



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال ششم / شماره بیست‌وسوم / پائیز ۱۳۹۶

## اثر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر بیش‌نمایی سود: آزمون فرضیه‌های نظارت کارآمد و همسویی استراتژیک

فایزه بهاروند

دانشجوی دوره کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج (نویسنده مسئول)  
faezeh.baharvand@yahoo.com

بهمن بنی‌مهد

دانشیار و عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

فریدون اوحدی

استادیار و عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۲/۱۵ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۳/۱۰

### چکیده

پژوهش حاضر، با استفاده از مبانی نظری فرضیه همسویی استراتژیک، تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت در بیش‌نمایی سود را در نمونه‌ای به حجم ۹۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره زمانی ۸ ساله یعنی از سال ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار می‌دهد. داده‌ها و مبانی نظری تحقیق از طریق مطالعات کتابخانه‌ای جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل آماری نیز با استفاده از روش همبستگی و رگرسیون چندمتغیره انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد رابطه‌ای معنی‌دار و مثبت میان بیش‌نمایی سود و مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد. به بیان دیگر، شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده، خواهان دریافت سود از شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود هستند. مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیز برای اجابت خواسته سهامدار عمده خود، سود را بیش‌نمایی می‌کنند. این موضوع در راستای فرضیه همسویی استراتژیک مورد تأیید می‌باشد. سایر نتایج پژوهش نشان می‌دهد بیش‌نمایی سود رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار با متغیرهای اندازه شرکت، نسبت سود به دارایی در سال قبل و نسبت بدهی دارد. اما این رابطه در مورد متغیر جریان نقد عملیاتی، رابطه‌ای منفی و معنی‌دار است.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌نمایی سود، همسویی استراتژیک، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بورس اوراق بهادار تهران.

## ۱- مقدمه

بر اساس فرضیه نظارت کارآمد، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند یک نظارت فعال بر عملکرد مدیریت واحدهای تجاری داشته باشند. این فرضیه بیان‌گر آن است که مالکیت نهادی با نظارت بهتر بر فعالیت‌های مدیریت، توانایی مدیران را برای بیش‌نمایی سود محدود می‌نماید. اما در مقابل، فرضیه همسویی استراتژیک، سرمایه‌گذاران نهادی را قادر به اعمال نقش نظارتی خود و رأی علیه مدیران نمی‌داند. بر اساس این فرضیه، روابط تجاری سرمایه‌گذاران نهادی با واحد تجاری موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران نهادی، نتایج مالی در کوتاه‌مدت را در نظر داشته باشند و از این رو، قادر به نظارت کارآمد بر مدیریت نیستند. بر اساس این فرضیه، سرمایه‌گذاران نهادی، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر را در بیش‌نمایی سود محدود نمی‌کنند و ممکن است بر انگیزه‌های مدیریت برای انجام مدیریت سود بیفزایند.

در محیط اقتصادی کشور، سازمان‌ها و شرکت‌های وابسته به دولت، با ایجاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالکیت شرکت‌های سهامی زیادی را در بورس اوراق بهادار در تملک و مدیریت خود دارند. با بررسی روند سودآوری شرکت‌ها در بازار سرمایه، متوجه این موضوع می‌شویم که سودآوری (نسبت سود به دارایی) اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سیر نزولی دارد. اما مدیریت سود آن هم از نوع حداکثرسازی سود، روندی صعودی به خود گرفته است. این موضوع و همچنین فقدان پژوهش‌های کافی درباره آن، این انگیزه را در محقق به وجود آورد تا به عنوان اولین پژوهش، تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر بیش‌نمایی سود را مورد مطالعه قرار دهد. نوآوری پژوهش حاضر در مقایسه با مطالعات گذشته، بررسی تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر بیش‌نمایی سود است که در تحقیقات قبلی به آن پرداخته نشده است. اهمیت این پژوهش در این است که به سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده می‌توانند مانع از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر در بیش‌نمایی سود شوند یا خیر؟ همچنین افزایش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های اخیر و افزایش مدیریت سود توسط این شرکت‌ها طبق تحقیقات انجام شده قبلی، لزوم تشخیص رابطه میان تمرکز مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود را برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی موضوعی با اهمیت ساخته است. از این رو، پرسش اصلی این پژوهش آن است که چه رابطه‌ای میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار وجود دارد. هدف از انجام این تحقیق، بسط مبانی نظری در رابطه با موضوع تحقیق و بررسی ارتباط میان مالکیت و بیش‌نمایی سود است. همچنین هدف دیگر این پژوهش آن است تا تحلیل‌گران، استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری، تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری، جامعه حسابداران رسمی و سازمان بورس اوراق بهادار را از این رابطه آگاه نماید. نتایج این تحقیق می‌تواند دست‌آوردهایی به شرح زیر داشته باشد:

اول این که نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با سرمایه‌گذاری و نظام راهبری گردد. دوم این که شواهد پژوهش نشان خواهد داد که آیا شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک سهامدار عمده در ترکیب سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، توانایی جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر در بیش‌نمایی سود را خواهند داشت یا خیر؟ این موضوع به عنوان یک دست‌آورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی

را در اختیار سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل قرار دهد. سوم این که نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های جدید در نظام راهبری و سرمایه‌گذاری، پیشنهاد نماید.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- فرضیه‌های مرتبط با عملکرد سهامداران نهادی و بلوکی

#### الف. فرضیه نظارت کارآ (فعال)<sup>۱</sup>

فرضیه نظارت کارآ بیان‌گر این است که یک نهاد به علت ملاحظات ریسک خود، بیشتر متقاضی نظارت بر مدیران است. منطق این فرضیه این است که به علت بالا بودن هزینه نظارت، فقط سهامداران بلوکی و سهامداران عمده نظیر سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به مزایای کافی دست یابند تا انگیزه نظارت را داشته باشند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع، تخصص و توانایی نظارت و تأثیرگذاری بر مدیران را دارند (کورنت و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). اما، این مسئله که آیا نهادها از توانایی خود برای تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت استفاده می‌کنند یا خیر، تابعی از سهام متعلق به آنهاست. اگر سهام متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی زیاد باشد، این سهام کمتر قابل داد و ستد است و بنابراین برای دوره‌های طولانی‌تری نگه داشته می‌شود (مک کونل و سروایز<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰). این دسته، سرمایه‌گذاران نهادی پایا (بلندمدت) هستند. آنها به احتمال زیادی در امر نظارت شرکت می‌کنند؛ زیرا زمان طولانی‌تری برای آشنایی با عملکرد شرکت‌ها و همچنین فرصت‌های بیشتری برای تأثیرگذاری بر مدیریت دارند (الیاسیان و جیا<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). اما زمانی که سرمایه‌گذاران نهادی تعداد سهام کمی در شرکت دارند، می‌توانند در صورت ضعیف بودن عملکرد شرکت به راحتی سرمایه‌گذاری‌های خود را نقد کنند و در نتیجه انگیزه کمی برای نظارت دارند. این گروه سرمایه‌گذاران نهادی ناپایا (کوتاهمدت) هستند؛ زیرا تمایل به انجام معاملات مکرر بر اساس اطلاعات دارند و بر سودهای تجاری کوتاهمدت تأکید می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی پایا می‌توانند از سه راه عملکرد شرکت را بهبود ببخشند: اول، آنها به دلیل ارتباط نزدیک خود با بازار سرمایه و فعالیت نظارت می‌توانند مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهند، مسائلی که عملکرد ضعیف و سرمایه‌گذاری کمتر را ترغیب می‌کند. دوم، آنها مسئله نزدیک‌بینی مدیریت را تعدیل می‌کنند به گونه‌ای که برای مدیران امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور بلندمدت‌تر را فراهم می‌کند. سوم، آنها از طریق افزایش درجه انگیزش، پاداش مدیران و منافع آنها با سهامداران را بهتر همسو می‌کنند و به این گونه عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشند (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۱۱۵-۱۱۴). در ارتباط با سهامداران بلوکی نیز طرفداران این نظریه این گونه استدلال می‌کنند که سهامداران بلوکی برون‌سازمانی، سرمایه‌گذاران بلندمدتی هستند که انگیزه و توانایی زیادی برای نظارت فعالانه مدیران دارند. در حمایت از این فرضیه، طرفداران آن دو دلیل را ذکر می‌کنند: اول این که اگر چه سهامداران بزرگ اختیار فروش سرمایه‌گذاری خود را دارند، ولی بزرگی و اندازه سرمایه آنها به حدی است که سهام در اختیارشان بدون تحت تأثیر قراردادن قیمت‌های سهام و کاهش ارزش آن قابل فروش نیست و بنابراین، آنها مجبورند که استراتژی بلندمدتی را بپذیرند. این موضوع باعث انگیزه بیشتر آنها برای نظارت فعالانه مدیر می‌شود. دوم این که سهامداران بلوکی برون‌سازمانی نسبت به

سهامداران کوچک، توانایی بالاتری برای ارزیابی دقیق‌تر و کاراتر صورت‌های مالی دارند، چون اکثر آن‌ها از میان سرمایه‌گذاران نهادی، سازمان‌ها و شرکت‌های بزرگ هستند و امکانات بالاتری را در اختیار دارند (ابراهیمی کردلر و اعرابی، ۱۳۸۹، ص ۹۶).

تئوری نمایندگی بیان‌گر آن است که نظارت توسط مالکیت نهادی می‌تواند یک مکانیزم حاکمیتی مهم (فرضیه نظارت کارآمد) باشد. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند یک نظارت فعال را ارائه نمایند که برای سرمایه‌گذاران کوچک‌تر، منفعل و ناآگاه دشوار است (آلمازان و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵). علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی دارای فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیران هستند. بنابراین، نظارت کارآمد بیان‌گر آن است که مالکیت نهادی با نظارت بهتر بر فعالیت‌های مدیریت، توانایی مدیران را برای دستکاری فرصت‌طلبانه سود کاهش می‌دهد. فرضیه نظارت کارآمد بیان می‌کند که بین مدیریت سود یک شرکت و سهم مالکیت نهادی آن، یک رابطه معکوس وجود دارد. در این راستا، مطالعات متعددی وجود دارد که عنوان می‌کنند مالکیت نهادی مانع مدیریت سود فرصت‌طلبانه توسط مدیران می‌شود (بنج و دبانت<sup>۶</sup>، ۱۹۹۸؛ بوشی<sup>۷</sup>، ۱۹۹۸؛ چانگ و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۲؛ کارنت و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۸؛ ابراهیم<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۷؛ کوه<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۳).

### ب. فرضیه همسویی استراتژیک<sup>۱۲</sup>

براساس این فرضیه، گاهی ممکن است انتظارات سهامداران بلوکی و نهادی با منافع مدیران گره بخورد و به واسطه انطباق منافع این دو گروه، منافع سهامداران خرد نادیده گرفته شود. در صورت بروز چنین وضعیتی، آثار مفید مورد انتظار از اعمال نظارت مؤثر توسط سهامداران عمده بر مدیران، کاهش می‌یابد. در این حالت در واقع نوعی تضاد منافع بین سهامداران عمده و سایر مالکان مشاهده می‌شود که به دلیل قدرت تأثیرگذاری سهامداران عمده، این تعارض در نهایت به ضرر سهامداران دیگر خواهد بود (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۱۱۵).

با این حال، برخی عقیده دارند که سرمایه‌گذاران نهادی نقش فعالی در نظارت بر فعالیت‌های مدیریت ندارند (کلاسنز و فن<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۲؛ پورتر<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۲). سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است قادر به اعمال نقش نظارتی خود و رأی علیه مدیران نباشند زیرا ممکن است بر روابط تجاری آن‌ها با شرکت تأثیر گذارد. بنابراین، ممکن است سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت تبانی کنند (پوند<sup>۱۵</sup>، ۱۹۸۸؛ ساندرمورثی و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۵). هم‌چنین استدلال می‌شود که مالکان نهادی دائماً بر نتایج مالی کوتاه‌مدت تمرکز دارند و قادر به نظارت مدیریت نیستند (بوشی، ۱۹۹۸؛ پورتر، ۱۹۹۲). بنابراین مدیریت برای برآورده ساختن انتظارات کوتاه‌مدت سود، تحت فشار قرار خواهد گرفت. این نظرات نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی، اختیار مدیران را برای مدیریت سود محدود نمی‌کنند و ممکن است انگیزه‌های مدیریتی را برای انجام مدیریت سود افزایش دهند.

### ۲-۲- پیشینه پژوهش

کیم و همکاران (۲۰۱۶) در بررسی اثر بخشی نظارت سرمایه‌گذاران خارجی در مقایسه با سرمایه‌گذاران داخلی طی تحقیقی نشان دادند اثر بخشی نظارت سرمایه‌گذاران داخلی در کاهش مدیریت سود بیشتر

از اثربخشی نظارت سرمایه‌گذاران خارجی است. آن‌ها هم‌چنین دریافته‌اند در کشورهای در حال توسعه که هزینه کارگزاری در آن کشورها بالا است، و نظام راهبری ضعیف در آن کشورها وجود دارد، نظارت سرمایه‌گذار خارجی در کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر در بیش‌نمایی سود موثر نیست. این نظارت تنها در کشورهای توسعه یافته دارای نظام راهبری قوی‌تر کارآمدتر می‌باشد. فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) دریافته‌اند در کشورهای با سیستم قانونی قوی‌تری، مدیریت سود مثبتی بر اقلام تعهدی کمتر است. در عوض، مدیران در این گونه کشورها بیشتر تمایل دارند تا سود را از طریق فعالیت‌های واقعی مدیریت نمایند.

لگال<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۵)، رابطه میان روش‌های افشاء، ساختار مالکیت و مدیریت سود را در شرکت‌های فرانسوی بررسی نمود. نتایج تحقیق او نشان می‌دهد رابطه بین معیارهای مدیریت سود و امتیازات افشاء منفی است. این موضوع نشان می‌دهد احتمالاً شرکت‌ها با افشای اطلاعات پایین، اقدام به مدیریت سود بیشتری می‌کنند. یافته‌ها هم‌چنین نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی و سهامداران بزرگ تأثیر منفی بر مدیریت سود دارند. کلمبو و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۴)، به بررسی تأثیر انواع مختلف مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها در ایتالیا پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد تعداد مدیران مالک، تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد. در حالی که تأثیر تعداد سهامداران انفرادی ناچیز است. کوایب و جربویی<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۴)، اثر کیفیت حسابرسی خارجی و ساختار مالکیت بر مدیریت سود را بررسی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر آن است که کیفیت حسابرسی اثر منفی و معنی‌داری بر مدیریت سود شرکت‌های صنعتی و اثر مثبت و غیرمعنی‌داری بر مدیریت سود شرکت‌های بازرگانی دارد. هم‌چنین بررسی اثر ترکیبی کیفیت حسابرسی خارجی و مالکیت نهادی نشان داد که این اثر در رابطه با مدیریت سود شرکت‌های صنعتی منفی و معنی‌دار است، اما هیچ رابطه معنی‌داری با مدیریت سود در شرکت‌های بازرگانی ندارد. کامران و شاه<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۴)، تأثیر حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت را بر مدیریت سود در نمونه‌ای به حجم ۳۷۲ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کراچی طی سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که مدیریت سود، به صورت یکنواخت با درصد مالکیت مدیران یک شرکت، همسران، فرزندان و سایر اعضای خانواده آنان افزایش می‌یابد. این موضوع بدین معناست که مدیرانی که دارای نفوذ و جایگاهی محکم در شرکت هستند، تصمیمات شرکت و ارقام حسابداری آن را در جهت تأمین منافع خود، به پیش می‌برند. هم‌چنین سرمایه‌گذاران نهادی، نقش مهمی را در تحمیل رویه‌های مدیریت سود بازی می‌کنند. نتایج دیگر این پژوهش حاکی از آن است که دوگانگی مدیر عامل شرکت، اندازه مؤسسه حسابرسی، تعداد اعضای هیأت مدیره و تمرکز مالکیت بر مدیریت سود تأثیری ندارد. شرکت‌هایی که سودآوری بالاتری دارند در حال رشد بوده یا توانایی بالاتری برای انجام مدیریت سود دارند اما مدیریت سود، عمر شرکت را کاهش می‌دهد. ایادی و بوجلبین<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۴)، به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و کیفیت سود، به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود پرداختند. بدین منظور آن‌ها نمونه‌ای به حجم ۱۱۷ شرکت فرانسوی را طی سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از رگرسیون خطی نشان داد که مالکیت مدیریتی تأثیر مثبتی بر مدیریت سود داشته و تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی نیز تأثیر مثبتی بر محتوای اطلاعاتی سود دارند. هم‌چنین نتایج حاصل از رگرسیون غیرخطی، وجود یک رابطه منفی بین تمرکز

مالکیت و متغیرهای مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود و نیز وجود یک رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را نشان داد. حسن و بلو (۲۰۱۳) طی تحقیقی در نیجریه نشان دادند مالکیت سرمایه گذاران نهادی موجب کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیر در بیش نمایی سود می شود. آن‌ها در این تحقیق پیشنهاد دادند به منظور کاهش بیش نمایی سود توسط مدیریت، مکانیزم‌های نظام راهبری از جمله افزایش سرمایه گذاران نهادی در ترکیب سهامداران شرکت‌ها مد نظر قرار گیرد.

اوتاما و سیرگار<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۸)، نیز این موضوع را بررسی کردند که آیا شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار جاکارتا (اندونزی) اقدام به مدیریت سود فرصت طلبانه می‌نمایند یا خیر. آن‌ها در تحقیق خود از متغیرهای مستقلی مثل ساختار مالکیت، اندازه شرکت و رویه‌های نظام راهبری استفاده کرده و به این نتیجه رسیدند که در اندونزی، مالکیت نهادی و اندازه شرکت بر مدیریت سود تأثیرگذار نمی‌باشد. هزینه‌های نمایندگی یک شرکت نقش به‌سزایی در میزان اختیار اعطا شده به مدیریت در انتخاب رویه‌های حسابداری شرکت دارد. اما پیشینه‌ی موجود چندین وضعیت را توصیف می‌کند که در آن‌ها اعطای افزایش اختیار حسابداری به مدیریت، حقیقتاً هزینه‌های نمایندگی شرکت را محدود می‌کند. مدیریت سود کارایی می‌تواند ریسک اطلاعات یک شرکت را کاهش دهد که به نوبه خود می‌تواند باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت گردد (کراوت و شولین<sup>۲۳</sup>، ۲۰۱۰).

ادات و همکاران<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۳)، نشان می‌دهند که پاداش مدیریت با دیدگاه کارایی درباره مدیریت سود، رابطه‌ای مستقیم دارد. آن‌ها نشان می‌دهند که مدیریت به منظور دریافت پاداش بیشتر، سود را بر مبنای دیدگاه کارایی و نه بر مبنای دیدگاه فرصت طلبانه، مدیریت می‌نماید. گوان و همکاران<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۱)، در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که یکی از دلایلی که شرکت‌ها به خاطر آن مدیریت سود انجام می‌دهند بالا بودن نسبت بدهی به سرمایه آن‌هاست به طوری که هر چه این نسبت بالاتر باشد مدیریت، روش‌های افزایش سود بیشتری را انتخاب می‌کند. هم‌چنین آن‌ها نشان دادند که مدیران شرکت‌های بزرگ از اقلام تعهدی برای کمتر کردن مالیات شرکت‌های خود استفاده می‌کنند.

مک نیکولاس و استوبن<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۸)، عنوان می‌کنند که مدیریت سود بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد و باعث سرمایه‌گذاری اضافی در اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در طی دوره دستکاری در سود می‌شود. آتاناساکو و همکاران<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۹)، با بررسی شرکت‌های انگلیسی دریافتند که میان شاخص مدیریت سود و احتمال رسیدن به پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران، رابطه مثبتی وجود دارد و این پژوهش نشان داد در شرکت‌های زیر مجموعه شرکت‌های بزرگ‌تر، مدیریت سود برای رسیدن به انتظارات تحلیل‌گران صورت می‌گیرد. گولدمن و اسلزاک<sup>۲۸</sup> (۲۰۰۶)، نشان می‌دهند که هر گاه پاداش مدیر بر اساس شاخص‌های بازار تعیین شود، در آن صورت مدیران سعی خواهند کرد با دستکاری در سود، قیمت‌ها را افزایش دهند تا پاداش بیشتری دریافت کنند. تاناتاوی<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۲)، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود را در شرکت‌های تایلندی مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق او نشان می‌دهد وقتی تمرکز مالکیت در اختیار سهامداران عمده است، بیشترین تقسیم سود اتفاق می‌افتد و این موضوع موجب کاهش ارزش سهام شرکت بعد از تقسیم سود می‌شود. پرادهان و همکاران<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۲)، نقش ساختار مالکیت در عملکرد شرکت‌ها را در هند بررسی نموده‌اند. نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد

که رابطه مثبت بین نوع سهامداران با عملکرد شرکت وجود دارد. گن گولی<sup>۳۱</sup> (۲۰۱۳)، تداوم نقدینگی بالا، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های هندی را در یک دوره پنج ساله مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد ساختار مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت‌های مورد بررسی ندارد. ضمن این‌که تمرکز مالکیت تأثیر منفی بر عملکرد این شرکت‌ها داشته است. آلوس<sup>۳۲</sup> (۲۰۱۲)، به منظور بررسی رابطه میان ساختار مالکیت و مدیریت سود، ۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس پرتغال را طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ مورد بررسی قرار داد. او پی برد که افلام تعهدی اختیاری به عنوان شاخصی برای مدیریت سود، یک رابطه منفی با مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت دارد. نتایج تحقیق او نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت، کیفیت سود سالانه را از طریق کاهش سطح مدیریت سود، بهبود می‌بخشد.

در ایران نیز چند پژوهش در مورد مدیریت سود انجام شده است. در اغلب تحقیقات انجام شده، نتایج تحقیق حاکی از وجود پدیده مدیریت سود در میان شرکت‌های ایرانی است. نتایج پژوهش یعقوب‌نژاد و همکاران (۱۳۹۱)، حاکی از آن است که متغیرهایی مثل نسبت بدهی، اندازه شرکت، تغییر مدیریت، شاخص سودآوری (بازده دارایی‌ها) و شاخص مدیریت سود سال قبل با شاخص مدیریت سود سال جاری رابطه مستقیم دارند. از طرف دیگر بعضی متغیرها مثل مالیات، نوع مالکیت، نوع حسابرس، تغییر حسابرس و نوع صنعت، اثری بر مدیریت سود ندارند.

انصاری و همکاران (۱۳۹۳)، عنوان می‌کنند که ارتباط مثبت و معناداری میان مدیریت سود مبتنی بر افلام تعهدی با معیار عدم نقدشوندگی و ارتباط منفی و معنادار با معیار ارزش شرکت وجود دارد. نتایج پژوهش بنی‌مهد و کاظمی (۱۳۹۱)، حاکی از آن است که مدیریت سود با سودآوری آتی شرکت‌ها رابطه مثبت دارد. هم‌چنین میان اندازه و نسبت اهرمی شرکت‌ها با سودآوری آتی رابطه معنادار اما منفی وجود دارد. شواهد این پژوهش نشان می‌دهد شکلی که از مدیریت سود در شرکت‌های ایرانی وجود دارد، از نوع هموارسازی سود می‌باشد.

آقایی و چالاکی (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که رابطه معنی‌دار منفی بین مالکیت نهادی و مدیریت سود و هم‌چنین بین استقلال هیأت مدیره و مدیریت سود وجود دارد. علاوه بر این، رابطه معنی‌داری بین سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، اتکال بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیأت مدیره) و مدیریت سود وجود ندارد.

تقوی و همکاران (۱۳۸۹)، در پژوهشی به تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش، حاکی از آن است که مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از مدیریت سود به عنوان ابزاری در جهت افزایش منافع شخصی خود (و نه افزایش ارزش شرکت) استفاده می‌کنند، و به عبارتی بهتر، مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرصت طلبانه می‌باشد و نه سودمند.

خواجه‌جوی و همکاران (۱۳۹۳)، به منظور بررسی رابطه بین ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها، ۱۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از پژوهش نشان‌دهنده آن است که ساختار سرمایه (نسبت بدهی) و ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت) شرکت‌ها اثرات مثبت معناداری بر کارایی آن‌ها دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که میزان کارایی شرکت‌ها اثرات مثبت معناداری بر تعیین ساختار سرمایه آن‌ها دارد. ممشلی و سعیدی (۱۳۹۴)، با هدف بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت با مدیریت سود، ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که بین مولفه‌های ساختار مالکیت و مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد.

بنی‌مهد و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی رابطه میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش سهام در یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده شرکت‌های سرمایه‌پذیر اثری منفی بر قیمت هر سهم دارد. یعنی هرگاه یک شرکت سرمایه‌گذاری، سهامدار عمده یک شرکت سرمایه‌پذیر باشد، در آن صورت ارزش سهام شرکت سرمایه‌پذیر کاهش می‌یابد. سعیدی و شیرینی قهی (۱۳۹۱)، به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که رابطه‌ای بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم یافته، رابطه خطی معنی‌دار و معکوس بین دارندگان بیش از ۵٪ سهام شرکت‌ها و عملکرد آن به دست آمد و تأثیر دیگر شاخصه‌های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگ‌ترین سهامدار بر عملکرد شرکت تأیید نشد. پورزمانی و خریدار (۱۳۹۰)، به بررسی تأثیر انواع مالکان نهادی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق بیان‌گر وجود رابطه معنادار مثبت بین مالکیت نهادی عمده و ارزش شرکت و نیز وجود رابطه معنادار مثبت بین حق رأی‌های در دست دومین و سومین سهامدار عمده و ارزش شرکت در بانک‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش در این مقاله، روش توصیفی از نوع همبستگی با استفاده از تحلیل رگرسیونی است. مبانی نظری پژوهش از طریق مطالعات کتابخانه‌ای یعنی مطالعه کتاب‌های لاتین و فارسی، پایان‌نامه‌ها، مقالات و پایگاه‌های اطلاعاتی و سایت‌های اینترنتی به دست آمده و بر پایه آن فرضیه پژوهش تدوین گردیده است. همچنین آزمون فرضیه بر اساس تحلیل همبستگی چندمتغیره با استفاده از رگرسیون لاجستیک باینری انجام شده است. ضمناً اثر صنعت و سال به عنوان اثر ثابت در تجزیه و تحلیل داده‌ها لحاظ گردیده است.

جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۲ می‌باشد که تعداد آن‌ها ۷۴۹ سال شرکت است. از میان جامعه آماری فوق تعداد ۱۰۷ شرکت به روش حذف سیستماتیک از صنایع مختلف با توجه به شرایط زیر انتخاب گردیده است:



- ۱) شرکت‌هایی انتخاب می‌شوند که پایان دوره آن‌ها پایان اسفند ماه باشد و در طول دوره تغییر دوره مالی نداشته باشند.
- ۲) شرکت در دوره تحقیق توقف معامله طولانی مدت نداشته باشد.
- ۳) اطلاعات آن‌ها در همه سال‌های دوره تحقیق در دسترس باشد.
- ۴) شرکت‌هایی که در گروه سرمایه‌گذاری و یا صنعت بانکداری نباشد. زیرا صورت‌های مالی این گونه شرکت‌ها، متفاوت از سایر شرکت‌ها است.

متغیر وابسته در این پژوهش عبارت است از بیش‌نمایی سود. برای محاسبه این متغیر ابتدا مدیریت سود بر اساس مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) محاسبه شد. این مدل به شرح زیر است:

$$TA_{it}/A_{it-1} = a_0 + a_1(1/A_{it-1}) + a_2(\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it} / A_{it-1}) + a_3(PPE_{it} / A_{it-1}) + a_4(NI / A_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

$TA_{it}$ : اقلام تعهدی سرمایه‌گردش

$\Delta Rev_{it}$ : تغییرات فروش سال جاری در مقایسه با سال قبل

$\Delta Rec_{it}$ : تغییرات حساب‌های دریافتی تجاری سال جاری نسبت به سال قبل

$PPE_{it}$ : جمع دارایی‌های ثابت

$A_{it-1}$ : جمع دارایی‌های اول دوره هر سال

$NI$ : سود خالص هر سال

$ROA = (NI/A_{it-1})$ : بازده دارایی

مقادیر خطای مدل ( $\varepsilon$ ) نشان‌دهنده اقلام تعهدی اختیاری و یا شاخص مدیریت سود است. مقادیر بالای چارک سوم خطای مدل نشان‌دهنده بیش‌نمایی سود می‌باشد. در این تحقیق برای اندازه‌گیری متغیر وابسته مقادیر بالای چارک سوم با مقدار یک و بقیه به صورت صفر نشان داده می‌شود.

متغیر مستقل نیز عبارت است از مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری که یک متغیر مصنوعی است با مقدار یک و صفر. اگر سهامدار عمده شرکتی، یک شرکت سرمایه‌گذاری باشد مقدار آن یک و در غیر آن صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. همچنین متغیرهای اندازه شرکت، نسبت بدهی، جریان نقد عملیاتی و نسبت سود به دارایی سال قبل به عنوان متغیرهای کنترل در این تحقیق در نظر گرفته شده‌اند. در ادامه چگونگی اندازه‌گیری این متغیرها به صورت زیر می‌باشد:

**اندازه شرکت:** این متغیر اندازه و بزرگی شرکت را نشان می‌دهد و عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های هر شرکت در پایان دوره مالی.

**نسبت بدهی:** این نسبت ریسک مالی شرکت را نشان می‌دهد و عبارت است از نسبت جمع بدهی به جمع دارایی‌ها در پایان دوره مالی.

**جریان نقد عملیاتی** : عبارت است از جریانهای ورودی یا خروجی وجه نقد شرکت که ناشی از فعالیت‌های عملیاتی می‌باشد. این متغیر از صورت جریان وجه نقد شرکت‌ها قابل استخراج می‌باشد.  
**نسبت سود به جمع دارایی‌ها** : عبارت است از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها در پایان دوره مالی.

#### ۴- فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش، فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شود:  
 میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود رابطه معنی‌دار و مثبت وجود دارد.

#### ۵- نتایج پژوهش

##### ۵-۱- آماره‌های توصیفی پژوهش

در این بخش و قبل از انجام آزمون فرضیه، آماره‌های توصیفی تحقیق به شرح جدول شماره ۱ ارائه می‌شود.

جدول شماره ۱- آماره‌های توصیفی تحقیق

شرح	تعداد مشاهده	نسبت بدهی	نسبت سود به دارایی	نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی	اندازه شرکت	مدیریت سود
میانگین	۷۴۹	۰/۷۳۵	۰/۱۳۹	۰/۱۶۱	۱۳/۲۱	-۰/۰۰۵
میانه	۷۴۹	۰/۶۸۸	۰/۰۹۹	۰/۱۲۱	۱۳/۴۲	-۰/۰۱۸
انحراف معیار	۷۴۹	۰/۵۸۰	۰/۲۰۵	۰/۳۰۲	۲/۹۵	۰/۱۰۶
چارک اول	۷۴۹	۰/۵۱۲	۰/۰۲۸	۰/۰۴۱	۱۲/۴۵	-۰/۰۶۵
چارک سوم	۷۴۹	۰/۸۷۹	۰/۲۰۶	۰/۲۲۹	۱۴/۵۱	۰/۰۴۰

جدول شماره ۱ نشان می‌دهد میانگین مدیریت سود برابر  $-۰/۰۰۵$  و چارک اول و سوم آن به ترتیب برابر  $-۰/۰۶۵$  و  $۰/۰۴۰$  است. هم‌چنین میانگین نسبت سود به دارایی  $۰/۱۳۹$  و نسبت بدهی برابر  $۰/۷۳۵$  است. هم‌چنین در حدود ۲۳ درصد مشاهدات، سود را بیش‌نمایی نموده‌اند. ۶۹ درصد مشاهدات نیز سهامدار عمده با مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارند.

#### ۵-۲- آزمون فرضیه

فرضیه پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

$H_0$  = میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود رابطه معنی‌دار و مثبت وجود ندارد.

$H_1$  = میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود رابطه معنی‌دار و مثبت وجود دارد.

جدول شماره ۲- آزمون فرضیه

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره والد	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	ضرایب مورد انتظار
عرض از مبدأ	-۱/۰۹۸	۰/۷۶۰	۲/۰۸۵	۱	۰/۱۴۹	۰/۳۳۴
مالکیت شرکت سرمایه‌گذاری	-۰/۴۷۲	۰/۲۴۵	۳/۶۹۷	۱	۰/۰۴۵	۰/۶۲۴
جریان نقد عملیاتی	-۸/۴۱۵	۰/۹۷۳	۷۴/۸۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۹۹	۰/۰۴۷	۴/۴۳۵	۱	۰/۰۳۵	۱/۱۰۴
نسبت بدهی	۰/۸۲۱	۰/۲۴۹	۱۰/۸۳۹	۱	۰/۰۰۱	۲/۲۷۴
نسبت سود به دارایی در سال قبل	۱/۴۴۸	۰/۵۶۳	۶/۶۱۲	۱	۰/۰۱۰	۴/۲۵۴
آماره کای‌دو = ۱۵۸/۲۶۴ سطح معنی‌داری = ۰/۰۰۰						
ضریب تعیین کاکس-اسنل = ۱۹ درصد						
درصد پیش‌بینی مدل = ۸۴/۲ درصد						

در جدول شماره ۲، مقدار سطح معنی‌داری مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری برابر ۴/۵ درصد یعنی کمتر از ۵ درصد است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین متغیر مستقل یعنی مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و متغیر وابسته یعنی بیش‌نمایی سود رابطه معنی‌دار وجود دارد. از این رو فرض صفر آماری  $H_0$  رد و فرض مقابل آن یعنی فرض  $H_1$  را می‌توان تأیید نمود. همچنین نتایج دیگر این جدول نشان داد بیش‌نمایی سود رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار با متغیرهای اندازه شرکت، نسبت سود به دارایی در سال قبل و نسبت بدهی دارد. اما این رابطه در مورد متغیر جریان نقد عملیاتی، رابطه‌ای منفی و معنی‌دار است.

مقدار آماره آزمون کای‌دو (chi-square) براساس جدول شماره ۲ برابر با ۱۵۸/۲۶۴ و سطح معنی‌داری آن زیر ۵ درصد است. بنابراین می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیون لجستیک در این تحقیق معنی‌دار است. ضریب تعیین کاکس-اسنل برابر ۱۹ درصد است. درصد پیش‌بینی مدل نیز در سطح ۸۴/۲ درصد می‌باشد. از آنجا که در روش رگرسیون لجستیک باینری، درصد پیش‌بینی مدل باید بالای ۵۰٪ بوده تا قابل قبول باشد، لذا می‌توان نتیجه گرفت که درصد پیش‌بینی مدل در تحقیق حاضر مناسب است.

#### ۶- هم‌خطی میان متغیرهای مستقل

جدول شماره ۳ نشان‌دهنده میزان هم‌خطی میان متغیرهای مستقل و کنترل می‌باشد. نتایج این جدول بیان‌گر آن است که هم‌خطی حاد میان متغیرهای مستقل و کنترل وجود ندارد.

جدول شماره ۳ - خودهمبستگی میان متغیرهای مستقل و کنترل

متغیر	مالکیت شرکت سرمایه‌گذاری	نسبت سود به دارایی در سال قبل	نسبت بدهی	اندازه شرکت	جریان نقد عملیاتی
مالکیت شرکت سرمایه‌گذاری	۱	۰/۱۱۵	-۰/۰۹۲	۰/۰۱۳	۰/۰۶۰
نسبت سود به دارایی در سال قبل		۱	-۰/۰۳۶	۰/۱۳۲	۰/۲۹۱
نسبت بدهی			۱	۰/۱۸۶	۰/۰۵۰
اندازه شرکت				۱	۰/۱۰۴
جریان نقد عملیاتی					۱

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

این تحقیق، بر اساس فرضیه نظارت کارآمد و فرضیه همسویی استراتژیک به دنبال آن است که رابطه میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود توسط مدیریت را مورد مطالعه قرار دهد. فرضیه نظارت کارآمد، نظارت سهامداران نهادی مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری را نظارتی کارآمد و مؤثر در جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت، در بیش‌نمایی سود می‌داند. در مقابل فرضیه همسویی استراتژیک معتقد است، به دلیل همسویی منافع سرمایه‌گذاران نهادی با منافع مدیریت، سرمایه‌گذاران نهادی، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر را در بیش‌نمایی سود محدود نمی‌کند و ممکن است بر آن بیفزاید.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد رابطه‌ای معنی‌دار و مثبت میان مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود، وجود دارد. به بیان دیگر، هرگاه در ترکیب سهامداران یک شرکت، یک شرکت سرمایه‌گذاری به عنوان سهامدار عمده وجود داشته باشد، در آن صورت بیش‌نمایی سود در شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این موضوع به این معنی است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خواهان دریافت سود از شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود هستند. شرکت‌های سرمایه‌پذیر نیز برای اجابت خواسته سهامدار عمده خود، سود را بیش‌نمایی می‌کنند. یافته‌های تحقیق حاضر، با مبانی نظری فرضیه همسویی استراتژیک مطابقت دارد. همچنین با نتایج تحقیقات گذشته از جمله تحقیق پرادهان و دیگران (۲۰۱۲) و تحقیق تاناتاوی (۲۰۱۲) مطابقت دارد. آن‌ها در پژوهش‌های خود نشان داده بودند که نوع مالکیت رابطه‌ای مستقیم با عملکرد و سودآوری شرکت دارد. شواهد این پژوهش بر این نکته تأکید دارد که به علت وجود سهامداران عمده نهادی در ترکیب سهامداران شرکت‌ها و به دنبال آن عدم تفکیک محتوایی مالکیت از مدیریت، تضاد منافع میان مالک و مدیر مشاهده نمی‌شود. مالک به راحتی به

اطلاعات نزدیک است و به آن دسترسی دارد و در نتیجه به کیفیت و محتوای اطلاعات حسابداری اهمیت چندانی نمی‌دهد. این موضوع، شرایط بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه برای مدیر را فراهم می‌نماید. در نتیجه مدیر در راستای تأمین منافع سهامدار عمده مبنی بر دریافت سود بیشتر، منافع شخصی خود را نیز تأمین خواهد نمود. به بیان دیگر نوعی همسویی منافع میان مالک و مدیر وجود دارد. بدیهی است رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیر در بیش‌نمایی سود، موجب بروز مشکلات کارگزاری می‌شود. مشکلات مذکور منجر به اتخاذ تصمیمات غیر بهینه و تخصیص غیر کارای منابع توسط مدیر می‌شود. نتایج این پژوهش، عدم کارایی فرضیه نظارت کارا بر مدیریت را فراهم می‌آورد. این موضوع به عنوان یک دستاورد علمی در راستای اهداف تحقیق، می‌تواند اطلاعات و آگاهی سودمندی درباره ارتباط میان نهادهای سرمایه‌گذاری و بیش‌نمایی سود در اقتصادهای دولت محور ارائه نماید. هم چنین این تحقیق اهمیت ساختار مالکیت را در تبیین بیش‌نمایی سود را نمایان می‌سازد و بر این نکته تأکید دارد که مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری نمی‌تواند به عنوان یک مکانیزم نظارتی، رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت را در بیش‌نمایی سود در اقتصادهای دولت محوری چون اقتصاد ایران را محدود نماید. نتایج تحقیق حاضر می‌تواند در تجزیه و تحلیل کیفیت سود توسط استفاده کنندگان صورتهای مالی مورد استفاده قرار گیرد. از این رو، پیشنهاد می‌شود به منظور کاهش بیش‌نمایی سود، روش‌هایی از جمله خصوصی‌سازی شرکت‌ها و واگذاری آن‌ها به اشخاص حقیقی غیر وابسته به دولت، هم‌چنین به‌کارگیری مکانیزم‌های نظارتی مانند استقرار محتوایی نظام راهبری و ارتقای کیفیت حسابرسی در مؤسسات حسابرسی به کار گرفته شود.

### فهرست منابع

- \* آقایی، محمدعلی و چالاک، پری (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره ۴، صص ۷۷-۵۴.
- \* انصاری، عبدالمهدی، خورشیدی، علیرضا و علی شیرزاد (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و واقعی سود بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۵۳-۴۱.
- \* بنی‌مهد، بهمن و حامد کاظمی محسن‌آبادی (۱۳۹۱)، رابطه بین شاخص مدیریت سود و سطح سود سال آتی، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۱۹-۱.
- \* بنی‌مهد، بهمن، مرادزاده فرد، مهدی، ناصح، یعقوب (۱۳۹۳)، مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره ۹، صص ۱۶۸-۱۵۷.
- \* بهارمقدم، مهدی و کوهی، علی (۱۳۸۹)، بررسی نوع مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره ۲، صص ۹۳-۷۵.

- \* پورحیدری، امید (۱۳۸۳)، بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش و مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۳۶، صص ۶۳-۴۷.
- \* پورزمانی، زهرا، خریدار، احسان‌رضا (۱۳۹۲)، تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۴ (پیاپی ۲۰)، صص ۸۹-۷۹.
- \* تقوی، مهدی، جبارزاده کنگرلویی، سعید، خدایار یگانه، سعید (۱۳۸۹)، تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، سال اول، شماره سوم، صص ۱۳۳-۱۰۹.
- \* خواجه‌جوی، شکراله، داداش، ناصر و رضایی، غلامرضا (۱۳۹۳)، رابطه ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و عملکرد با استفاده از رویکرد تحلیل پوششی داده‌ها، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۳، صص ۷۴-۵۵.
- \* سعیدی، علی، شیرینی قهی، امیر (۱۳۹۱)، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره ۱۸، صص ۱۷۲-۱۵۳.
- \* ممشلی، بهمن و پرویز سعیدی (۱۳۹۴)، بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد و سامانه‌های مالی، دب، شرکت پندار اندیش رهپو، [http://www.civilica.com/Paper-MEFS01-MEFS01\\_008.html](http://www.civilica.com/Paper-MEFS01-MEFS01_008.html)
- \* مهرآذین، علیرضا (۱۳۸۷)، ارزیابی مدل‌های مبتنی بر اقلام تعهدی در کشف مدیریت سود، پایان‌نامه دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
- \* یعقوب‌نژاد، احمد، بنی‌مهد، بهمن و شکری، اعظم (۱۳۹۱)، ارائه الگو برای اندازه‌گیری مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۲، صص ۱۶-۱.
- \* Adut, D., Holder, A., Robin, A., (2013). Predictive versus opportunistic earnings management, Executive compensation, and firm performance., *Account. Public Policy* 32, 126-146.
- \* Almazan, A, Hartzell, JC & Starks, LT 2005, 'Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation', *Financial Management*, vol.34, no.4, pp5-35.
- \* Alves, Sandra, Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), 2012, 57-74.
- \* Athanasakou, Vasiliki E. & Strong Norman C. & Walker Martin , (2009), Earnings Management or Forecast Guidance to Meet Analyst Expectations?, *Accounting and Business Research*, Vol. 39. No. 1, PP. 3-35.
- \* Ayadi, W.M., Boujelbène, Y. (2014). The relationship between ownership structure and earnings quality in the French context. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 2(2), 80-87.
- \* Bange, M & De Bondt, W 1998, 'R&D budgets and corporate earnings targets', *Journal of Corporate Finance*, vol.4, pp153-84.

- \* Bushee, B 1998, 'Institutional investors, long-term investment, and earnings management', Working Paper, Harvard University.
- \* Chung, R, Firth M & Kim, J-B 2002, 'Institutional monitoring and opportunistic earnings management', *Journal of Corporate Finance*, vol.8, pp29-48.
- \* Claessens, S & Fan JPH 2002, 'Corporate governance in Asia: A survey', *International Review of Finance*, vol.3, no.2, pp71-103
- \* Colombo, M. G., Croce, A., C., & Murtinu, S. (2014). Ownership structure, horizontal agency costs and the performance of high-tech entrepreneurial firms. *Small Business Economics*, 42(2), 265–282.
- \* Cornett, MM, Marcus, AJ & Tehranian, H 2008, 'Corporate governance and pay for-performance: The impact of earnings management', *Journal of Financial Economics*, vol.87, no.2, pp357- 375
- \* Duggal, R & Millar, JA 1999, 'Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns', *Journal of Corporate Finance*, vol.5, pp103-17.
- \* Ebrahim, A 2007, 'Earnings management and board activity: An additional evidence', *Review of Accounting and Finance*, vol.6, no.1, pp42-58.
- \* Francis , B. Hasan, I., Li. L., (2016) A cross-country study of legal-system strength and real earnings management, *J. Account. Public Policy*, Forthcoming
- \* Ganguli s , (2013) , Persistent High Liquidity, Ownership Structure and Firm Performance: Indian Evidence , *Institute of Management Technology, India*
- \* Goldman, E., and S. L. Slezak.,(2006), An Equilibrium Model of Incentive Contracts in the Presence of Information Manipulation, *Journal of Financial Economics* 80 (3): PP.603–626.
- \* Guan, L., Pourjalali, H., Sengupta, P., & Teruya, J., (2001), The effect of cultural environment and accounting regulation on earnings manipulation: A five Asian- Pacific country analysis, *Journal of Accounting and Economics Research*, 32, 79-96 .
- \* Hassan . S.U., and Bello. A., (2013) Firm Characteristics and Financial Reporting Quality Of Listed Manufacturing Firms In Nigeria , *International Journal of Accounting, Banking and Management*, Vol. 1, No. 6, PP: 47 - 63
- \* Kamran, K., Shah, A. (2014). The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Earnings Management Practices: Evidence from Listed Companies in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 19(2), 27–70.
- \* Kim,I , Miller, S, Wan, H, Wang,B,. (2016) Drivers behind the monitoring effectiveness of global institutional investors:Evidence from earnings management, *Journal of Corporate Finance*, doi: [10.1016/j.jcorpfin.2016.06.006](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.006)
- \* Koh, P.S( 2003) On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia', *The British Accounting Review*, vol.35, pp105-128.
- \* Kothari, S.P., Leone, A.J. & Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- \* Kouaib, A., Jarboui, A. (2014). External audit quality and ownership structure: interaction and impact on earnings management of industrial and commercial Tunisian sectors. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 19, 78–89.
- \* Kravet, T., Shevlin, T., 2010. Accounting restatements and information risk. *Review of Accounting Studies* 15, 264–294.
- \* Iakhal, N. (2015). Corporate Disclosure, Ownership Structure And Earnings Management: The Case Of French-Listed Firms. *The Journal of Applied Business Research*, 31(4), 1493–1504.
- \* McNichols, Maureen F. & Stubben, Stephen R., (2008), Does Earnings Management Affect Firms, Investment Decisions, *The Accounting Review* Vol. 83, No. 6, PP. 1571-1603.

- \* Porter, M 1992, 'Capital choices: Changing the way America invests in industry', Journal of Applied Corporate Finance, vol.5, no.2, pp4-16.
- \* Pound, J., 1988, 'Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight', Journal of Financial Economics, vol.20, pp237-265.
- \* Pradhan s , Jee r ,(2012) , The Role of Ownership Structure in Firm Performance: A Study of Indian Manufacturing Firms , The IUP Journal of Corporate Governance, Vol. XI, No. 3, July 2012, pp. 36-47
- \* Siregar, S.V. and Utama, S. (2008), Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices:Evidence from Indonesia, The International Journal of Accounting, 43, 1-27
- \* Sundaramurthy, C, Rhoades, DL & Rechner, PL 2005, 'A Meta-analysis of the effects of executive and institutional ownership on firm performance', Journal of Managerial Issues, vol.17, no.4, pp494-510.
- \* Thanatawee t , (2012) , Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand , Graduate School of Commerce, Burapha University, Chonburi, 20131,Thailand

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> . Efficient Monitoring Hypothesis
- <sup>2</sup> . Cornett et al.
- <sup>3</sup> . McConnell and Servaes
- <sup>4</sup> . Elyasiani and Jia
- <sup>5</sup> . Almazan et al.
- <sup>6</sup> . Bange & De Bondt
- <sup>7</sup> . Bushee
- <sup>8</sup> . Chung et al.
- <sup>9</sup> . Cornett et al.
- <sup>10</sup> . Ebrahim
- <sup>11</sup> . Koh
- <sup>12</sup> . Strategic Alignment
- <sup>13</sup> . Claessens & Fan
- <sup>14</sup> . Porter
- <sup>15</sup> . Pound
- <sup>16</sup> . Sundaramurthy et al.
- <sup>17</sup> . Lakhali
- <sup>18</sup> . Colombo et al.
- <sup>19</sup> . Kouaib & Jarboui
- <sup>20</sup> . Kamran & Shah
- <sup>21</sup> . Ayadi & Boujelbène
- <sup>22</sup> . Utama & Siregar
- <sup>23</sup> . Kravet and Shevlin
- <sup>24</sup> . Adut, et al.
- <sup>25</sup> . Guan, et al.
- <sup>26</sup> . McNichols and Stubben
- <sup>27</sup> . Athanasakou,et al.
- <sup>28</sup> . Goldman,et al.
- <sup>29</sup> . Thanatawee
- <sup>30</sup> . Pradhan et al.
- <sup>31</sup> . Ganguli
- <sup>32</sup> . Alves