

## مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد

فرشید خیراللهی \*

اسحاق بهشور \*\*

فرزاد ایوانی \*\*\*

### چکیده

نقش حاکمیت شرکتی کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران می باشد و زمانی که مدیران دارای انگیزه برای انحراف از منافع سهامداران می باشند؛ این نقش پر رنگ تر می شود. یک نمونه از این انحراف ها، مدیریت سود با استفاده از فعالیت های واقعی می باشد. حاکمیت شرکتی احتمالاً وقوع مدیریت سود را کاهش می دهد و درک سرمایه گذاران از نگهداشت وجه نقد را بهبود می بخشد. هدف این تحقیق، شناخت رابطه بین مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد می باشد. در این تحقیق برای اندازه گیری مدیریت سود از مدل های رویکردی (۲۰۰۶) و جنی (۲۰۱۰) و برای اندازه گیری ارتباط نگهداشت وجه نقد و مدیریت سود از مدل های تعدیل یافته اوپلر (۱۹۹۹) و فاما و فرنچ (۱۹۹۸) استفاده شده است. درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره (استقلال هیئت مدیره) به عنوان ویژگی مهم حاکمیت شرکتی مورد مطالعه قرار گرفت. برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و روش حداقل مربعات تعمیم یافته تلفیقی استفاده شده است. با توجه به محدودیت های اعمال شده جهت انتخاب نمونه، نمونه آماری در این تحقیق شامل ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ مورد مطالعه قرار گرفتند. یافته ها حاکی از آن است که بین مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه، سرمایه گذاران نگهداشت وجه نقد را در شرکت های با مدیریت سود واقعی در سطح بالا، کاهش می دهند و در میان شرکت هایی که مدیریت سود را در سطح بالایی انجام می دهند، شرکت هایی که دارای حاکمیت شرکتی در سطح ضعیفی هستند، نسبت به شرکت هایی که از حاکمیت شرکتی قوی برخوردارند، دارای ارزشیابی نگهداشت وجه نقد کمتری می باشند.

**واژگان کلیدی:** مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی، سطوح نگهداشت وجه نقد، ارزشیابی نگهداشت وجه نقد، استقلال هیئت مدیره.

\* استادیار حسابداری دانشگاه رازی کرمانشاه

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه رازی کرمانشاه (نویسنده مسئول) Isaac\_behshoor@yahoo.com

\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا همدان

تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۲/۷

تاریخ دریافت: ۹۳/۶/۲۷

## مقدمه

فعالیت‌های مدیریت سود واقعی، در نتیجه‌ی بی احتیاطی در دستکاری سود، ممکن است تبعات ناخواسته‌ای ناشی از سطوح بالای نگهداشت وجه نقد داشته باشد؛ از طرفی، ارزش شرکت بر مبنای ارزشیابی‌ها و تشخیص سرمایه‌گذاران از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت محاسبه می‌شود؛ بنابراین، ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ممکن است از ارزشیابی سرمایه‌گذاران از استفاده آتی وجه نقد بر اساس انجام رفتار فرصت طلبانه مدیریت، متأثر باشد (گرینر، ۲۰۱۳: ۲۰). معمولاً ارزیابی مدیریت سود واقعی، رفتار فرصت طلبانه را آشکار می‌کند و سرمایه‌گذاران، بی‌کفایتی در استفاده از منابع را خواهند دید. در نتیجه، آنها نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهند. بنابراین، انتظار می‌رود که کاهش ارزشیابی‌های وجه نقد، بیشترین ارتباط را با افزایش سود ناشی از مدیریت سود واقعی داشته باشد. مدیریت سود از طریق ارقام واقعی، یکی از پیامدهای مهم تضاد منافع بین سهامداران و مدیران می‌باشد. سازوکارهای حاکمیت شرکتی، راهی برای توقف مدیریت سود و در نتیجه، کاهش تضاد منافع است. یکی از اهداف حاکمیت شرکتی، ایفای مسئولیت پاسخگویی می‌باشد (حساس یگانه و صدیقی، ۱۳۹۰: ۳۲) و یکی از مهمترین مواردی که مدیران به مالکان باید در مورد آن پاسخگو باشند، چگونگی به‌کار گرفتن وجوه داخلی است که بر ارزشیابی سهامداران از نگهداشت وجه نقد، مؤثر می‌باشد. هدف پژوهش حاضر، مطالعه‌ی تأثیر مدیریت سود واقعی بر ارزشیابی سهامداران از نگهداشت وجه نقد و همچنین بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه‌ی بین مدیریت سود واقعی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد است.

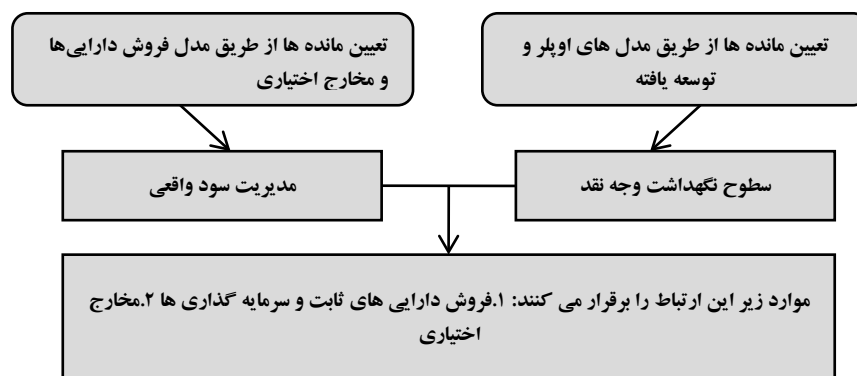
## مبانی نظری

واتس و زیمرمن<sup>۱</sup> (۱۹۹۰: ۱۳۸) بیان می‌دارند، مدیریت سود یعنی مدیر، آزادی عمل بر روی ارقام حسابداری را با فرض وجود یا عدم وجود محدودیت‌هایی در این زمینه به کار گیرد.

فعالیت‌های مدیریت سود واقعی، در نتیجه‌ی بی احتیاطی در دستکاری سود، ممکن است تبعات ناخواسته‌ی ناشی از سطوح بالای نگهداشت وجه نقد داشته باشد. در این پژوهش روی دو گونه از فعالیت‌های مدیریت سود واقعی تمرکز می‌شود؛ به این دلیل که

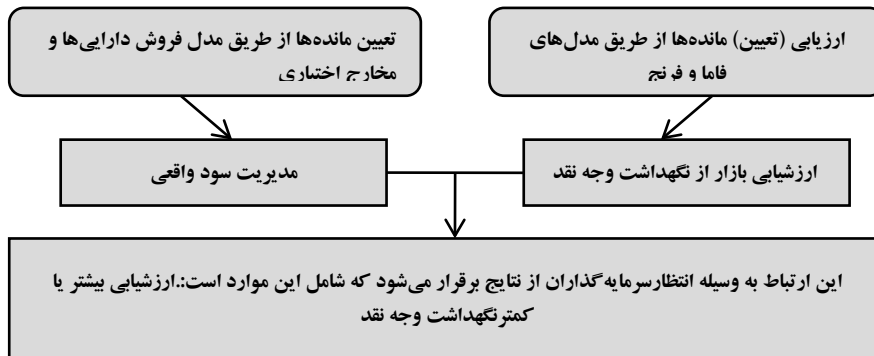
1. Watts & Zimmerman

آنها روابطی قابل پیش‌بینی در مورد ارتباط با نگهداشت وجه نقد ارائه می‌دهند (بر اساس مطالعات ریکودوری ۲۰۰۶، جنی ۲۰۱۰، زانگ ۲۰۱۲ و گرینر ۲۰۱۳): فروش دارایی‌ها به منظور گزارش سود (مثل جریان‌ات نقدی) و بخشی از مخارج اختیاری (مثل جریان‌ات خروجی وجه نقد ناشی از تبلیغات و مخارج تحقیق و توسعه). قطع کردن یا به تأخیر انداختن فعالیت‌های اختیاری نه تنها بر سود اثرگذار است بلکه باعث جلوگیری از پرداخت وجوه موجود نیز می‌شود. برتری این روش مدیریت سود واقعی توسط گراهام (۲۰۰۵: ۴۵) نشان داده شده است؛ او نشان داد ۸۰٪ مدیران مالی مخارج اختیاری را در جهت انجام مدیریت سود کاهش می‌دهند. این شواهد، قابلیت دسترسی، سادگی کاهش فعالیت‌ها و عملیات و در نتیجه آنها، کاهش جریان خروجی وجه نقد را نشان می‌دهند. بنابراین، برای تبیین رابطه‌ی بین مدیریت سود واقعی و سطوح نگهداشت وجه نقد، از دو معیار سود فروش دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری و مخارج اختیاری، استفاده می‌شود.



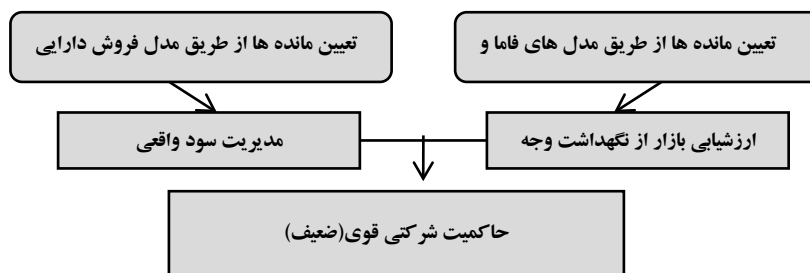
شکل ۱: مدل مفهومی برای تبیین ارتباط بین مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد

شواهد نشان می‌دهند که ممکن است مدیران در فعالیت‌های مدیریت سود واقعی به منظور علامت‌دهی برای بهبود بخشیدن به ارزشیابی‌های سرمایه‌گذاران از جریان‌ات نقدی آتی، شرکت کنند اما به دلیل مسائل نمایندگی، در مورد استفاده ناکارآمد از وجه نقد و به‌کارگیری وجه نقد برای منافع شخصی، سرمایه‌گذاران نگهداشت وجوه نقد را کاهش دهند (جنسن ۱۹۸۶: ۳۷۷). از این رو این تحقیق در ادامه به دنبال پاسخ این سؤال است که آیا مدیریت سود واقعی کاهش در ارزشیابی نگهداشت وجه نقد را شدیدتر می‌کند؟



شکل ۲: مدل مفهومی تبیین ارتباط بین مدیریت سود واقعی و ارزشیابی بازار از نگهداشت وجه نقد

پژوهش‌های موجود (آرمسترانگ و همکاران ۲۰۱۰)، بیان می‌کنند که حاکمیت شرکتی بر استفاده از نگهداشت وجه نقد و ارزیابی‌های سرمایه‌گذاران از وجه نقد، اثرگذار است. یکی از کارکردهای حاکمیت شرکتی می‌تواند بهبود توانایی سرمایه‌گذاران برای ارزیابی چگونگی استفاده از نگهداشت وجه نقد باشد. آدامز و فریرا (۲۰۰۷: ۲۳۲)، بیان کردند که هرچه احتمال دخالت اعضای بیرونی (غیر موظف) هیأت مدیره در تصمیمات مدیریت بیشتر شود، منافع شخصی مدیران محدود می‌شود. کلین نشان داد (۲۰۰۲: ۳۷۶) که وجود یک هیأت مدیره با اکثریت اعضای غیر موظف به طور مؤثری بر سود، از طریق کاهش مدیریت سود، و این ادعا که استقلال هیأت مدیره می‌تواند کاهش قابل ملاحظه‌ای را در رفتار فرصت طلبانه ایجاد کند، اثرگذار است.



شکل ۳: مدل مفهومی برای تبیین ارتباط بین مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد

### پیشینه پژوهش

رسائیان و دیگران (۱۳۸۹)، "تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران" را مورد مطالعه قرار دادند، نتایج نشان می‌دهد که بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه منفی معناداری وجود دارد.

حساس یگانه و صدیقی (۱۳۹۰)، پژوهشی با عنوان "ساختار حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری" انجام دادند، نتایج حاکی از این بود که میزان مدیریت سود به صورت مستقیم با محتوای اطلاعاتی سود مرتبط است و میزان مدیریت سود در مقایسه با ساختار حاکمیت شرکتی، تأثیر بیشتری بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری دارد. همتی و خوشرو (۱۳۹۲)، "تأثیر نگهداشت وجه نقد و تمرکز مالکیت بر ارزشیابی شرکت" را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که، بین نگهداشت وجه نقد، مالکیت شخصی و درجه تمرکز مالکیت با معیار ارزشیابی شرکت رابطه معناداری وجود دارد، اما بین تغییر ساختار مالکیت و معیار ارزشیابی شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد.

ناظمی و دیگران (۱۳۹۳)، پژوهشی با عنوان "رابطه‌ی بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی مدیریت موجودی کالا" انجام دادند. نتایج حاکی از این است که بین مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی با کارایی مدیریت موجودی کالا رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. مهرانی و دیگران (۱۳۹۳)، "رابطه بین کیفیت سود، هموارسازی سود و ریسک سهام" را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین کیفیت سود و ریسک سهام و رابطه مثبت و معنادار بین شاخص هموارسازی سود و ریسک سهام می‌باشد. همچنین ریسک شرکت‌هایی که سودهای با کیفیت خود را هموار می‌نمایند، بیش از شرکت‌هایی است که سودهای بی کیفیت خود را هموار می‌کنند.

لوئیس و همکاران (۲۰۱۲) به پژوهشی با عنوان "ارزیابی نگهداشت وجه نقد و حسابداری محافظه کارانه" پرداختند. آنها در تحقیق به این نتیجه رسیدند که مدیران با به-کار گرفتن اصول حسابداری می‌توانند بر ارزیابی‌های نگهداشت وجه نقد مؤثر باشند. سان<sup>۱</sup>

و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "کیفیت سود و نگهداشت وجه نقد شرکت"، به این نتیجه رسیدند، در شرکت‌هایی که به دلیل دستکاری سود، کیفیت سود آنها کمتر است، ارزیابی‌های نگهداشت وجه نقد نیز در سطح پائین قرار دارد. گرینر (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان "تبعات مدیریت سود واقعی و حاکمیت شرکتی ضعیف؛ شواهدی از نگهداشت وجه نقد"، به این نتیجه رسید که مدیریت سود واقعی، ارزشیابی سهامداران از نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهد و وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی این ارزشیابی را بهبود می‌بخشد.

ایروان و دیگران (۲۰۱۴)، پژوهشی با عنوان "رقابت، نگهداشت وجه نقد و تصمیمات مالی" به انجام رساندند. نتایج پژوهش حاکی از این است که رقابت در بازار، نگهداشت وجه نقد و تصمیمات مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر رابطه بین متغیرها تحقیقی علی می‌باشد. داده‌های واقعی شرکت‌ها به صورت داده‌های ترکیبی سال-شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. این کار با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چندگانه انجام می‌شود. داده‌های مزبور از نرم افزار داده پرداز نوین استخراج گردیده است. همچنین جهت آماده سازی داده‌ها از نرم افزار اکسل و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار ای ویوز ۷ استفاده شده است.

### دوره آزمون، جامعه و نمونه

جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ تشکیل می‌دهند. روش انتخاب نمونه در این پژوهش، روش حذفی با توجه به معیارهای از پیش تعیین شده می‌باشد. شرکت‌هایی که دارای معیارهای زیر بودند به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند:

(۱) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره مورد آزمون تغییر دوره مالی نداده باشند.

(۲) تا ابتدای سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

(۳) در زمره شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و واسطه‌گری مالی نباشند.

با توجه به معیارهای فوق، تعداد ۹۰ شرکت انتخاب شدند.

### فرضیه‌ها، متغیرها و مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها

**فرضیه اول:** تغییرات سود ناشی از مدیریت سود واقعی بر سطوح نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** ارزشیابی بازار از نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که دارای افزایش سود ناشی از مدیریت سود واقعی هستند، کمتر است.

**فرضیه سوم:** ارزشیابی بازار از نگهداشت وجه نقد مرتبط با مدیریت سود واقعی فزاینده، در شرکت‌هایی که ساختار حاکمیت شرکتی قوی دارند، نسبت به شرکت‌هایی که ساختار حاکمیت شرکتی ضعیف دارند، بیشتر است.

متغیر مستقل: در این پژوهش، مدیریت سود واقعی متغیر مستقل می‌باشد که با استفاده از مدل‌های جنی و رویکردی اندازه‌گیری می‌شود.

متغیر وابسته: ارزشیابی نگهداشت وجه نقد، متغیر وابسته می‌باشد که برای تبیین و اندازه‌گیری آن از مدل‌های تعدیل یافته فاما و فرنچ استفاده می‌شود.

متغیر تعدیل کننده: درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، متغیر تعدیل کننده این پژوهش می‌باشد.

متغیر کنترل: با توجه به تحقیقات انجام شده توسط محققان (رویگودوری ۲۰۰۶، جنی ۲۰۱۰ و گرینر ۲۰۱۳) در این پژوهش، اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی تعیین می‌شود؛ اندازه شرکت برابر با لگاریتم ارزش بازار دارایی‌ها است.

برای آزمون فرضیه اول از مدل‌های جنی (۲۰۱۰)، رویگودوری (۲۰۰۶) و مدل تعدیل یافته اوپلر (۱۹۹۹) و برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم از مدل تعدیل یافته فاما و فرنچ (۱۹۹۸) استفاده می‌شود. در واقع، مانده‌های مدل جنی و رویگودوری به عنوان متغیر مدیریت سود، وارد مدل‌های اوپلر و فاما و فرنچ می‌شود. برای آزمون فرضیه سوم، مدل جدیدی ارائه نمی‌شود؛ ابتدا نمونه به دو بخش (بر اساس میانه داده‌ها به تبعیت از گرینر، ۲۰۱۳) تفکیک می‌شود و سپس آزمون فرضیه دوم برای هر کدام از این دو بخش انجام می‌شود. در نهایت، ضرایب بدست آمده برای معیار ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ناشی از مدیریت سود  $(\alpha I9CASHi,t * aREMi,t)$  در دو بخش نمونه باهم مقایسه می‌گردد تا تفاوت اثر حاکمیت شرکتی بر ارزشیابی بازار از نگهداشت وجه نقد سنجیده شود.

(معادله ۱): مدل جامع سود دارایی‌های جنی (۲۰۱۰)

$$GAIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(1 / A_{i,t-1}) + \beta_2LMV_{i,t} + \beta_3Q_{i,t} + \beta_4INT_{i,t} + \beta_5ASALE_{i,t} + \beta_6ISALE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

GAINA = سود حاصل از فروش دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌ها

A = جمع دارایی‌ها در پایان هر سال؛ LMV = لگاریتم طبیعی ارزش بازار؛

Q = Q = توین؛ متغیر Q، تقریبی است از نفع نهایی در برابر هزینه نهایی یک واحد

اضافی از سرمایه‌گذاری. INT = تأمین مالی داخلی استاندارد شده به وسیله سود قبل از اقلام غیر مترقبه، هزینه‌های تحقیق و توسعه، هزینه استهلاک دارایی‌های ثابت.

ASALE = فروش دارایی‌های ثابت بلند مدت. ISALE = فروش سرمایه‌گذاری -

های ثابت بلند مدت.

(معادله ۲): مدل ریکودوری (۲۰۰۶):

$$DISEXP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(1 / A_{i,t-1}) + \beta_2Si_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

DISEXP = جمع هزینه‌های تحقیق و توسعه و هزینه‌های فروش و تبلیغات. A = جمع

دارایی‌ها؛ S = فروش دارایی‌ها.

(معادله ۳): مدل تعدیل یافته اوپلر (۱۹۹۹)

$$LNCASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1LNA_{i,t} + \beta_2CF_{i,t} + \beta_3NWC_{i,t} + \beta_4INDSIG_{i,t} + \beta_5MTB_{i,t} + \beta_6CAPX_{i,t} + \beta_7R\&D_{i,t} + \beta_8LEV_{i,t} + \beta_9DIV_{i,t} + \beta_{10}DA_{i,t} + \beta_{11}aREM_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

DA = اقلام تعهدی اختیاری<sup>۱</sup>. aREM = معیار اندازه‌های مدیریت سود واقعی<sup>۲</sup>.

(معادله ۴): مدل تعدیل یافته فاما و فرنچ (۱۹۹۸)

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1E_{i,t} + \alpha_2\Delta LE_{i,t} + \alpha_3\Delta E_{i,t+1} + \alpha_4R\&D_{i,t} + \alpha_5\Delta LR\&D_{i,t} + \alpha_6\Delta R\&D_{i,t+1} + \alpha_7DIV_{i,t} + \alpha_8\Delta LDIV_{i,t} + \alpha_9\Delta DIV_{i,t+1} + \alpha_{10}Li_{i,t} + \alpha_{11}\Delta Li_{i,t} + \alpha_{12}\Delta Li_{i,t+1} + \alpha_{13}\Delta NAI_{i,t} +$$

۱- به دلیل آنکه پژوهش‌های قبلی (سان و همکاران ۲۰۱۲، گرینر (۲۰۱۳)، و زانگ (۲۰۱۲)، نشان دادند که مدیریت سود مبتنی بر اقلام اختیاری بر سطوح نگهداشت وجه نقد اثر می‌گذارد و مانند جانشینی برای مدیریت سود واقعی عمل می‌کند، در این پژوهش، اقلام تعهدی اختیاری را وارد مدل کرده و برای ارزیابی اقلام تعهدی عادی، مدل تعدیل شده جونز به کار برده می‌شود.

۲- این معیار، به تبعیت از پژوهش گرینر، (۲۰۱۳) به وسیله جمع مانده‌های غیرعادی مدل‌های جنی و رویکردی اندازه‌گیری شده است.





### بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

برای بررسی پایایی متغیرهای پژوهش، از آزمون لیون، لین و چوی استفاده شده است. نتایج این آزمون، مبین مانایی تمامی متغیرهای تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ می-باشد. آزمون ناهمسانی واریانسها و خود همبستگی فرضیه‌های تحقیق وجود خود همبستگی را برای تمامی فرضیه‌های تحقیق تأیید می‌کند. ناهمسانی واریانس تنها در فرضیه اول مشاهده شده است. برای رفع مشکل ناهمسانی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) و برای رفع مشکل خود همبستگی از پارامتر  $AR(1)$  استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون همبستگی، عدم وجود همبستگی جدی بین متغیرهای وابسته را تأیید می‌کند.

### آزمون فرضیه‌های تحقیق در حالت تابلویی

در این بخش به آزمون فرضیه‌ها در قالب آمار توصیفی و مدل رگرسیونی پرداخته شده است. همچنین برای تشخیص انتخاب بین پولد یا پنل بودن فرضیه‌های تحقیق از آزمون اف لیمر استفاده شده است، سپس برای تعیین و انتخاب یکی از دو الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از آزمون اف لیمر، حاکی از پنل بودن تمام فرضیه‌ها می‌باشد. آزمون هاسمن نیز نشان دهنده الگوی اثرات ثابت می‌باشد.

### آزمون فرضیه اول تحقیق

یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیریت سود واقعی، اثر مثبت و معناداری بر سطوح نگهداشت وجه نقد داشته است؛ که رابطه مذکور براساس ضریب رگرسیونی ۰,۰۶۰ ضعیف و اما معنادار بوده است. همچنین رابطه متغیر کنترلی اندازه شرکت براساس ضریب رگرسیونی ۰/۴۴- منفی و معنادار بوده است. این موضوع مبین این امر است که شرکت‌های بزرگ تر دارای نگهداشت وجه نقد کمتری هستند و بالعکس!

نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دورین واتسون (۲,۲۴) مشکل خود همبستگی آن رفع شده است. نتایج مربوط به

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در دوره پژوهش ۰/۸۹ از تغییرات سطوح وجه نقد، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

جدول ۲: نتایج آزمون نهایی فرضیه اول

EGLS			متغیرها
احتمال t	آماره t	ضرایب	
۰/۰۰	-۵/۹۱۸۷۲۲	-۰/۴۴۷۶۷۸	لگاریتم دارایی های خالص
۰/۰۰۹۵	۲/۶۱۱۴۶۶	۰/۰۰۱۱۴۵	جریان های نقدی
۰/۰۰۷۸	-۲/۶۸۱۴۰۹	-۰/۰۰۱۵۰۱	سرمایه در گردش
۰/۰۰۰۲	۳/۷۶۲۳۴۳	۰/۰۱۸۴۱۸	ارزش بازار به دفتری
۰/۷۳۵۶	-۰/۳۳۸۰۲۶	-۰/۰۰۱۱۳۹	هزینه سرمایه
۰/۴۱۷۸	-۰/۸۱۱۵۶۴	-۰/۰۰۲۰۳۳	مخارج تحقیق و توسعه
۰/۰۲۰۶	-۰/۴۵۳۴۶۰	-۰/۰۱۱۷۱۱	اهرم مالی
۰/۹۳۷۶	-۰/۴۵۳۴۶۰	-۰/۸۶۳	شاخص تقسیم سود
۰/۰۴۵۴	-۰/۸۳۳۴۶۲	-۰/۰۰۰۲۵۹	اقلام تعهدی اختیاری
۰/۰۴۳۱	۲/۰۳۲۷۹۵	۰/۰۶۰۴۷	شاخص مدیریت سود واقعی
۰/۰۰	۶/۳۱۳۷۸۶	۱/۵۱۶۸۳۹	متغیر ثابت
۰/۱۵۷۶	-۱/۴۱۷۳۲۳	-۰/۰۷۶۹۷۰	AR(1)
	۰/۸۹۳۶۳۶		ضریب تعیین
	۰/۸۹۱۱۴۵		ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۲۴		آماره دوربین- واتسون
	۳۹۸/۸۴۹۰		آماره F
	۰/۰۰		احتمال آماره F

### آزمون فرضیه دوم تحقیق

یافته‌ها نشان می‌دهد که سهامداران ارزشیابی خود را از نگهداشت وجه نقد در شرکت-هایی که در فعالیت‌های مدیریت سود درگیر هستند، کاهش می‌دهند. نتایج مربوط به آماره F (۰,۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۱/۹۵) مشکل خود همبستگی آن رفع شده است. علاوه بر

آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در دوره پژوهش ۰/۸۶ از تغییرات ارزشیابی وجه نقد، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

جدول ۳: نتایج آزمون نهایی فرضیه دوم

OLS			متغیرها
احتمال t	آماره t	ضرایب	
۰/۱۹۸	۱/۲۹۰	۰/۴۴۶	وجه نقد
۰/۰۰	۷/۴۸۱	۲/۱۵۰	سود
۰/۰۴۵	-۲/۰۲۰	-۱۲۷/۵۱۰	تفاوت سود آتی با جاری
۰/۰۲۷	۲/۲۳۲	۱/۷۴۰	تفاوت مخارج تحقیق و توسعه آتی با جاری
۰/۷۸۱	۰/۲۷۹	۱۲/۱۵۳	تفاوت سود تقسیمی جاری با گذشته
۰/۸۱۳	۰/۲۳۷	۰/۰۵۴	تفاوت سود تقسیمی آتی با جاری
۰/۶۹۹	۰/۳۸۷	۰/۳۵۷	تفاوت هزینه بهره آتی با جاری
۰/۰۴۰	۲/۰۶۱	۵۴۶۹۲/۹۷۰	معیار مدیریت سود
۰/۰۰	-۰/۵۱۸	-۰/۹۶۴	معیار مدیریت سود و ارزشیابی وجه نقد
۱/۰۰	-۳/۵۲۷	-۰/۲۸۷	اقلام تعهدی اختیاری
۰/۰۰	۳/۸۱۰	۰/۳۱۰	متغیر ثابت
۰/۰۰۱	-۳/۳۳۹	-۰/۱۵۵	AR(1)
	۰/۸۷		ضریب تعیین
	۰/۸۶		ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۹۵		آماره دوربین - واتسون
	۱۰۵/۹۳		آماره F
	۰/۰۰		احتمال آماره F

### آزمون فرضیه سوم

نتایج مربوط به آماره  $F(۰/۰۰۰)$  نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۲/۲۵) برای شرکت‌های با ساختار حاکمیت ضعیف و ۲,۳۶ برای شرکت‌های با ساختار حاکمیت قوی) مشکل خود همبستگی آن رفع شده است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در دوره پژوهش ۰/۸۸

(برای شرکت‌های با ساختار حاکمیت شرکتی ضعیف ۰/۸۶ برای شرکت‌های با ساختار حاکمیت شرکتی قوی) از تغییرات ارزشیابی وجه نقد، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. مقایسه ضریب بدست آمده برای معیار مدیریت سود و ارزشیابی وجه نقد، در شرکت‌های با ساختار حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف مؤید پذیرش فرضیه سوم است.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه سوم (حاکمیت شرکتی ضعیف)

OLS			متغیرها
۰/۰۰	-۶/۷۷	-۲۴/۴۶	معیار مدیریت سود و ارزشیابی وجه نقد
۰/۰۰	-۳/۳۲	-۰/۶۱	متغیر ثابت
۰/۶۴	-۰/۴۷	-۰/۰۴	AR(1)
	۰/۸۹		ضریب تعیین
	۰/۸۸		ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۲۵		آماره دوربین-واتسون
	۲۴۶۳/۳۴		آماره F
	۰/۰۰		احتمال آماره F

جدول ۵: نتایج نهایی آزمون فرضیه سوم، حاکمیت قوی

OLS			متغیرها
احتمال t	آماره t	ضرایب	
۰/۰۰	-۳/۸۲	-۱۳/۴۵	معیار مدیریت سود و ارزشیابی وجه نقد
۰/۰۲	۲/۳۵	۰/۳۹	متغیر ثابت
۰/۳۷	-۰/۹۱	-۰/۰۹	AR(1)
	۰/۸۷		ضریب تعیین
	۰/۸۶		ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۳۶		آماره دوربین-واتسون
	۷۵/۴۶		آماره F
	۰/۰۰		احتمال آماره F

## بحث و نتیجه گیری

بر اساس نتیجه آزمون فرضیه اول، میزان مدیریت سود با نگهداشت وجه نقد رابطه دارد. جهت این ارتباط موافق با انتظارات ناشی از تحقیقات پیشین (گرینر، ۲۰۱۳) می باشد. این یافته‌ها اهمیت مسائل نمایندگی را که جنسن در ۱۹۸۶ در مورد مسائل نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد بیان کرد نشان می‌دهد و ایده‌ی تمایل مدیریت برای به هدر دادن وجه نقد نگهداری شده در شرکت را برجسته می‌سازد و وجود مسائل نمایندگی، که باعث می‌شود مدیران انگیزه لازم برای به هدر دادن وجه نقد نگهداری شده در شرکت را داشته باشند، را نشان می‌دهد.

با توجه به پذیرش فرضیه دوم، سرمایه‌گذاران ارزیابی خود را از نگهداری وجه نقد در شرکت‌هایی که در فعالیت‌های مدیریت سود واقعی درگیرند، کاهش می‌دهند. به علت مسائل نمایندگی، سرمایه‌گذاران بر این باورند که وجوه نگهداری شده در شرکت در پروژه‌هایی به کار گرفته می‌شود که خالص ارزش فعلی منفی دارد در نتیجه احتمال هدر رفتن وجه نقد وجود دارد که این امر باعث ارزشیابی منفی سهامداران از نگهداشت وجه نقد می‌شود. متغیر شاخص مدیریت سود- وجه نقد، ارزشیابی سهامداران از یک ریال وجه نقد نگهداری شده در شرکت را نشان می‌دهد که، طبق انتظارات ناشی از تحقیقات پیشین (گرینر ۲۰۱۳، دیتمار و اسمیت ۲۰۰۷: ۶۰۲، فرساد و سالوا ۲۰۱۰: ۳۸۰)، این ارزشیابی ارتباط منفی با وجه نقد حاصل از مدیریت سود واقعی دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که، ارزشیابی سرمایه‌گذاران از نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی با ساختار حاکمیت شرکتی قوی، نسبت به شرکت‌هایی که ساختار حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند، بیشتر است. در نهایت می‌توان نتیجه گرفت که ساختار حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند نگرانی‌های سهامداران در مورد به هدر رفتن وجه نقد ناشی از فعالیت‌های مدیریت سود واقعی را کاهش دهد؛ چونکه سهامداران بر این باورند که استقلال هیأت مدیره می‌تواند احتمال رفتار فرصت طلبانه مدیران را کاهش دهد. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیر موظف (مستقل) در هیأت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که نقش مدیران غیر موظف در ایران مطابق با دیدگاه تئوری نمایندگی می‌باشد و

توانایی این ابزار نظارتی در بهبود افشای مالی زیاد است. این نتایج با یافته‌های گرینر، ۲۰۱۳ و رسائیان و همکاران ۱۳۸۹، همسو است.

## منابع

- حساس یگانه، یحیی و صدیقی، روح اله (۱۳۹۰)، "ساختار حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری"، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- رسانیان، امیر، رحیمی، فروغ، حنجری، سارا (۱۳۸۹) "تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم.
- مهرانی، ساسان، اسکندری، قربان، گنجی، حمید رضا، (۱۳۹۳)، "رابطه بین کیفیت سود، هموارسازی سود و ریسک سهام"، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۲۴.
- همتی، حسن، خوشرو، محمد علی (۱۳۹۲) "تأثیر نگهداشت وجه نقد و تمرکز مالکیت بر ارزشیابی شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری مؤسسه آموزش عالی رجا قزوین.
- ناظمی، امین، ممتازیان، علیرضا، صالحی نیا، محسن (۱۳۹۳)، "رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و کارایی مدیریت موجودی کالا"، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۲۴.
- Adams, R.B., and D. Ferreira. 2007. A theory of friendly boards. *Journal of Finance* 62:217-250.
- Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. 2007. *Corporate governance and the value of cash holdings*. *Journal of Financial Economics* 83: 599-634.
- Fama, E.F., and K.R. French. 1998. Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance* 53: 819-843.
- Fresard, L. and C. Salva. 2010. The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics* 98: 359-384.
- Greiner, A, J.2013. *Consequences of real earnings management and weak corporate governance: evidence from cash holdings*. available at <http://www.utexas.summon.com>, retrieved on 10. 02. 2013.
- Gunny, K. 2010. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27 (3): 855-888.



- Graham, R., R. Harvey, and S. Rajgopal 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 73.
- Harford, J., S. Mansi, and W. Maxwell. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics* 87: 535-555.
- Jensen M. 2005. *Agency costs of overvalued equity*. Financial engagement 5-19
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting & Economics* 33 (3): 375-400.
- Louis, H., A. Sun, and O. Urcan. 2012 Value of cash holdings and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 29 (4): 1249-1271.
- Morellec E., Nikolov B., Zucchi, F. 2014. *Competition, Cash Holdings, and Financing Decisions*. available at [http :www. utexas. summon](http://www.utexas.summon).
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. 1999. *The determinants and implications of cash holdings*. *Journal of Financial Economics* 52:3-46.
- Roy Chowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335-370.
- Sun, Q., K. Yung, and H. Rahman. 2012. *Earnings quality and corporate cash holdings*. *Accounting and Finance* 52 (2): 543-571.
- Watts, R.L., and J. Zimmerman. 1990. Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review* 65 (1): 131-156.
- Zang, A. 2012. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review* 87 (2): 675-703.