت ناشی از ارزش افزوده اقتصادی، رابطه مثبت و معناداری مشاهده شد که می‌تواند ناشی از کاهش انتظارات سودآوری و حداقل بازده مورد انتظار سهام‌داران (هزینه سرمایه) به دلیل افزایش هزینه‌های غیراختیاری باشد.

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش که نشان‌دهنده تأثیر شیوه‌های مدیریت سود بر ارزش شرکت هستند، شایسته است به منظور پیشگیری از آسیب کاربران صورت‌های مالی به خصوص سرمایه‌گذاران یا در چشم‌انداز گسترده‌تر اقتصاد کشور از رویه‌های مدیریت سود، از سوی سازمان‌ها و نهادهای قانونی مسئول در این زمینه، مانند سازمان حسابرسی یا سازمان بورس اوراق بهادار، اقدامات لازم همچون تدوین یا اصلاح قوانین و مقررات مالی و حسابداری به منظور پیشگیری از فعالیت‌های مدیریت سود انجام شود. در این راستا، تقویت قوانین، مقررات و سازوکارهای نظارتی، تغییر رویکرد در تدوین استانداردهای حسابداری از استانداردهای مبتنی بر قواعد به استانداردهای مبتنی بر اصول، تأکید بر استقلال حسابرسان و حاکمیت شرکتی به منظور حمایت از منافع ذی‌نفعان و تنظیم مقررات انتظامی حرفه حسابداری و حسابرسی در بازار سرمایه از جمله تدابیری است که می‌تواند در کاهش دستکاری سود مؤثر باشد. موارد یادشده همراه با سازوکارهای درون‌سازمانی همچون ایجاد و افزایش مسئولیت‌های حسابرسی داخلی، اصلاح و تجدید ساختار هیئت مدیره یا ایجاد کمیته حسابرسی می‌تواند دستکاری سود را با محدودیت‌های جدی روبه‌رو کند. بدین ترتیب پیشنهادی کلی پژوهش به شرح زیر هستند:

به سازمان حسابرسی و سایر نهادهای قانون‌گذاری و نظارتی در تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین مالی پیشنهاد می‌شود، به مقوله دستکاری سود توجه کنند و با ارائه رهنمودهای لازم برای محدود کردن مدیران در اعمال مدیریت سود، به استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی به منظور اتخاذ تصمیم‌های بهینه و آگاهانه، بیش از پیش یاری رسانند.



به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام خرید سهام شرکت‌ها صورت‌های مالی آنها را به‌دقت بررسی کرده و تمامی مسائل مالی شرکت‌ها از جمله پدیده مدیریت سود را مد نظر قرار دهند و هنگام بررسی کیفیت سود شرکت‌ها و همچنین تخمین میزان مدیریت سود به هر دو نوع مدیریت سود تعهدی و واقعی توجه کنند.

اطلاعات مالی مربوط به ارزش شرکت از مهم‌ترین اطلاعات استفاده‌شده در زمینه ارزشیابی ارزش شرکت‌ها در بازار سرمایه است که کاربران اطلاعات مالی به‌طور گسترده از آن استفاده می‌کنند. پیشنهاد می‌شود اطلاعات مربوطه به‌صورت جامع و با کاربرد آسان از طریق بورس اوراق بهادار در اختیار استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی به‌خصوص سرمایه‌گذاران قرار گیرد.

### محدودیت‌های پژوهش

کنترل نکردن برخی از عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش، همچون متغیرهای اقتصادی، سیاست‌های دولت، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات و مواردی از این قبیل که خارج از دسترس پژوهشگران بوده و ممکن است بر نتایج پژوهش مؤثر باشد. همچنین، نداشتن دسترسی به اطلاعات برخی از شرکت‌ها و در نتیجه حذف آنها از نمونه پژوهش نیز از عوامل دیگری است که می‌تواند بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.

### منابع

- اسماعیل زاده، علی؛ کیوانفر، مختار (۱۳۹۷). رابطه بین استحکام مدیریت، مدیریت سود و ارزش شرکت‌ها. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۳۹)، ۸۹-۱۰۶.
- اعتمادی، حسین؛ شفاخیبری، نصیبه (۱۳۹۰). تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر مدیریت سود و نقش کمیته حسابرسی در آن. *حسابداری مالی*، ۳(۱۰)، ۱۸-۴۲.
- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ سروش‌یار، افسانه (۱۳۹۲). ارزیابی مقایسه‌ای توانمندی معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری در تبیین ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱(۱۵)، ۲۹-۵۰.
- غضنفری، بهاره؛ خوشکار، فرزین؛ گرجی زاده، داوود (۱۳۹۸). رابطه ابقای مدیریتی با مدیریت سود واقعی و ارزش شرکت. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۲(۱۵)، ۱-۱۵.
- فخاری، حسین؛ عدیلی، مجتبی (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹(۴)، ۳۳-۵۰.
- کامیابی، یحیی؛ شهسواری، معصومه؛ سلمانی، رسول (۱۳۹۵). بررسی تأثیر مدیریت سود تعهدی بر رابطه بین مدیریت واقعی سود و هزینه سرمایه. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳(۱)، ۱۹-۳۸.
- مرادی، جواد؛ کشاورز، فاطمه (۱۳۹۵). بررسی پیامدهای کوتاه‌بینی مدیران از دیدگاه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان‌های نقد آزاد. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳(۴)، ۲۷-۵۴۶.

- مهرانی، ساسان؛ نوروزی، سونا. (۱۳۹۴). بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود، فصلنامه دانش حسابداری مالی، ۳(۳)، ۱۰۵-۱۲۲.
- نوبخت، مریم؛ برادران حسن زاده، رسول (۱۳۹۵). تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر مدیریت سود واقعی و تصنعی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۴(۳)، ۳۰۳-۴۶۲.
- نوبخت، یونس؛ نوبخت، مریم (۱۳۹۹). مطالعه علم‌سنجی تحقیقات مدیریت سود در ایران. فصلنامه بازاریابی دانش و نظام‌های معنایی، مقاله آماده انتشار.
- نوروش، ایرج؛ مؤمنی یانسری، ابوالفضل؛ صفری گرایلی، مهدی (۱۳۹۴). کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت‌های ایرانی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷(۴)، ۱-۱۸.

## References

- Abbas, A. & Ayub, U. (2019). Role of Earnings Management In Determining Firm Value: An Emerging Economy Perspective. *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 6(6), 103-116
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T. & Thakor, A. V. (1997). The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, 53(3), 11-20.
- Buckmaster, D. (1997). Antecedents of Modern Earnings Management Research: income smoothing in literature, 1954-1965. *Accounting Historians Journal*, 24(1), 75-91.
- Caylor, M. L., Christensen, T. E., Johnson, P. M., & Lopez, T. J. (2015). Analysts' and Investors' Reactions to Consistent Earnings Signals. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(9-10), 1041-1074.
- Chen, X., Sun, Y. & Xu, X. (2016). Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103.
- Cohen, D. & Zarowin, P. (2010). Accrual-Based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Darmawan, I. P. E., Sutrisno, T., & Mardiaty, E. (2019). Accrual Earnings Management and Real Earnings Management: Increase or Destroy Firm Value? *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 6(2), 8-19.
- Dechow, P. M. & Skinner, D. J. (2000). Earnings Management. Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Ding, R., Li, J. & Wu. (2018). Government Affiliation, Real Earnings Management, and Firm Performance: The Case of Privately Held Firms. *Journal of Business Research*, 83, 138-150.
- Easley, D. & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.

- Ehrbar, A. (1998). *EVA The Real Key to Creating Wealth*. John Wiley ve Sons Inc., New York.
- Ekim, N. (1998). *The Role of Intellectual Capital in Creating Value in Financial Sector: A Research in the Turkish Banking Sector*. Selcuk University, Ph.D Thesis in Finance and Accounting.
- Etemadi, H. & Shafakhybari, N. (2011). The Effect of Free Cash Flow on Earnings Management and The Role of The Audit Committee. *Quarterly Financial Accounting*, 3(10), 18-42. (in Persian)
- Fakhari, H. & Adili, M. (2013). Investigating The Relationship between Free Cash Flow and Earnings Management through Actual Activities in Listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Iranian Journal of Accounting and Auditing Review*, 19(4), 33-50. (in Persian)
- Fama, Eugene F. (1978). The Effect of a Firm's Investment and Financial Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *American Economic Review*, 68(2), 272-284.
- Fernández, P. (2002). *Valuation Methods And Shareholder Value Creation*. Academic Press., San Diego, California.
- Ghazanfari, B., Khoskar, F. & Gorjizadeh, D. (2019). Investigate the Relationship Between Management Tetention and Actual Earnings Management and Company Value. *Journal of Accounting and Management Vision*, 2(15), 1-15.
- Grant, J. L. (1997). *Foundations of Economic Value Added*. Frank J. Fabozzi Associates, Pennsylvania.
- Gunny, K. A. (2010). The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Perfomance: Evidence from Meeting Earnings Benchmark. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- Ismailzadeh. A. & Keyvanfar, M. (2018). The Relationship Between Management Strength, Earnings Management and Firm's Value. *Financial Accounting and Auditing Research*, 10(39), 89-106. (in Persian)
- Jogiyanto, H. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. (11th ed.). BPFE: Yogyakarta.
- Kamyabi, Y., Shahsavari, M. & Salmani, R. (2016). The Study of the Accrual Earnings Management effect on the relationship between Real Earnings Management and Cost of capital. *Accounting and Auditing Review*, 23(1), 19-38. (in Persian)
- Kaszniak, R. (1999). On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
- Kim, J. B. & Sohn, B. C. (2013). Real earnings Management and Cost of Capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543.
- Korkmaz, T. K. & Özdemir, M. A. (2003). Ekonomik Katma Değer-EVA Nedir? *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, 5(33).
- Mahendra, A., Artini, L. G. S., dan Suarjaya. (2012). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan*, 6(2), 130-138.

- Marfuah, M. (2006). Pengaruh Kecanggihan Investor Terhadap Ketepatan Reaksi Pasar Dalam Merespon Pengumuman Dividen Meningkatkan. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 10(2), 137–154.
- Mehrani, S. & Noruzi, S. (2015). Examining the Effect of Corporate Governance on the Relationship Between Firm Value and Earnings Management. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 2(3), 105-122. (in Persian)
- Moradi, J. & Keshavarz, F. (2017). Investigation of the Outcomes Resulting from Managers' Myopia Based on Agency Theory and Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 23(4), 546-527. (in Persian)
- Nobakht M. & Baradaran Hassanzadeh, R. (2018). Impact of Free Cash Flow on Real and Artificial Earnings Management. *Journal of Accounting and Auditing Review*; 24(3), 421-440. (in Persian)
- Nobakht, Y., Nobakht, M. (2020). Scientometrics Study of Earnings Management Research in Iran. *Knowledge Studies*, Article in press. (in Persian)
- Noravesh, I., Momeni yanesari, A. & Safari gerayli, M. (2016). Earnings Quality and Firm Value: Evidence from Iranian Firms. *Financial Accounting Research*, 7(4), 1-18. (in Persian)
- Rahnamay Roodposhti, F. & Soroushyar, A. (2013). Comparative Assessment of Economic and Accounting Performance Measures Ability in Explaining Value of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 15(1), 29-50. (in Persian)
- Ridwan, M. A. & Gunardi, A. (2013). Peran Mekanisme Corporate Governance Sebagai Pemoderasi Praktik Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Trikonomika*, 12(1), 49–60.
- Rodriguez-Ariza, L., Martínez-Ferrero, J. & Bermejo-Sánchez, M. (2016). Consequences of Earnings Management for Corporate Reputation: Evidence from Family Firms. *Accounting Research Journal*, 29(4), 457-474.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Sayari, S. & Omri, A. (2017). Earnings Management, Accruals and Stock Liquidity. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(1), 17-28.
- Sevil, G. (2013). *Finansal Yönetim II (yunit 1-4)*, Anadolu Üniversitesi yayını, Eski Şehir.
- Susanto, S., & Christiawan, Y. G. (2016). Pengaruh Earnings Management Terhadap Firm Value. *Business Accounting Review*, 4(1), 205–216.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the Trade-off Between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703.
- Zhao, Y., Chen. K. H., Zhang, Y. & Davis, M. (2012), Takeover Protection and Managerial Myopia: Evidence From Real Earnings Management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), 109-135.