



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال هفتم / شماره بیست‌وهفتم / پاییز ۱۳۹۷

بررسی مقایسه‌ای مدیریت سود و نقدشوندگی سهام بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرا بورس ایران

مهدی مرادی

استاد گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، (نویسنده مسئول)
Mhd_moradi@um.ac.ir

سعید شایان نظر

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد
saeed.shayan07@yahoo.com

زکيه مرندی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی مشهد
zk.marandi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۲/۲۳ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۵/۰۳

چکیده

نقدشوندگی سهام از جمله عوامل تاثیر گذار بر تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه است. از سویی دیگر مدیریت سود با تاثیر گذاری بر محتوای اطلاعات منتشره شرکت‌ها، به طور غیر مستقیم تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. از این رو هدف از انجام این پژوهش بررسی مقایسه‌ای مدیریت سود و نقدشوندگی سهام بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران می‌باشد. پژوهش حاضر از نوع مطالعات توصیفی-همبستگی است. این پژوهش بر اساس اطلاعات منتشره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ شامل ۱۵۲ شرکت بoursی و ۳۵ شرکت فرابورسی انجام گرفته است. برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون رگرسیون داده‌های پانلی بهره گرفته شد، که تحلیل فرضیه‌ها با استفاده از نرم افزار آماری R صورت پذیرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان‌دهنده آن است که مدیریت سود واقعی در شرکت‌های عضو فرابورس بیشتر از شرکت‌های عضو بورس می‌باشد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که مدیریت سود تعهدی در شرکت‌های عضو فرابورس بیشتر از شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار است. در خصوص بررسی نقدشوندگی سهام در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران تفاوت معناداری مشاهده نگردید.

واژه‌های کلیدی: نقدشوندگی سهام، مدیریت سود واقعی، مدیریت سود تعهدی، فرابورس ایران.

۱- مقدمه

صورت‌های مالی مهم‌ترین منبع اشخاص برون‌سازمانی به‌ویژه سرمایه‌گذاران در دستیابی به اطلاعات موردنیاز است. از طرفی اعمال قضاوت توسط مدیران در تهیه صورت‌های مالی، نگرانی‌هایی را در مورد قابلیت اتکا سود حسابداری ایجاد کرده است. چنانچه مدیران از طریق اعمال اختیارات خود در زمینه‌های ارزش‌های حسابداری گزارشگری مالی انگیزه‌هایی برای گمراه کردن استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی داشته باشند، احتمال دست‌کاری یا مدیریت سود وجود دارد (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۲). مطالعات انجام‌شده در زمینه مدیریت سود، نشان‌دهنده وجود دو شیوه اصلی برای مدیریت سود است؛ در شیوه اول، مدیران می‌توانند سود را از طریق اقلام تعهدی اختیاری دست‌کاری نمایند. در شیوه دوم، مدیران از طریق فعالیت‌های واقعی اقدام به دست‌کاری سود می‌نمایند. برای مثال، سود گزارش‌شده می‌تواند به‌طور موقت از طریق تولید اضافی، حذف هزینه‌های اختیاری و یا به تأخیر انداختن آن‌ها و نیز کاهش قیمت‌ها در پایان سال به‌منظور انتقال فروش سال مالی آتی به سال جاری افزایش یابد. این دست‌کاری فعالیت‌های واقعی اشاره به مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی دارد (کیم و سوهن، ۲۰۰۸). مدیریت سود، می‌تواند منجر به کاهش کیفیت گزارشگری مالی گردد. از سوی دیگر وجود قوانین و نظارت‌های حاکم بر بازار سرمایه، به‌عنوان یکی از عناصر برون‌سازمانی حاکمیت شرکتی است که می‌تواند کیفیت گزارشگری مالی و رفتارهایی نظیر مدیریت سود را متأثر سازد (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۴).

یکی از موضوعات اساسی در سرمایه‌گذاری، میزان نقد شونددگی سهام است. قابلیت نقدشوندگی یک ورقه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. اوراق بهاداری که به‌طور روزانه و به‌دفعات مکرر معامله می‌شوند نسبت به اوراق بهاداری که به‌دفعات محدود یا کم معامله می‌شوند قابلیت نقدشوندگی بیشتر و درنهایت ریسک کمتری دارند (رضاپور، ۱۳۸۹). نقدشوندگی اوراق بهادار در بازار سرمایه یکی از مهمترین عوامل مؤثر بر کارکرد صحیح بازار است. عامل مذکور، موفقیت عرضه‌های اولیه را افزایش، فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش را کاهش و کشف قیمت را بهبود می‌بخشد، بازار سرمایه نقد، کارایی اطلاعاتی و تخصیصی را ارتقا می‌دهد (شیفر و ویشنی، ۱۹۹۲).

در بازار سرمایه ایران، دو نهاد بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در حال فعالیت می‌باشند؛ وظیفه اصلی بورس اوراق بهادار فراهم آوردن بازاری شفاف و منصفانه برای دادوستد عملیات بازار و فعالیت اعضای آن است. این در حالی است که وظیفه فرا بورس ایران، ساماندهی و هدایت بخشی از بازار سرمایه است که شرایط ورود به بورس اوراق بهادار را ندارد یا مایل است سریع‌تر وارد بازار شود. به همین علت، رویه‌های آن برای پذیرش به‌گونه‌ای است که شرکت‌ها با احراز حداقل شرایط و در سریع‌ترین زمان ممکن، امکان ورود به این بازار را می‌یابند و از مزایای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اوراق بهادار استفاده می‌کنند (قلی زاده و کارکن اشکیکی، ۱۳۹۳). به‌طورکلی ماهیت تشکیل این دو بازار متفاوت بوده و قوانین پذیرش و معاملات در بورس بسیار سخت‌گیرانه‌تر از فرابورس است.

با توجه به این تفاوت‌ها و تأثیرپذیری رفتارهایی چون مدیریت سود و نقد شونددگی از محیط فعالیت شرکت، به نظر می‌رسد که مدیریت سود و نقد شونددگی سهام در دو بازار بورس و فرابورس متفاوت باشد، زیرا که در واقع

محیط گزارشگری مالی، یکی از عناصری است که سطح مجاز اختیار گزارشگری را برای رسیدن به اهداف عملکردی مشخص می‌کند (ایوانس^۲ و همکاران، ۲۰۱۴). بنابراین به نظر می‌رسد برای تحلیل دقیق‌تر نتایج پیرامون مقایسه دو محیط فعال در بازار سرمایه، لازم است رابطه دو نوع مدیریت سود در این محیط‌ها نیز مورد بررسی قرار گیرد. از این رو به‌طور خلاصه، این پژوهش با در نظر گرفتن نوع رابطه مدیریت واقعی سود و مدیریت سود تعهدی باهم، در بازارهای بورس و فرابورس ایران به بررسی این مسئله می‌پردازد که آیا مدیریت سود و نقدشوندگی سهام در دو محیط فعالیت شرکت‌ها در ایران (از منظر فعال در بورس و یا فرابورس) باهم تفاوت معناداری دارد یا خیر؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در دو دهه اخیر، موضوع مدیریت سود بخش قابل توجهی از ادبیات تحقیقات در حوزه حسابداری را به خود اختصاص داده است. مفهوم مدیریت سود، در ابتدا با عنوان هموارسازی سود توسط هپ ورث^۳ (۱۹۵۳) ارائه و بعداً توسط گوردن^۴ (۱۹۶۴) معرفی شد. برای اولین بار توسط مک نیکولز^۵ (۱۹۸۸) عبارت «مدیریت سود» جایگزین عبارت «هموارسازی سود» شد. دی جورج و همکاران^۶ (۱۹۹۹)، مدیریت سود را نوعی دست‌کاری مصنوعی سود توسط مدیریت جهت دستیابی به سطوح مورد انتظار سود برای بعضی تصمیمات خاص تعریف می‌کنند. از نظر استرابل و تیوز^۷ (۲۰۰۹) مدیریت سود هنگامی رخ خواهد داد که مدیریت تلاش می‌کند تا تصویر مناسب‌تری از شرکت برای ذی‌نفعان ارائه دهد. به طور کلی مدیریت سود با انگیزه‌های مختلفی صورت می‌گیرد از جمله نیاز به تامین مالی (رومانوز^۸ و همکاران، ۲۰۰۸)، دستیابی به بازده سهام بالاتر (آجینکیا^۹ و همکاران، ۲۰۰۵؛ بارتو^{۱۰} و همکاران، ۲۰۰۲؛ متسونگا^{۱۱} و پارک^{۱۲}، ۲۰۰۱)، افزایش قیمت در عرضه نخستین سهام (ابراهیم کردلر و همکاران، ۱۳۸۵؛ هوگز^{۱۳} و همکاران، ۱۹۸۶)، عدم تخلف از قراردادهای بدهی (ثقفی و بهار مقدم، ۱۳۸۷؛ نوروش و همکاران، ۱۳۸۴)، افزایش پاداش (هلی^{۱۴}، ۱۹۸۵؛ موسس^{۱۵}، ۱۹۸۷؛ گودفری^{۱۶} و همکاران، ۱۹۹۹؛ خوش‌طینت و خانی، ۱۳۸۴) و انگیزه‌های درون شرکتی (متسونگا و پارک^{۱۷}، ۲۰۰۱). مدیریت سود، با هر انگیزه‌ای که صورت گیرد، می‌تواند به دو روش مدیریت سود از طریق دست‌کاری ارقام تعهدی^{۱۸} و مدیریت سود از طریق دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، توسط مدیریت به اجرا درآید. مدیریت سود تعهدی را مدیریت سود حسابداری نیز می‌گویند چراکه مدیریت از طریق ارقام تعهدی اختیاری به آرایش ارقام حسابداری مطابق با اهداف مطلوب خود می‌پردازد (دچو و اسکینر^{۱۹}، ۲۰۰۰). مدیریت سود حسابداری (ارقام تعدی) تأثیر مستقیمی بر وجه نقد شرکت ندارد (رویچوداری^{۲۰}، ۲۰۰۶). در حالی که مدیریت سود واقعی بر جریان‌های نقدی شرکت اثر مستقیم دارد، چرا که در مدیریت سود از طریق دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، مدیریت برای رسیدن به سطح سود مورد نظر، برخی فعالیت‌های تأثیرگذار بر سود را دست‌کاری می‌کند. دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، روی جریان وجه نقد (و برخی مواقع روی ارقام تعهدی) اثر مستقیم دارد (دچو و شراند^{۲۱}، ۲۰۰۴). مدیریت سود تعهدی از طریق انتخاب روش‌های حسابداری توسط مدیریت صورت می‌گیرد و با تغییر در فعالیت‌های عملیاتی همراه نیست در حالی که مدیریت سود واقعی با تغییر در عملیات اساسی به‌منظور افزایش سودهای دوره جاری

صورت می‌گیرد (گانی^{۲۲}، ۲۰۱۰). مهم‌ترین تفاوت بین مدیریت سود تعهدی و واقعی، زمان مدیریت سود است (یو^{۲۳}، ۲۰۰۸). مطالعات متعددی اثبات کرده‌اند که مدیران، مدیریت سود واقعی قبل از مدیریت سود حسابداری به کار می‌گیرند (به عنوان مثال زنگ^{۲۴}، ۲۰۰۷؛ ماستورا^{۲۵}، ۲۰۰۸؛ داوری نژاد و مقدم قوچانی، ۱۳۸۹؛ آقایی و همکاران، ۱۳۹۱؛ رحمانی و رامشه، ۱۳۹۲)، و بین مدیریت سود واقعی و حسابداری ارتباط متوالی وجود دارد (هاشمی و ربیعی^{۲۶}، ۲۰۱۱)، در حالی که برخی محققان استدلال داشتند مدیریت واقعی سود و مدیریت حسابداری سود به صورت هم‌زمان انجام می‌شوند (پرتوی و آبشیرینی، ۱۳۹۲). در بررسی اثر مدیریت سود واقعی بر عملکرد آتی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، نتایج مطالعه سعیدی و همکاران (۱۳۹۲) حاکی از آن بود که بین این دو عامل رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

دسته دیگری از پژوهش‌ها (یون^{۲۷}، ۲۰۰۵؛ ایورت و واگنهوفر^{۲۸}، ۲۰۰۵)، پیرامون مدیریت سود نیز بر تأثیر تفاوت محیط فعالیت و یا تأثیر تغییر در قوانین محیط گزارشگری مالی، بر مدیریت سود پرداخته‌اند و نشان دادند که تفاوت در قوانین و شرایط محیط فعالیت شرکت‌ها می‌تواند مدیریت سود در آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهد و غالباً شرکت‌های فعال در محیط‌های سخت‌گیرانه‌تر، به مدیریت سود واقعی بیشتر از مدیریت اقلام تعهدی اختیاری می‌پردازند. به عنوان مثال ایوانس^{۲۹} و همکاران (۲۰۱۴) چنین استدلال کردند که مدیریت سود از محیط فعالیت تأثیر می‌پذیرد و یکی از عناصری که سطح مجاز اختیار گزارشگری را برای رسیدن به اهداف عملکردی مشخص می‌کند محیط گزارشگری مالی خواهد بود. مدیران در صورت وجود استانداردهای سخت‌گیرانه، به جای استفاده از مدیریت حسابداری سود، مدیریت واقعی سود را به کار می‌گیرند (ایورت و واگنهوفر، ۲۰۰۵). در تحقیق دیگری چنین استدلال شد که مدیران با وجود استانداردهای حسابداری سخت‌گیرانه، تنها زمانی از مدیریت سود حسابداری به دست‌کاری فعالیت‌های واقعی روی می‌آورند که سرمایه‌گذاران نهادی یک افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت داشته باشند. در مقابل زمانی که مدیران توسط سرمایه‌گذاران نهادی با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت نظارت شوند، چنین رفتاری را اعمال نمی‌کنند (یو، ۲۰۰۸). گارسیا لارا و گارسیا اوسما^{۳۰} (۲۰۱۲)، در پژوهشی نشان دادند که یک رابطه منفی بین محافظه‌کاری و دست‌کاری اقلام تعهدی و یک رابطه مثبت بین محافظه‌کاری و مدیریت سود واقعی را نشان می‌دهد. محفوظی و یگانه، (۱۳۹۴) به بررسی مدیریت سود در شرکت‌های دارای عرضه اولیه پرداختند و نتیجه گرفتند که بین مدیریت سود و شرکت‌های دارای عرضه اولیه ارتباط معناداری وجود دارد. در بررسی مدیریت سود در شرکت‌های بورسی و فرابورسی یون (۲۰۰۵) دریافت که شرکت‌های فرا بورسی، نسبت به شرکت‌های بورسی، تمایل بیشتری به دست‌کاری سود برای اجتناب از زیان‌دارند. همچنین قلی زاده و کارکن اشکیکی (۱۳۹۳)، در پژوهشی به مطالعه تطبیقی مؤلفه‌های گزارشگری شرکت‌ها در بورس و فرابورس با استفاده از آزمون تفاوت میانگین پرداختند و دریافتند که در کیفیت گزارشگری مالی (کیفیت اقلام تعهدی) بین بورس و فرابورس تفاوت معناداری وجود دارد؛ به عبارت دیگر کیفیت گزارشگری مالی در فرابورس نسبت به بورس بیشتر است.

یکی از مهم‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقد شوندگی است. نقدشوندگی یکی از ابعاد مهم فرآیند تخصیص بهینه منابع به شمار می‌آید. نقدشوندگی موفقیت عرضه‌های اولیه را افزایش، فاصله بین قیمت‌های

پیشنهادی خرید و فروش را کاهش و کشف قیمت را بهبود می بخشد، بازار سرمایه نقد کارایی اطلاعاتی و تخصیصی را ارتقا می دهد. (شیفر و ویشنی^{۳۱}، ۱۹۹۲). یافته‌های تجربی جدید که مبتنی بر تئوری های مالی جدید (مالی رفتاری) است، نشان دادند که سرمایه گذاران، سهام نقد شونده را به دلیل هزینه معاملات کمتر به سهام دیگر ترجیح داده و حاضرند برای آن سهام، صرف بیشتری پرداخت نمایند و از آنجایی که بین نقدشوندگی سهام و هزینه انجام معاملات ارتباط وجود دارد و هزینه سرمایه تابعی از ساختار سرمایه است بنابراین انتظار می رود نقدشوندگی بر عملکرد شرکت تاثیرگذار باشد (مارک^{۳۲} و همکاران، ۲۰۰۹). آمیهود و مندلسن^{۳۳} در تحقیق خود در سال ۱۹۸۶ به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها تمایل دارند تا سیاست‌هایی را در پیش گیرند تا نقد شوندگی سهام شرکت افزایش یابد، زیرا نقد شوندگی باعث افزایش بازده و ارزش شرکت می‌گردد. اگاروال^{۳۴} (۲۰۰۸) به مطالعه رابطه بین مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام از دو منظر کژ گزینی و کارایی اطلاعاتی پرداخته است. نتیجه کلی حاکی از آن بود که رابطه غیرخطی بین مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهم وجود دارد. روبین^{۳۵} (۲۰۰۷) نیز نشان داد که این نهادها هستند که بر نقد شوندگی سهام تأثیر مشهود و قابل توجهی اعمال می‌کنند و نقد شوندگی سهام با سطح مالکیت نهادی رابطه مستقیم و با تمرکز مالکیت نهادی رابطه معکوس دارد. در مطالعه ای دیگر چنین استدلال شد که بین سطح مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام رابطه مستقیم وجود دارد ولی بین تمرکز مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام رابطه معکوس وجود دارد (رحمانی و رضا پور، ۱۳۸۹). اما ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) در تحقیق خود اظهار داشتند که بین پراکندگی (تمرکز) مالکیت و نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. چردیا^{۳۶} و همکاران (۲۰۰۸) نیز در پژوهشی با عنوان «نقد شوندگی و کارایی بازار» دریافتند زمانی که فاصله‌ی قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش محدودتر می‌شوند این قابلیت پیش‌بینی بازده کمتر می‌شود. به عقیده آن‌ها در یک بازار کارا، پیش‌بینی بازده از اطلاعات گذشته دارای کمترین کارایی است. نتایج مطالعه انصاری و همکاران (۱۳۹۳) نشان داد میان مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی با عدم نقد شوندگی سهام ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

- **فرضیه اول:** بین میزان مدیریت واقعی سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، تفاوت معناداری وجود دارد.
- **فرضیه دوم:** بین میزان مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، تفاوت معناداری وجود دارد.
- **فرضیه سوم:** بین میزان نقد شوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، تفاوت معناداری وجود دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

مطالعه حاضر از لحاظ هدف، جزء مطالعات کاربردی، و بر اساس چگونگی به دست آوردن داده‌های مورد نیاز از نوع توصیفی-همبستگی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس در فاصله سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می‌باشد، که دارای شرایط زیر باشند:

- ۱) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ در دسترس باشد؛
- ۲) شرکت‌های نمونه، جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند؛
- ۳) دوره مالی آن‌ها به پایان اسفندماه منتهی شود؛
- ۴) طی دوره زمانی تحقیق، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند؛ و
- ۵) وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد.

در نهایت با اعمال شرایط فوق تعداد ۱۵۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار و ۳۵ شرکت عضو فرابورس به روش حذفی سیستماتیک جهت تحلیل فرضیه‌ها تعیین شدند. در این پژوهش به منظور جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری تحقیق، از شیوه کتابخانه‌ای با مطالعه کتب، نشریات، مقالات و وب‌سایت بهره گرفته شد. همچنین داده‌ها و اطلاعات مالی مورد نیاز برای تحلیل فرضیه‌ها با استفاده از اطلاعات موجود در بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران (ره‌آورد نوین) و صورت‌های مالی مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه گردآوری شده است. در پژوهش حاضر به منظور توصیف متغیرهای پژوهش از آماره‌های توصیفی میانگین، انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقدار استفاده شده است. به منظور تحلیل فرضیه‌های تحقیق از آزمون حداقل مربعات معمولی (OLS) و یا داده‌های پانلی بهره گرفته شد. برای تعیین استفاده از مدل داده‌های پانلی یا مدل داده‌های تلفیقی از آزمون F لیمر، و سپس جهت تعیین داده‌های پانلی با اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌گردد. همچنین جهت تشخیص داده‌های ادغام شده یا داده‌های ثابت از آزمون قابلیت زمان و مکان (بروش پاگان) و در نهایت جهت بررسی وجود خود همبستگی از آزمون بروش گادفری و متناسب با آن از آزمون دیکی فولر (ایستایی) و ناهمسانی واریانس بهره گرفته می‌شود. به منظور تحلیل فرضیه‌های تحقیق از نرم‌افزار صفحه گسترده EXCEL و نرم‌افزار R بهره گرفته شد.

۵- مدل‌های تحقیق و نحوه اندازه‌گیری متغیرها

مدل‌های مربوط به هر یک از فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود.

$$REM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OTC_{i,t} + \alpha_2 LOSS_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 AUD_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۱)}$$

مدل (۱) مربوط به آزمون فرضیه اول تحقیق است و وجود رابطه معنادار بین شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران را از منظر مدیریت واقعی سود مورد بررسی قرار می‌دهد.

$$DACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OTC_{i,t} + \alpha_2 LOSS_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 AUD_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

در مدل (۲)، فرضیه دوم تحقیق مبنی بر تفاوت معنادار بین شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران از منظر مدیریت تعهدی سود مورد بررسی قرار می‌گیرد.

$$To = \alpha_0 + \alpha_1 OTC_{i,t} + \alpha_2 LOSS_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

در مدل (۳) فرضیه سوم تحقیق مبنی بر تفاوت معنادار بین شرکت‌های بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران را از منظر نقدشوندگی سهام بررسی می‌شود. متغیرهای ارائه شده در هریک از مدل‌های فوق در ادامه تشریح شده‌اند.

REM: مدیریت واقعی سود می‌باشد که به عنوان متغیر وابسته تحقیق در نظر گرفته شد. در این تحقیق از ۴ معیار جریان نقد غیرعادی، تولید غیرعادی، هزینه‌های اختیاری غیرعادی و معیار تجمیع شده از ۳ معیار قبل، به عنوان معیار مدیریت واقعی سود استفاده شده است. مشابه پژوهشات روچودری (۲۰۰۶)، ژانگ (۲۰۰۸) و یو (۲۰۰۸) برای محاسبه مدیریت سود بر مبنای جریانهای نقدی غیر عادی از رابطه (۱)، مدیریت سود مبتنی بر تولید غیر عادی از رابطه (۲) و مدیریت سود مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی از رابطه (۳) به شرح زیر بهره گرفته شد. که باقیمانده هر مدل به عنوان معیار مدیریت سود واقعی (REM)، در نظر گرفته می‌شود.

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در این رابطه A کل دارایی‌ها، CFO جریان نقد عملیاتی، و S فروش شرکت می‌باشد.

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \delta_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در این رابطه PROD نشان دهنده هزینه تولید شرکت i در پایان سال t که برابر است با بهای تمام شده کالای فروش رفته به اضافه تغییرات در موجودی کالا، و $\Delta S_{i,t-1}$ تغییرات فروش شرکت i در پایان سال t-1 است.

$$\frac{DISX_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \lambda_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این رابطه نیز DISX هزینه‌های اختیاری شرکت i در پایان سال t است که برابر با هزینه‌های عمومی، اداری و فروش (تبلیغات و بازاریابی) می‌باشد.

DACC: مدیریت سود تعهدی که به عنوان دومین متغیر وابسته تحقیق، از قدر مطلق ارقام تعهدی اختیاری حاصل از مدل تعدیل‌شده جونز به شرح رابطه ۴ بدست می‌آید.

$$\left(\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

در این رابطه TA مجموعه ارقام تعهدی، A مجموع دارایی‌ها، REV مجموع درآمد، PPE اموال ماشین آلات و تجهیزات، REC معرف حساب‌های دریافتی می‌باشد.

TO: میزان نقد شوندگی سهام است که به عنوان متغیر وابسته تحقیق با استفاده از فرمول نسبت گردش سهام که عبارتند از حجم معاملات سهام شرکت تقسیم بر تعداد سهام شرکت قابل محاسبه است که به شرح رابطه ۵ می‌باشد.

$$To = \frac{V}{N} \quad \text{رابطه (۵)}$$

در این رابطه V حجم معاملات سهام و N تعداد سهام شرکت است.

OTC: متغیر مستقل پژوهش حاضر است که شامل شرکت‌های عضو فرابورس می‌باشد. در صورتی که شرکت عضو فرابورس باشد مقدار یک و در غیر این صورت (شرکت عضو بورس اوراق بهادار) مقدار صفر لحاظ می‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی پژوهش حاضر، به شرح زیر است:

LOSS: متغیر زیان ده بودن شرکت که مقدار یک برای شرکت‌های زیان ده و مقدار صفر برای شرکت‌های سود ده لحاظ می‌شود.

SIZE: اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی فروش شرکت محاسبه می‌گردد.

GROWTH: رشد شرکت که تغییر در فروش شرکت نسبت به سال قبل است.

AUD: کیفیت حسابرسی که مقدار یک برای شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده اند و مقدار صفر برای سایر شرکت‌ها.

ROA: بازده دارایی‌ها که عبارت است از سود خالص پس از کسر مالیات تقسیم بر کل دارایی.

LEV: اهرم مالی که حاصل مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها می‌باشد.

۵- یافته‌های پژوهش

جدول ۱ نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. میانگین مدیریت سود ناشی از اقلام تعهدی در این جدول برابر ۰/۰۴۳۹ می‌باشد در حالی که این متغیر در میان شرکت‌های فرابورسی رقمی معادل ۰/۰۵۵ را نشان می‌دهد که بیانگر آن است که شرکت‌های فرابورسی دارای مدیریت سود ناشی از اقلام تعهدی بیشتری از لحاظ آمار توصیفی هستند که می‌توان آن را ناشی از اعمال کنترل‌های کمتری از سوی سازمان بورس بر شرکت‌های فرابورسی نسبت به شرکت‌های بورسی دانست. همچنین انحراف معیار مدیریت سود تعهدی برای شرکت‌های بورسی ۰/۰۳۵ می‌باشد که در مقابل رقم مشابه برای شرکت‌های فرابورسی که ۰/۰۲۰ است بسیار کمتر است.

به‌طور مشابه برای مدیریت سود ناشی از فعالیت‌های واقعی بر مبنای جریان نقد غیرعادی و تولید غیرعادی نیز تحلیل فوق‌الذکر مصداق دارد؛ اما در خصوص مدیریت سود ناشی از فعالیت‌های واقعی مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی این نکته وجود دارد که میانگین شرکت‌های بورسی ۰/۰۹۷ بیشتر از فرابورسی ۰/۰۷۲ می‌باشد. نقد شوندگی سهام برای شرکت‌های بورسی دارای میانگین ۰/۲۷۷ می‌باشد که در مقایسه با شرکت‌های فرابورسی که معادل ۰/۴۰۴ می‌باشد، کمتر است.

جدول ۱- نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرکت‌های فرابورس			شرکت‌های عضو بورس			نوع شرکت	
بیشترین	کمترین	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	میانگین	آماره
۰/۹۷۷	۰/۰۲۶	۰/۱۰۵	۰/۱۷۶	۰/۳۷۸	۰/۰۰۳	۰/۰۲۹	مدیریت سود واقعی مبتنی بر جریان نقد غیرعادی
۷/۴۲۲	۰/۲۶۲	۱/۵۶۳	۱/۳۰۱	۶/۲۳۶	۰/۰۰۳	۰/۶۹۷	مدیریت سود واقعی مبتنی بر تولید غیرعادی
۰/۴۸۴	۰/۰۰۰۱	۰/۰۷۵	۰/۰۷۲	۰/۴۱۵	۰/۰۰۴	۰/۰۵۳	مدیریت سود واقعی مبتنی بر هزینه اختیاری غیرعادی
۱/۲۷۱	۰/۰۴۵	۰/۰۲۱	۰/۰۵۵	۰/۲۵۶	۰/۰۰۰	۰/۰۳۵	مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی
۳/۸۶۳	۰/۰۰۲	۰/۵۸۰	۰/۴۰۴	۳/۰۷۱	۰/۰۰۰۲	۰/۳۹۶	نقدشوندگی
۱۴/۱۴۱	۱۰/۳۵۴	۰/۷۹۶	۱۲/۳۱۹	۱۴/۱۹۲	۱۰/۴۰۱	۰/۷۰۱	اندازه شرکت
۰/۷۴۰	۰/۰۸۴	۰/۱۵۸	۰/۱۶۷	۰/۷۹۳	-۰/۲۴۷	۰/۱۲۶	نرخ بازده دارایی‌ها
۱/۶۱۲	۰/۰۱۲	۰/۲۷۰	۰/۶۰۲	۰/۹۹۶	۰/۰۹۶	۰/۱۸۶	اهرم مالی

• نتایج مدل اول بر مبنای مدیریت سود واقعی مبتنی بر جریان های نقدی غیر عادی

جدول ۲ نتایج تشخیص مدل اول تحقیق بر مبنای مدیریت سود واقعی جریان های نقدی غیر عادی را نشان می دهد. با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون F لیمر کمتر از ۰/۰۵ است استفاده از روش پانلی مناسب می باشد. نتایج آزمون هاسمن، داده های با اثرات تصادفی را مناسب می داند. برای آزمون مدل داده های ادغام شده در مقابل آثار تصادفی از آزمون بروش پاگان استفاده شده است. نتایج حاصل از آن مدل داده های ادغام شده را نشان می دهد. در نهایت نتایج آزمون بروش گادفری حاکی از آن است که خود همبستگی سریالی وجود دارد بنابراین از روش پانلی تعمیم یافته داده های ادغام شده برای برازش مدل می شود.

جدول ۲- نتایج تشخیص مدل شماره ۱ بر مبنای مدیریت سود واقعی مبتنی بر جریانهای نقدی غیرعادی

آزمون	آماره	P-مقدار	نتیجه آزمون
F لیمر	۲/۵۷۵	<۰/۰۰۱	روش پانلی
آزمون هاسمن	۴/۶۹۶	۰/۵۸۳	روش اثرات تصادفی
بروش پاگان	۱/۳۰۹	۰/۱۹۰	داده های ادغام شده
بروش گادفری	۶۱/۰۷۷	<۰/۰۰۱	خود همبستگی سریالی وجود دارد.

جدول ۳ نتایج تخمین مدل را نشان می دهد. با توجه به جدول فوق P مقدار متغیر OTC کوچک تر از ۰/۰۵ است بنابراین در سطح خطای ۵ درصد می توان گفت که مدیریت سود واقعی مبتنی بر جریان نقد غیرعادی در شرکت های فرابورس با بورس تفاوت معنی داری دارد و چون ضریب مربوط به آن برابر ۰/۰۳۸ است که مثبت است نشان می دهد که مدیریت سود واقعی در فرابورس از بورس بیشتر است، بنابراین فرضیه اول پژوهش با مدیریت سود مبتنی بر جریان نقد غیر غیرعادی مورد پذیرش قرار می گیرد.

جدول ۳- نتایج برازش مدل ۱ به روش رگرسیون پانلی تعمیم یافته داده های ادغام شده

متغیرها	ضرایب رگرسیون	خطای معیار	آماره t	P-مقدار
مقدار ثابت	-۰/۰۵۳	۰/۱۱۳	-۰/۴۷۲	۰/۶۳۷
OTC	۰/۰۳۸	۰/۰۱۶	۲/۳۹۱	۰/۰۱۶
LOSS	۰/۰۰۸	۰/۰۱۸	۰/۴۸۲	۰/۶۳۰
SIZE	-۰/۰۱۵	۰/۰۱۱	۱/۳۸۶	۰/۱۶۵
GROWTH	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۹	-۰/۶۵۷	۰/۵۱۰
AUD	-۰/۰۲۷	۰/۰۱۲	-۲/۱۸۵	۰/۰۲۸
ROA	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۵	۱/۲۸۷	۱/۱۹۸
LEV	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۳	۰/۸۱۱	۰/۴۱۷

- نتایج مدل اول بر مبنای مدیریت سود واقعی مبتنی بر تولید غیرعادی همچنان که نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد با توجه به سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ برای همه آزمون‌های تشخیصی مدل، روش پانلی با اثرات ثابت مناسب است. همچنین وجود خود همبستگی سریالی حاکی از ارجحیت روش پانلی تعمیم‌یافته اثرات ثابت برای برازش مدل می‌شود.

جدول ۴- نتایج تشخیص مدل شماره ۱ بر مبنای مدیریت سود واقعی مبتنی بر تولید غیرعادی

آزمون	آماره	P-مقدار	نتیجه آزمون
F لیمر	۴/۶۹۴	<۰/۰۰۱	روش پانلی
آزمون هاسمن	۴۳/۳۱۷	<۰/۰۰۱	روش اثرات ثابت
بروش پاگان	۴۱/۴۹۱	<۰/۰۰۱	داده‌ها با اثرات ثابت
بروش گادفری	۶۱/۸۸۸	<۰/۰۰۱	خود همبستگی سریالی وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول ۵، سطح معناداری OTC کمتر از ۰/۰۵ و ضریب مربوط به آن مثبت است بنابراین می‌توان استدلال کرد که مدیریت سود واقعی مبتنی بر تولید غیرعادی در شرکت‌های فرا بورس با بورس تفاوت معنی‌داری دارد و در فرا بورس از بورس بیشتر است. بنابراین فرضیه اول پژوهش با مدیریت سود مبتنی بر تولید غیرعادی مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

جدول ۵- نتایج برازش مدل ۱ به روش رگرسیون پانلی تعمیم‌یافته اثرات ثابت

متغیرها	ضرایب رگرسیون	خطای معیار	آماره t	P-مقدار
مقدار ثابت	۰/۰۴۴	۰/۰۶۸	۰/۶۴۵	۰/۵۱۹
OTC	۰/۰۹۱	۰/۰۱۰	۸/۳۲۲	<۰/۰۰۱
LOSS	۰/۰۱۲	۰/۰۱۰	۱/۱۷۲	۰/۲۴۱
SIZE	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۶	-۰/۷۲۲	۰/۴۷
GROWTH	۰/۰۱۰	۰/۰۰۵	۲/۰۸۶	۰/۰۳۷
AUD	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۷	-۱/۵۳۹	۰/۱۲۴
ROA	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۳	۴/۲۶۳	<۰/۰۰۱
LEV	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	-۰/۲۰۸	۰/۸۳۵

- نتایج مدل اول بر مبنای مدیریت سود واقعی مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی نتایج جدول ۶ حاکی از مناسب بودن روش پانلی اثرات تصادفی می‌باشد. همچنین چون مدل خود همبستگی سریالی دارد بنابراین از روش پانلی تعمیم‌یافته اثرات تصادفی برای برازش مدل استفاده شده است.

جدول ۶- نتایج تشخیص مدل شماره ۱ بر مبنای مدیریت سود واقعی مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی

آزمون	آماره	P-مقدار	نتیجه آزمون
F لیمر	۳/۸۳۱	<۰/۰۰۱	روش پانلی
آزمون هاسمن	۳/۸۱۲	۰/۷۰۲	روش اثرات تصادفی
بروش پاگان	۴۱/۴۹۱	<۰/۰۰۱	داده‌ها با اثرات ثابت
بروش گادفری	۱۶۶/۶۱	<۰/۰۰۱	خود همبستگی سریالی وجود دارد.

در نتایج جدول ۷ با توجه اینکه ضریب متغیر OTC (شرکت‌های فرابورس) با مقدار ۰/۰۱۲، مثبت و سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه اول پژوهش با مدیریت سود مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی مورد پذیرش قرار می‌گیرد و استدلال می‌شود مدیریت سود واقعی مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی در شرکت‌های فرابورس با بورس تفاوت معنی‌دار و در فرابورس از بورس بیشتر است.

جدول ۷- نتایج برازش مدل ۱ به روش پانلی تعمیم‌یافته اثرات تصادفی

متغیرها	ضرایب رگرسیون	خطای معیار	آماره t	P-مقدار
مقدار ثابت	-۰/۰۱۰	۰/۰۳۵	-۰/۳۰۴	۰/۷۶۱
OTC	۰/۰۱۲	۰/۰۰۵	۲/۳۷۳	۰/۰۱۷
LOSS	۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	۱/۶۵۰	۰/۰۹۹
SIZE	۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	۱/۰۶۸	۰/۲۸۵
GROWTH	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	-۰/۳۵۷	۰/۷۲۱
AUD	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	-۰/۳۸۲	۰/۷۰۲
ROA	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۱۰	۰/۵۴۱
LEV	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۴۵	۰/۶۵۶

• نتایج مدل دوم بر مبنای مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی

در جدول ۸ با توجه به نتایج آزمون‌های لیمر و هاسمن و با نظر به این عامل که خودهمبستگی سریالی وجود ندارد لذا آزمون ایستایی به منظور تشخیص مدل صورت گرفته است و با توجه به نتایج آزمون مذکور، چون ایستایی برقرار است از مدل پانلی اثرات تصادفی برای برازش مدل استفاده می‌کنیم.

در نتایج جدول ۹ با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر OTC کمتر از ۰/۰۵ و مثبت بودن ضریب آن، بنابراین مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی در شرکت‌های فرابورس با بورس از تفاوت معناداری برخوردار است و مدیریت سود تعهدی در شرکت‌های فرابورسی بیشتر است، از این رو فرضیه دوم پژوهش تایید می‌گردد.

جدول ۸- نتایج تشخیص مدل ۲ بر مبنای مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی

آزمون	آماره	P-مقدار	نتیجه آزمون
F لیمر	۱/۳۳۴	۰/۰۰۵	روش پانلی
آزمون هاسمن	۲/۲۸۳	۰/۸۹۱	روش اثرات تصادفی
بروش پاگان	۵۱/۰۵۷	<۰/۰۰۱	داده های با اثرات ثابت
بروش گادفری	۰/۰۳۶	۰/۸۴۹	خود همبستگی سریالی وجود ندارد.
ایستایی	-۸/۶۹۵	۰/۰۱	ایستایی وجود دارد.

جدول ۹- نتایج برازش مدل ۲ به روش رگرسیون پانلی تعمیم یافته اثرات تصادفی

متغیرها	ضرایب رگرسیون	خطای معیار	آماره t	P-مقدار
مقدار ثابت	-۰/۰۱۰	۰/۰۳۵	-۰/۳۰۴	۰/۷۶۱
OTC	۰/۰۱۲	۰/۰۰۵	۲/۳۷۳	۰/۰۱۷
LOSS	۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	۱/۶۵۰	۰/۰۹۹
SIZE	۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	۱/۰۶۸	۰/۲۸۵
GROWTH	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	-۰/۳۵۷	۰/۷۲۱
AUD	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	-۰/۳۸۲	۰/۷۰۲
ROA	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۱۰	۰/۵۴۱
LEV	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۴۵	۰/۶۵۶

• نتایج مدل سوم مبتنی بر نقدشوندگی سهام

در نتایج جدول ۱۰ با توجه به اینکه خودهمبستگی سریالی وجود دارد بنابراین با استفاده از آزمون بروش پاگان ناهمسانی واریانس ها بررسی می شود و چنانچه مدل دارای ناهمسانی واریانس باشد از مدل تعمیم یافته استفاده می کنیم. با توجه به نتایج حاصله چون مدل دارای ناهمسانی واریانس است بنابراین از روش پانلی تعمیم یافته اثرات ثابت برای برازش مدل استفاده می کنیم.

جدول ۱۰- نتایج تشخیص مدل ۳ بر مبنای نقد شوندگی سهام

آزمون	آماره	P-مقدار	نتیجه آزمون
F لیمر	۴/۲۰۴	<۰/۰۰۱	روش پانلی
آزمون هاسمن	۹۳/۷۵۹	<۰/۰۰۱	روش اثرات ثابت
بروش پاگان	۴/۰۰۵	<۰/۰۰۱	داده های ثابت
بروش گادفری	۰/۹۴۳	۰/۳۳۱	خود همبستگی سریالی وجود ندارد.
ناهمسانی واریانس ها	۳۲/۶۸۵	<۰/۰۰۱	ناهمسانی واریانس وجود دارد

جدول ۱۱ نتایج حاصل از بررسی فرضیه سوم تحقیق مبنی بر مقایسه نقد شونددگی سهام در شرکت هاس عضو بورس اوراق بهادار و عضو فرابورس را مورد بررسی قرار می‌دهد. همچنان که نتایج نشان می‌دهد متغیر نقد شونددگی سهام با مقدار ضریب رگرسیونی ۰/۱۲۱ و سطح معناداری ۰/۰۵ حاکی از آن است که در سطح خطای ۵ درصد نقدشونددگی سهام بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و شرکت‌های فرابورس تفاوت معنی‌داری ندارد؛ از این رو فرضیه سوم پژوهش قابل پذیرش نیست.

جدول ۱۱- نتایج برازش نهایی مدل ۳

متغیرها	ضرایب رگرسیون	خطای معیار	آماره t	P-مقدار
مقدار ثابت	۱/۴۶۲	۰/۴۱۷	۳/۵۰۳	۰/۰۰۰
OTC	۰/۱۲۱	۰/۰۶۲	۱/۹۵۲	۰/۰۵۰
LOSS	-۰/۰۰۴	۰/۰۵۹	-۰/۰۷۷	۰/۹۳۸
SIZE	-۰/۱۳۰	۰/۰۴۰	-۳/۲۴	۰/۰۰۱
Growth	۰/۱۱۷	۰/۰۲۹	۳/۹۲۲	۰/۰۰۰
ROA	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۶۵۷	۰/۰۹۷
LEV	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۲/۳۶۷	۰/۰۱۴۷

۷- نتیجه‌گیری و بحث

سودهای گزارش‌شده شرکت‌ها همواره به‌عنوان یکی از معیارهای تصمیم‌گیری مالی مطرح بوده است و تحلیلگران مالی، عموماً سود را به‌عنوان یک عامل برجسته در بررسی‌ها و قضاوت‌های خود مدنظر قرار می‌دهند؛ بنابراین قبول پیامدهای اقتصادی گزارشگری سود، امری اجتناب‌ناپذیر به نظر می‌رسد؛ و مقایسه مدیریت سود در دو بازار سرمایه ایران می‌تواند شناخت و سطح آگاهی از بازارهای سرمایه را افزایش داده و در نتیجه به تشکیل پرتوهای سرمایه و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه‌تر کمک نماید. از این رو مطالعه حاضر به بررسی مقایسه‌ای مدیریت سود و نقد شونددگی سهام در دو بازار بورس و فرابورس پرداخته است.

یافته‌های حاصل از تحقیق حاکی از تفاوت معنادار مدیریت واقعی سود در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران با سه حالت مدیریت سود واقعی بر مبنای جریان نقد غیرعادی، تولید غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی بود. بدین معنا که مدیریت واقعی سود در هر سه حالت در شرکت‌های فرابورسی بیشتر از شرکت‌های عضو بورس می‌باشد. نتیجه حاصل شده می‌تواند ناشی از مواردی مانند عرضه اولیه بودن نمونه شرکت‌های فرابورس و یا حساسی بیشتر شرکت‌های بورس نسبت به شرکت‌های فرابورسی توسط سازمان حساسی باشد.

در بررسی شرکت‌های مورد بررسی در مطالعه حاضر از مجموع ۱۵۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تعداد ۵۳ شرکت توسط سازمان حساسی و ۹۹ شرکت توسط سایر موسسات حساسی بخش خصوصی حساسی

شده اند. از طرف دیگر از ۳۵ شرکت عضو فرابورس، تعداد ۹ شرکت توسط سازمان حسابرسی و ۲۶ شرکت توسط سایر موسسات بخش خصوصی حسابرسی شده بودند. لذا تعداد شرکت های فرابورسی که حسابرسی آنان توسط سازمان حسابرسی صورت گرفته است نسبت به تعداد شرکت های عضو بورس که حسابرسی آنان توسط سازمان حسابرسی، صورت گرفته است کمتر است، با توجه به آمار فوق چنین استدلال می شود که یکی از دلایل تفاوت در مدیریت سود، در حسابرس این شرکتها باشد.

همچنین از دلایل دیگر تفاوت مدیریت سود در شرکت های عضو بورس و فرابورس می توان به شرایط پذیرش در دو بازار اشاره داشت. فرابورس ایران با ساختار و جایگاه قانونی مشابه بورس ولی با شرایط پذیرش و معامله ساده تر ایجاد گردید تا حوزه شمول بازار سرمایه کشور را گسترش دهد (سلطانی، ۱۳۹۳). در فرابورس ایران، رویه‌های پذیرش شرکت‌ها و تنوع شرایط پذیرش به گونه ای است تا شرکت‌ها با احراز حداقل شرایط و در سریع ترین زمان ممکن، امکان ورود به بازار را داشته و از کلیه مزایای شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار استفاده کنند، و این در حالی است که در عضویت در بورس اوراق بهادار شرایط به گونه دیگری است و وجود قوانین سخت گیرانه تر در بورس اوراق بهادار و نظارت بیشتر در پذیرش این شرکت ها امکان مدیریت سود در این شرکتها را تا حدود زیادی محدود می نماید (اصلاحیه دستورالعمل پذیرش در بورس و فرابورس ایران، ۱۳۹۰). همچنین به موجب قوانین بورس، تمامی معاملات اوراق بهادار در بورس در صورت قطعیت بایستی به تایید بورس برسند در مقابل در مقررات ناظر بر فرابورس با عباراتی دیگر از امکان عدم تایید معاملات در موارد معین سخن به میان آورده اند (سلطانی، ۱۳۹۳). لذا وجود چنین شرایطی به عنوان دلیلی دیگر از مدیریت سود بیشتر در شرکت های فرابورسی می باشد.

سایر نتایج حاکی از وجود تفاوت معنادار بین مدیریت سود بر مبنای تعهدی در شرکت‌های عضو بورس و فرابورس بود، که نشان از آن دارد مدیریت سود تعهدی اقلام اختیاری در شرکت های فرابورسی بیشتر از شرکت های عضو بورس اوراق بهادار می باشد. در نهایت چنین استدلال شد که نقدشوندگی سهام بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و فرابورس تفاوت معنی داری ندارد. عدم وجود تفاوت معنادار بین این دو را می توان ناشی از معامله پذیر بودن هر دو این قبیل شرکت‌ها در تابلوهای بورس اوراق بهادار تهران دانست و همچنین سرمایه‌گذاران اغلب بدون حساسیت خاصی نسبت به بورس یا فرابورس بودن شرکت اقدام به معامله سهام شرکت مورد نظر می نمایند. با توجه به نتایج حاصل شده سازمان بورس اوراق بهادار، می تواند با شناسایی رفتار مدیران شرکت‌های بورسی و فرابورسی، رویکرد بهتری در سیاست‌گذاری‌ها و نظارت‌های خود در جهت کنترل مدیریت سود شرکت‌ها و افزایش شفافیت آن‌ها داشته باشد.

با توجه به اینکه در این تحقیق به مقایسه مدیریت سود و نقد شوندگی در شرکت‌های بورسی و فرابورسی پرداخته شد به تحقیقات آتی پیشنهاد می گردد به مقایسه سودآوری و شفافیت اطلاعات بین این دو گروه شرکت ها پردازند. همچنین آن ها می توانند نقد شوندگی سهام را با استفاده از سایر مدل ها از جمله مدل آمیهود مورد بررسی قرار دهند.

ضمناً مطالعه حاضر با محدودیت‌هایی مواجه بود. در این تحقیق برای محاسبه مدیریت سود از مدل تعدیل‌شده جونز استفاده شده است و این در حالی است که استفاده از سایر مدل‌ها ممکن است نتایج متفاوت تری را حاصل نماید. از آنجاکه این پژوهش برای شرکت‌های پذیرفته‌شده برای سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ انجام شده است؛ بنابراین، استفاده‌کنندگان از نتایج این پژوهش باید در تعمیم این نتایج به سایر شرکت‌ها و زمان‌ها محتاطانه عمل نمایند.

فهرست منابع

- * ابراهیمی کردلر، علی، و حسنی آذر داریانی، الهام. (۱۳۸۵). "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۵، ۳-۲۳.
- * انصاری، عبدالمهدی، خورشیدی، علیرضا، و شیرزاد، علی. (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و واقعی سود بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۱(۳)، ۴۱-۵۴.
- * انصاری، عبدالمهدی، دری سده، مصطفی و شیرزاد، علی. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر محافظه کاری بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، مدیریت واقعی سود و سطح کلی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". حسابداری مدیریت، ۶(۱۹)، ۶۱-۷۸.
- * ایزدی نیا، ناصر، و رسائیان، امیر. (۱۳۸۹). "پراکندگی مالکیت و نقد شوندگی سهام"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۶۰)، ۳-۲۲.
- * ایزدی نیا، ناصر، دری سده، مصطفی، و نرگسی، مسعود. (۱۳۹۴). "بررسی مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی در دوره‌های قبل و بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار ایران"، دانش حسابداری، ۱۱(۲۱)، ۸۱-۵۵.
- * آقایی، محمدعلی، آذر، عادل، و جوان، علی‌اکبر. (۱۳۹۱). "بررسی رابطه جایگزینی دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و دست‌کاری اقلام تعهدی اختیاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱)، ۴۰-۱۹.
- * پرتوی، ناصر، و آبشیرینی، الهام. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین مدیریت واقعی سود و مدیریت حسابداری سود از دیدگاه هموارسازی سود"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۵(۱۷)، ۱۶۸-۱۴۴.
- * قفی، علی، و بهار مقدم، مهدی. (۱۳۸۷). "محرک‌های مؤثر بر مدیریت سود". توسعه و سرمایه، ۲، ۱۲۵-۱۰۳.
- * خوش طینت، محسن، و خانی، عبدالله. (۱۳۸۴). "مدیریت سود و پاداش مدیران: مطالعه‌ای جهت شفاف‌سازی اطلاعات مالی"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۳، ۱۵۴-۱۲۷.

- * داوری نژاد مقدم قوچانی، اعظم، (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین مدیریت سود واقعی و مدیریت سود حسابداری به‌منظور هموارسازی سود در شرکت‌ها پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
- * دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران (شرکت سهامی عام اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰)، وبسایت فرابورس ایران.
- * دستورالعمل پذیرش در اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران. (اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰)، وبسایت بورس اوراق بهادار تهران.
- * رحمانی، علی، و رامشه، منیژه، (۱۳۹۲)، "رابطه جایگزینی میان مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت فعالیت‌های واقعی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰(۴)، ۳۹-۶۰.
- * رضا پور، نرگس، حسینی، سید علی، و رحمانی، علی (۱۳۸۹). "رابطه مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام در ایران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۶۱، ۲۹-۵۴.
- * سعیدی، علی، حمیدیان، نرگس، و ربیعی، حامد، (۱۳۹۲). "رابطه بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مدیریت، ۶(۱۷)، ۴۵-۵۸.
- * سلطانی، محمد. (۱۳۹۳). معاملات عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، فصلنامه پژوهش حقوق خصوصی، ۳(۹)، ۶۴-۱۰۰.
- * قلی زاده محمدحسن، و کارکن اشکیکی، فاطمه، (۱۳۹۳)، "مطالعه تطبیقی مؤلفه‌های گزارشگری شرکت‌ها در بورس و فرا بورس"، کنفرانس ملی مهندسی ارزش و مدیریت هزینه.
- * محفوظی، غلامرضا، و یگانگی، مریم (۱۳۹۴). "بررسی مدیریت سود در شرکت‌های دارای عرضه اولیه در بازار سرمایه ایران". اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری با رویکرد ارزش‌آفرینی.
- * نروش، ایرج، سپاسی، سحر، و نیک‌بخت، محمدرضا. (۱۳۸۴). "بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران". علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۲، ۱۶۵-۱۷۷.
- * Agarwal P. (2008). Institutional Ownership and Stock Liquidity; Working paper. <http://ssrn.com/>
- * Ajinkya , , Bhojraj , S. & sergupta, P. (2005). "The Association between outside directors, Institutional Investors and the properties of Management Earning Forecasts". Journal of Accounting Research , 43(3), 343-376.
- * Amihud, Y.& Mendelson, H.(1986). Asset Pricing Aivd The Bid-Ask Spread, Journal of Financial Economics ,17 , 223-219.
- * Bartov , E, Givoly, D. & Hayn, C. (2002). "The rewards to meeting or beating earnings expectaons". Journal of Acconting and Economics , 33(2), 173-204.
- * Chordia, T., R. Roll, & A. Subrahmanyam.(2008). Liquidity and market efficiency, Journal of Financial Economics, 87, 249-268.
- * DeAngelo, Linda Elizabeth .(1986) "Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders". The Accounting Review, 61(3), 400-420.
- * Dechow, P. M. & D. J. Skinner. (2000). " Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators". Accounting Horizons, 14 ,235-250.
- * Dechow, Patricia M. & Schrand, Catherine M.(2004). Earnings Quality, Research Foundation Books No 3 - CFA Institute Publications.

- * Degeorge, F. J. Patel & R. Zeckhouser .(1999). "Earning Management to Exceed Thresholds", *Journal of Business*, 72, 1-10.
- * Evans, M. Houston, R. Peters, M. & Pratt, J. (2014). "Reporting regulatory environments and earnings management: U.S. and non-U.S. firms using U.S. GAAP or IFRS." *The Accounting Review* In-Press. doi: <http://dx.doi.org/10.2308/accr-51008>.
- * Ewert, R. & A. Wagenhofer.(2005). "Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management", *The Accounting Review*, 80(4),1101-1124.
- * García Lara, J.M., García Osma, B., & Penalva, F. (2012). "Accounting conservatism and the limits to earnings management." Available at: <http://ssrn.com/abstract=2165694>. gas industry.*Journal of Accounting and Economics* 12,pp. 173–205.
- * Godfrey, J. M. & Jones, K. L. (1999) "political cost influences on income smoothing via extraordinary items classification". *Accounting and finance*, 39(3), 229-253.
- * Gordon, M. J. (1964). "Postulates Principles and Research In Accounting", *the Accounting Review*, 39 (2), 251-264.
- * 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.
- * Hashemi, S. A., and Rabiee, H. (2011). "The Relation Between Real Earnings Management And Accounting Earnings Management: Evidence From Iran". *Business and Management Review*. 1(8) , 25 – 33.
- * Healy P.M. (1985). "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions" *Journal of Accounting and Economics* , 7(1-3), 85-107.
- * Hepworth, S. R. (1953), "Smooth Period Income", *The Accounting Review*,12, 32-39.
- * Hughes, P.J, Schwartz, E, S. & fellingham, J. (1986). "The Lifo/Fifo choice: an asymmetric information approach". *journal of accounting research*, 26(3), 41-63.
- * Jones, j. (1991). " Earnings management during import relief investigations",*Journal of Accounting Reserarch*, 29,193-228
- * Kim, J. & Sohn, B. C. (2008). "Real versus accrual-based earnings management and implied costs of equity capital". Working Paper. City University of Hong Kong and City University of Hong Kong (CityUHK) Department of Accountancy. Know. Management Accounting, March, 27-29.
- * Marc, Lipson , & Mortal, S. (2009).Liquidity and capital structure , *Journal of Financial Markets* ,12 , 611-644.
- * Matsunaga, S. & Park, C. (2001). "The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus". *The Accounting Review* 76 (3): pp.313-332.
- * Matsuura, S. (2008). "On the relation between real earnings management and accounting earnings management: income smoothing perspective",*Journal of International Business Research*,7(3),63–77.
- * McNichols M, & Wilson, G. P. (1988). "Evidence from tprovisions for bad debts", *Journal of Accounting Research* ,26, 1-31.
- * Moses, O. D. (1987). "Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes", *The Accounting Review* ,62 (2), pp.358-377
- * Romanus, R. N, Maher, J. J. & fleming, D. M. (2008). "Auditor industry specialization, auditor changes, and Accounting Restatements". *Accounting Horizonz*, 22(4),389-413.
- * Ronen, T & yaari, V. (2008). *Earning Management: "Earning insights in Theory, practive, and Reserch"*. Netherlands: Springer Science, 3,106-135.
- * Roychowdhury, S. (2006). "Earning management through real activities manipulation". *Journal of accounting and economics* ,42, 335-370.

- * Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *The Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366
- * Strobl, J. Malley, & G. Tutz.(2009). "An introduction to recursive partitioning: Rationale, application and characteristics of classification and regression trees, bagging and random forests". *Psychological Methods*, 14(4): 323–348.
- * Yoon, S. S. (2005). "A comparison of earnings management between KSE firms and KOSDAQ firms". *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8),1347-1372.
- * Yu, F(2008)." Analyst coverage and earnings management". *Jornal of Finacial Economics*, 88(2), 245-71.
- * Yu, W. (2008).“Accounting-Based Earnings Management and Real Activities Manipulation”, <http://etd.qatech.edu/theses/available/etd-06232008-150528>.
- * Zang, A. (2007)." Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation". Working paper, University of Rochester.
- * Zhang, W. (2008). "Real activities manipulation to meet analysts' cash flow forecasts". Working Paper, University of Texas at Dallas.

یادداشت‌ها

- ¹ Kim & Sohn
- ² Evans
- ³ Hepworth
- ⁴ Gordon
- ⁵ McNichols
- ⁶ Degeorge
- ⁷ Strobl & Tutz
- ⁸ Romanus
- ⁹ Ajinkya
- ¹⁰ Bartov
- ¹¹ Matsunaga
- ¹² Park
- ¹³ Hughes
- ¹⁴ Healy
- ¹⁵ Moses
- ¹⁶ Guidry
- ¹⁷ Matsunaga & Park
- ¹⁸ Accrual-based manipulation
- ¹⁹ Dechow & Skinner, D.J.
- ²⁰ Roychowdhury
- ²¹ Dechow & Schrand
- ²² Gunny
- ²³ Yu
- ²⁴ Zang
- ²⁵ Mastuura
- ²⁶ Hashemi & Rabiee
- ²⁷ Yoon
- ²⁸ Ewert & Wagenhofer
- ²⁹ Evans
- ³⁰ García Lara & García Osma
- ³¹ Shleifer & Vishny

-
- ³² Marc
³³ Amihud & Mendelson
³⁴ Agarwal
³⁵ Rubin
³⁶ Chordia