



فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری
سال اول / شماره دوم / تابستان ۱۳۹۱

بررسی اثر سهامداران عمده بر ارزش شرکت برخوردار از فرصت‌های سرمایه‌گذاری از دیدگاه رفتار فرصت طلبانه مدیران

حمیدرضا وکیلی‌فرد

عضو هیئت علمی و مدیر گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات

فواد قادری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری
Ghaderifoad46@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۰/۱۱/۲۰ تاریخ پذیرش: ۹۱/۲/۱

چکیده

این مقاله سعی دارد تا به ارزیابی نقش کنترلی سهامداران عمده و ارتباط آن با فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت سود در کشور ایران بپردازد. این موضوع بر گرفته از یک تحقیق با همین موضوع است که در کشور تایوان و در سال ۲۰۰۸ انجام شده است و با توجه به شباهت‌های موجود در ساختار مالکیت شرکتهای ایرانی با شرکتهای منطقه جنوب شرق آسیا و همچنین کشور تایوان، بررسی فرضیه‌های آن و نتایج حاصل از آن در شناخت بهتر اطلاعات مفید در تصمیم‌گیری از میان انبوه اطلاعات و نیز برآورد اهمیت نقش سهام‌داران عمده به عنوان یک عامل بازدارنده یا محرک مدیران در بروز رفتارهای فرصت طلبانه از ناحیه آنها موثر خواهد بود. در این مقاله سعی خواهد شد تا ضمن ارزیابی فرضیه‌های آرایه شده در تحقیق، و در جهت توسعه آن و به دلیل ارتباط تنگاتنگ موضوعی، به بررسی اهمیت برخوردار از نظام راهبردی شرکتی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بلطبع کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران بپردازیم.

در تحقیقات انجام شده نتایج نشان داد که شرکتهای برخوردار از فرصت‌های سرمایه‌گذاری رو به رشد، تمایل بسیاری به اعمال مدیریت سود دارند. همچنین نشان داد که در شرکتهایی که دارای سهامدار عمده هستند مدیریت سود اتفاق می‌افتد. نتایج بدست آمده نشان دهنده نقش بازدارندگی سهامداران عمده (بازدارندگی در مقابل افزایش ارزش شرکت به دلیل اهمیت دادن به منافع شخصی) و تاکید بر مدیریت سود است. این مقاله یک مشاهده تجربی است در مورد تاثیرگذاری سهامداران عمده بر کیفیت گزارشگری مالی در زمینه رشد فرصت‌های سرمایه‌گذاری.

واژه‌های کلیدی: فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مدیریت سود، اثرات محرک، اثرات بازدارنده، سهام‌داران عمده و ارزش شرکت.

۱- مقدمه

از نظر تئوری اثباتی حسابداری یک سازمان تجاری به منظور افزایش کارایی خود به عواملی از قبیل قانون، محیط فرهنگی، تکنولوژی، و قابلیت رقابتی صنعتش به منظور توسعه افق‌های آتی خود وابسته است، به عبارت دیگر تعیین مجموعه فرصتهای سرمایه‌گذاری برای واحد تجاری. این به مفهوم آن است که مجموعه فرصتهای سرمایه‌گذاری بر رفتار مدیران و تصمیم‌گیرندگان موثر است (میگر، ۱۳۸۹).

از نظر تئوری قراردادی حسابداری، مدیران می‌توانند از رویه‌های حسابداری خاصی به شکلی اثر بخش در جهت افزایش ارزش شرکت بهره ببرند، و یا در یک رویکرد فرصت‌طلبانه برای بهترین‌شان دادن وضعیت مدیریت در مقابل سایر بخشهای مرتبط (وکیلی فرد، ۱۳۸۸). هنگامیکه مدیران، اطلاعاتی خاص یا آگاهی ویژه‌ای در مورد فرصتهای سرمایه‌گذاری دارند، این احتمال وجود دارد که این مسئله بر انتخابشان موثر باشد (حسینی، ۱۳۸۹). در هر حال هزینه‌های نمایندگی در این گونه موارد به دلیل آنکه ممکن است مدیران در جهت افزایش منافع شخصی و ارتقای سطح رفاه شان و در عوض افزایش ارزش شرکت و به قیمت زیان سایر مدعیان دست به انتخاب بزنند، افزایش خواهد یافت (Watts, and Zimmerman, 1986).

از نظر تئوری قراردادی، شرکت با فرصتهای سرمایه‌گذاری متنوع را می‌توان از طریق ارزیابی نسبت سرمایه‌گذاری به دارایی‌های ثابت شناخت (Holthausen, 1990)، که تشخیص و مشاهده آن برای سهامداران در خارج از شرکت بسیار سخت است (Jensen and Meckling, 1995). بنابراین مدیران در شرکتهای بزرگ و رو به رشد بسیار متمایل به رفتارهای فرصت‌طلبانه‌ای هستند (میگر، ۱۳۸۹)، که بصورت مضاعفی غیر قابل ارزیابی بودن شرکتهای توسعه یافته را افزایش می‌دهد. از پیامدهای غیرقابل ارزیابی بودن فعالیتهای مدیریت و بالا بودن احتمال رفتار فرصت‌طلبانه مدیران آن است که شرکتهای توسعه یافته نسبت به شرکتهای غیر توسعه یافته از ریسک بالاتری برخوردار می‌شوند (Jensen and Meckling, 1995). بعلاوه به نظر می‌رسد در شرکتهای بزرگ کنترل‌های اثربخشی وجود ندارند (Brickley & et al, 1997)، سیستم کنترلی برقرار شده ممکن است تنها قابلیت حفاظتی نسبت به مجموعه‌ای از عملیات معمولی را داشته باشد. یک محیط کنترل داخلی ضعیف همچنین از این پتانسیل برخوردار است که به "رویدادهای عمدی ناشی از مدیریت سود" اجازه وقوع دهد (Myers, 1975). بنابراین گزارشات مالی واحدهای تجاری بزرگ بطور بلقوه، غیر قابل تکاست، که باعث افزایش احتمال بروز مدیریت سود می‌شود.

در ایران نیز مالکیت شرکتهای سهامی عام غالباً به شکلی است که در آن یک سهامدار عمده و یک مجموعه سهامدار خرد ترکیب مالکیت را تشکیل می‌دهند از این رو موضوع مورد بحث در فضای اقتصادی جامعه ما نیز به راحتی قابل بررسی است و نتایج آن در جهت اصلاح ساختارهای اقتصادی و پیشرفت در جهت دستیابی به یک شکل کاملتر از بازارهای مالی موثر خواهد بود. این مقاله یک مشاهده تجربیست در مورد تاثیرگذاری سهامداران عمده بر کیفیت گزارشگری مالی به منظور کسب فرصتهای سرمایه‌گذاری .

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارایی‌های مشهود و نامشهود سرمایه‌ای هستند زمانی که شرکت به موجودیت خود ادامه می‌دهد به شرکت ارزش افزوده می‌بخشد. و وقتی شرکت به طرف ورشکستگی می‌رود از بین می‌رود. یا به عبارتی دیگر فرصتی (شانسی) را که شرکت برای سرمایه‌گذاری کردن جهت افزایش ظرفیت تولید، ایجاد خطوط جدید تولید جایگزینی و نگهداری دارایی‌های موجود و کاهش هزینه‌ها بدست می‌آورد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری گویند. **سهامداران عمده:** سهامداران عمده در این تحقیق عبارتند از سهامدارانی که بالاترین درصد، از سهام عادی شرکت را در اختیار دارند (Smith, and Watts 1992).

مدیریت سود: آرتور لوید مدیریت سود را به عنوان رویه ای تعریف نموده است که طی آن «گزارشات سود نشان دهنده آمال و خواسته‌های مدیریت و نه عملکرد واقعی شرکت می‌باشد» (Andersen, Francis, and Stokes. 1993).

ارزش شرکت: در تعیین ارزش شرکت عوامل مختلفی از قبیل سودخالص، سود تقسیمی، نرخ رشد شرکت در تعیین ارزش شرکت در بازار موثر می‌باشند. مفاهیم اصلی در این رابطه عبارتند از (Doyle, and McVay. 2007):

ارزش با فرض تداوم فعالیت: ارزش یک شرکت می‌تواند بر حسب سودهای آتی، سودهای تقسیمی یا رشد مورد انتظار تجاری بیان شود.

ارزش تصفیه: برابر است با ارزش خالص دارایی‌های شرکت یا ارزش تصفیه آن.

ارزش بازار: برابر است با ارزش اوراق بهادار آن در بازار.

ارزش دفتری: این ارزش از استانداردهای حسابداری و از طریق ترازنامه قابل محاسبه است.

رفتار فرصت طلبانه: رفتار فرصت طلبانه مدیر اقتضا می کند در گزارش سود دخل و تصرف کند. مدیریت سود یک رفتار فرصت طلبانه از جانب مدیریت برای دست یابی به اهدافی خاص می باشد (Fredinand a Gul-Judy.Tsui, 1998).

نقش بازدارنده: هرگونه رفتار سهامدار عمده که منجر به سواستفاده از سرمایه سهامداران جزء و همچنین اعتباردهندگان به قصد کسب منافع شخصی مغایر با اهداف شرکت و با استفاده از منابع شرکت انجام گیرد، که در نهایت منجر به ناتوانی شرکت در بهره بردن از فرصت های سرمایه گذاری پیشرو و از دست دادن مزیت رقابتی و در نهایت کاهش ارزش شرکت شود، بیانگر نقش بازدارنده سهامداران عمده می باشد.

پراکندگی مالکیت میان سهامداران جزء در شرکتهای امروزی اولین بار توسط Berle و Means در ۱۹۳۲ مطرح شد و بر مبنای آن مالکیت از مدیریت عملیات روزمره جداست و این مسئله منجر به بروز تنش میان مالکان و مدیران می شود. بهرحال، مشکل اساسی که از نظر تئوری نمایندگی در این گونه شرکتهای و از یک منظر اقتصادی رخ می دهد عبارتست از بروز تنش میان منافع سهامداران عمده و سهامداران خرد (Ken Y. Chen.2008). La porta et al. در ۱۹۹۹ اولین مقاله‌ای است که موضوع سهامداران عمده را به بحث گذاشت، و بر خلاف Berle و Means به این نتیجه رسید که نسبت کمی از شرکتهای از یک مالکیت پراکنده برخوردارند، بویژه در کشورهایی که سهامداران از حمایت و حفاظت ضعیفی برخوردارند. La porta et al. در ۱۹۹۹ نشان دادند که در کشورهایی که حفاظت از سرمایه داران ضعیف اجرا می شود شرکتهای سهامی خاص متمایل به تمرکز بیشتر و اجتناب از مشکلات حقوقی هستند، این مسئله را به شکلی آشکار در بازارهایی از قبیل تایوان می-توان مشاهده کرد. Claessens et al. در سال ۲۰۰۰ نتایج لاپورتا را به کل آسیای شرقی تعمیم داد چرا که مدیران شرکتهای منطقه معمولاً با سهامداران عمده آن شرکت نسبت فامیلی دارند. آنها نشان دادند که در شرکتهای با مالکیت خانوادگی و شرکتهای کوچک جدایی مالکیت از مدیریت یک مسئله کاملاً ظاهری است. به طور ویژه در کشورهای کره، سنگاپور و تایوان که شرکتهای بزرگ با مالکیت خانوادگی وجود دارند این مشکل به طور چشمگیری مطرح می باشد (Ibid). ما کرانه‌های این تحقیق را تا آنجا توسعه دادیم که بتوان اهمیت نقش نظام راهبردی شرکتی را از طریق ارزیابی اثرات بازدارنده سهام داران عمده بر رابطه میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت سود برآورد کرد. به عنوان یک پی آمد، فرضیه خود را به صورت زیر توسعه می دهیم: اثرات بازدارنده سهام داران عمده .

اثر بازدارندگی سهامداران عمده به این مسئله می پردازد که سهامداران عمده قصد دارند تا منافع خود را به هزینه سهامداران جزء تامین نمایند (Ibid). بطور مثال، سهامداران عمده با استفاده از گروههای هرمی و holding-Cross براحتی می توانند مالکیت و کنترل را از هم جدا کنند به شکلی که برای سهامداران جزء کشف منفعت طلبی سهامداران عمده مشکل باشد. سهامداران عمده می توانند هیات مدیره‌ای انتخاب کنند که به آنها گرایش دارد و به عبارت دیگر منافع آنها را با هزینه سهامداران جزء تامین می کنند.

مطالب قبلی در رابطه با سهامداران عمده اساسا با ارزش شرکت در ارتباط است. بر مبنای اثرات محرک سهامداران عمده، ارزش شرکت زمانی افزایش می یابد که جریان نقدی در دست سهامداران عمده افزایش یابد. برای قرارگرفتن در صف سایر رقبا، سهامداران عمده تمایل دارند تا در پروژه هایی با NPV مثبت شرکت نمایند و بنابراین مدیران فرصت میابند تا ثروت سهامداران را به نسبت ادعایشان بر جریانات نقدی آتی شرکت افزایش دهند (Demsetz and Lehn, 1993).

وانگ، ۲۰۰۶ بیان کرده است که ساختار مالکیت کیفیت صورتهای مالی را تحت تاثیر قرار می دهد و نیز متوجه شد که کیفیت سود با مالکیت خانوادگی مرتبط است که از اثر محرک سهامداران عمده حمایت می کند. مضاف بر این، سهامداران عمده در شرکتهای با فرصتهای سرمایه گذاری عمده ممکن است متقاضی افزایش سطح کیفی گزارشگری مالی شوند، ممکن است سود حسابداری برای کاهش مشکلات حقوقی از طریق در ردیف هم قرار دادن منافع مدیران و سهامداران یا اعتباردهندگان خارجی استفاده شود. بر اساس این مباحث نیز سوال اول ما عبارتست از :

• آیا در شرکتهای برخوردار از فرصت های سرمایه گذاری که دارای سهامدار عمده

هستند مدیریت سود اتفاق می افتد، یا خیر؟

در مقابل دیدگاه فوق و به منظور بررسی نقش بازدارنده سهامداران عمده، ارزش شرکت ارتباط مستقیمی با تفکیک مالکیت از کنترل جریانات نقدی دارد (Lemmon and Lins, 2003). بر اساس مبحث آثار بازدارنده، سهامداران عمده که کنترل دارایی های شرکت را به عهده دارند بشکل بلقوه می توانند از وجوه استفاده شخصی نمایند و یا در جهت منافع شخصی خود منابع را در پروژه هایی با NPV منفی سرمایه گذاری نمایند. به این شکل برای سهامداران عمده فرصتی دست می دهد تا با کمترین هزینه بر ثروت خود بیفزایند.

سهامداران عمده قصد دارند از طریق مدیریت سود حسابداری از سایر مالکان سلب مالکیت نمایند (Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002)، بنابراین ما می پذیریم که سهامداران عمده در شرکتهای برخوردار از فرصتهای سرمایه گذاری بسیار متمایل به اعمال مدیریت سود هستند ،

چرا که شرکتهای برخوردار از فرصتهای سرمایه‌گذاری نسبت به رقبای توسعه نیافته خود از ریسک بالاتری برخوردارند (Jensen and Meckling 1995). بر اساس مباحث مطرح شده، به بیان سوال دوم می‌پردازیم:

- آیا سهام‌داران عمده بر ارزش شرکت نقش بازدارنده ایفا می‌کنند یا نقش افزاینده؟

۳- فرضیه‌های تحقیق

به منظور پاسخگویی به سوالات پژوهش که در واقع بیانگر اهداف این تحقیق می‌باشند، فرضیه‌های زیر را مطرح می‌نماییم:

فرضیه دوم: در شرکتهای برخوردار از فرصتهای سرمایه‌گذاری، مدیریت سود اتفاق می‌افتد.
فرضیه سوم: سهام‌داران عمده در مقابل افزایش ارزش شرکت نقشی بازدارنده ایفا می‌کنند.

۴- روش‌شناسی و متغیرهای تحقیق

در این تحقیق از روش رگرسیون خطی برای بررسی وجود رابطه میان متغیرها استفاده شده است. این تحقیق شامل سه متغیر اصلی به شرح زیر می‌باشد:

- فرصت‌های سرمایه‌گذاری (متغیر مستقل).
- سهام‌داران عمده (متغیر مستقل).
- مدیریت سود (متغیر وابسته).

متغیر فرصتهای سرمایه‌گذاری: در این تحقیق از نسبت ارزش بازار دارایی‌ها بر ارزش دفتری برای تعیین فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است.

مدیریت سود

ممکن است ارقام تعهدی بتوانند که در خصوص مدیریت سود شواهدی به دست دهند، چراکه این ارقام بازتاب‌کننده انتخاب‌ها و تخمین‌های حسابداری مدیران می‌باشند و میتوان این تخمین را با دخالت دادن نقش شناخته شده سودها و زیان‌هایی که وقوع آنها تابع زمانی مشخصی ندارد بهبود بخشید.

اگر بتوانیم ارقام تعهدی را اندازه‌گیری نماییم قادر به محاسبه مدیریت سود خواهیم بود از این رو با استفاده از مدل آماری زیر ابتدا به برآورد ارقام تعهدی می‌پردازیم (Jensen, 1976):

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DCF_{i,t} + \alpha_5 DCF_{i,t} * CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

متغیرهای مدل فوق عبارتند از :

ACC: جمع اقلام تعهدی مورد انتظار شرکت i در سال t تقسیم بر جمع کل دارایی ها.

ΔREV : تغییرات درآمدهای عملیاتی شرکت i در سال t تقسیم بر جمع کل دارایی ها.

PPE: دارایی‌های استهلاک ناپذیر شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی ها.

CFO: جریانات نقدی عملیاتی شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی ها.

DCF: شاخص ساختگی بودن جریانات نقدی منفی که ارزشی بین ۰ تا ۱ می‌پذیرد.

DCF زمانی ارزش ۱ می‌پذیرد که جریانات نقدی سال بیان گر وقوع زیان در آن سال مالی باشند .

DCF * CFO: بیان گر زیان اقتصادی است .

$$DA_{i,t} = ACC_{i,t} - [\alpha_0 + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DCF_{i,t} + \alpha_5 DCF_{i,t} * CFO_{i,t}]$$

در مدل فوق DA معرف اقلام تعهدی غیر عادی است که از اختلاف بین اقلام تعهدی واقعی و

مورد انتظار قابل محاسبه است (۱۹).

اقلام تعهدی واقعی را می‌توان از تفاضل میان سود خالص و جریانات نقدی عملیاتی برآورد نمود.

مدل رگرسیون: از مدل رگرسیون زیر برای محاسبه ارتباط میان مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری

و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران بهره می‌بریم:

$$ADA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IOS_{it} + \beta_2 CEO_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 BIG_Nit + \beta_6 LAG_ADA_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 F_INST_{it} + \beta_9 MGT_HOLD_{it} + \beta_{10} A_CHN_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} ROA_SQ_{it} + \beta_{13} LOSS_{it} + u_{it}$$

ADA: خالص ارزش اقلام تعهدی احتیاطی

IOS: مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری

یک عامل مرکب است که به وسیله آنالیز چند عامل معمولی و از چهار عامل زیر برآورد می‌شود:

ثبات = مخارج سرمایه ای + تحقیق و توسعه + مالکیت

MVAGR = افزایش هندسی ارزش بازار دارایی ها

MKTBKASS = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی در پایان سال که در این تحقیق مورد

استفاده قرار گرفته است.

R& = نسبت هزینه تحقیق و توسعه به ارزش دفتری دارایی ها

CEO: متغیر شاخص اندازگیری که اگر مدیر و صاحب شرکت یک نفر باشند برابر ۱ خواهد بود

- SIZE: (جمع کل دارایی ها) Ln.
- LEV: نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها
- BIG_N: شاخص ارزیابی حساسیتی
- LAG_ADA: خالص ارزش ارقام تعهدی غیر عادی
- CFO: جریان نقدی عملیاتی برای شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی ها.
- F_INSTI: درصدی از سهام عادی که در اختیار سهام داران خارجی است
- A_CHNI: خالص ارزش تغییرات در سود سال جاری قبل از ارقام غیر مترقبه
- MGT_HOLD: درصد سهام در اختیار مدیریت
- ROA: نسبت باز گشت سرمایه
- ROA_SQ: توان دوم ROA
- LOSS: متغیر شاخص اندازه گیری که میزان آن ۱ است اگر شرکت دو سال متوالی زیان شناسایی کرده باشد.
- جامعه آماری که مدل های فوق در آن مورد بررسی قرار گرفته اند عبارتست از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که حائز شرایط زیر باشند:
- ۱) حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۴ به عضویت بورس اوراق بهادار تهران در آمده باشند.
 - ۲) دوره مالی شرکتهای، منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند هر سال باشد.
 - ۳) شرکتهای سودآور باشند.
 - ۴) شرکتهای سرمایه‌گذاری شامل محدوده آماری تحقیق مورد نظر نمی شوند.
 - ۵) شرکت ها در دوره مورد رسیدگی دارای سهامدار عمده باشند.
 - ۶) کلیه داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق برای دوره تحقیق موجود باشد.
- در این تحقیق تعداد شرکتهای جامعه پس از در نظر گرفتن محدودیت‌های تحقیق ۱۴۰ شرکت بوده است که از این تعداد طبق رابطه کوکران ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه با روش نمونه گیری تصادفی ساده انتخاب شده است.

۵- نتایج تحقیق

خلاصه جداول حاصل از اجرای مدل های فوق در جهت بررسی فرضیه های مطرح شده و در چارچوب جامعه آماری مورد اشاره به شرح زیر می باشد:

مدل ۱:

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DCF_{i,t} + \alpha_5 DCF_{i,t} * CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن

نتایج بصورت زیر می باشد:

متغیر وابسته	میانگین نرمال	انحراف معیار نرمال	آماره خی دو	مقدار احتمال
ACC	۰.۰۵	۰.۰۱	۱.۳۹۲	۰.۰۵۲
ADA	۰.۱۶	۰.۰۲	۱.۰۰۹	۰.۲۶۱

از این جدول می توان دریافت که متغیرهای وابسته در سطح خطای ۵ درصد نرمال هستند.

ضرایب همبستگی: در جدول زیر خلاصه شاخصهای آماری مورد نظر برای این آزمون آمده است:

متغیر	شاخص	ACC	REV	PPE	CFO
ACC	همبستگی	۱	۰.۳۲۲	-۰.۱۳۶	-۰.۳۹۷
	مقدار احتمال		۰.۰۰۱	۰.۱۷۲	۰.۰۰۰
REV	همبستگی		۱	-۰.۰۴۱	۰.۵۰۴
	مقدار احتمال			۰.۶۸۴	۰.۰۰۰
PPE	همبستگی			۱	۰.۱۳۳
	مقدار احتمال				۰.۱۸۳
CFO	همبستگی				۱
	مقدار احتمال				

با توجه به این جدول همبستگی بین متغیرهای زیر تایید می شود:

REV//ACC

CFO//ACC

CFO//REV

نتایج در جداول زیر ارائه می گردد:

ضریب همبستگی چندگانه (R)	ضریب تعیین (R ²)	ضریب تعیین تعدیل شده (adj R ²)	آماره F	مقدار احتمال ارزشمندی مدل
۰.۴۳۳	۰.۱۸۸	۰.۱۶۳	۷.۵۵۴	۰.۰۰۰

از جدول فوق نتایج زیر حاصل می‌شود:

- ضریب همبستگی چندگانه میزان همبستگی متغیر ACC را با متغیرهای مستقل نشان می‌دهد که نسبتاً متوسط می‌باشد.
- چون ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده هر دو ضعیف می‌باشند، مدل اول چندان مناسب نیست.
- چون مقدار احتمال برای آماره F از سطح خطای ۵ درصد کمتر است، پس فرضیه معنی دار است. یعنی مدل حاضر ارزشمند می‌باشد. یعنی حداقل یکی از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه خطی دارد.

حال ضرایب مدل بصورت زیر ارائه می‌گردد:

متغیرها	ضرایب مدل	آماره تی ضرایب	مقدار احتمال آماره تی
عرض از مبدا (a)	۰.۱۴۳	۴.۹۷۷	۰.۰۰
REV	-۰.۲۵۱	-۱.۶۷۸	۰.۰۹۶
PPE	-۰.۰۷۵	-۱.۱۲۸	۰.۲۶۲
CFO	-۰.۲۴	-۲.۷۳۷	۰.۰۰۷

- در ستون اول جدول فوق نام متغیرهای مستقل مدل ۱ آمده است.
- در ستون دوم ضرایب محاسبه شده (b) برای این مدل آمده است.
- در ستون سوم برای آزمون وجود ضرایب مورد نظر در مدل، از آماره تی استفاده شده است.
- در ستون چهارم مقدار احتمال برای آماره تی ضرایب آمده است. چون برای عرض از مبدا و متغیر CFO مقدار احتمال از سطح معنی داری ۵ درصد کمتر است، حضور این دو مورد در مدل تایید می‌شوند.

مدل ۱ در نهایت بصورت زیر است:

$$ACC = 0.143 - 0.24 CFO$$

یعنی بدون وجود هیچ عامل تاثیر گذاری، مقدار ACC بطور متوسط ۰.۱۴۳ واحد خواهد بود. و به ازای افزایش ۱ واحد CFO، مقدار ACC به میزان ۰.۲۴ کم می‌شود.

مدل ۲:

$$DAI_{i,t} = ACCI_{i,t} - [\alpha_0 + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DCF_{i,t} + \alpha_5 DCF_{i,t} * CFO_{i,t}]$$

در مدل فوق DA معرف ارقام تعهدی غیر عادی است که از اختلاف بین ارقام تعهدی واقعی و مورد انتظار قابل محاسبه است.

در واقع در این مدل اختلاف بین متغیر وابسته ACC با متغیرهای تاثیر گذار سمت راست آن بررسی می شود.

مدل رگرسیون: از مدل رگرسیون زیر برای محاسبه ارتباط میان مجموعه فرصتهای سرمایه گذاری و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران بهره می بریم:

مدل ۳:

$$ADA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IOS_{it} + \beta_2 CEO_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 BIG_Nit + \beta_6 LAG_ADA_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 F_INSTI_{it} + \beta_9 MGT_HOLD_{it} + \beta_{10} A_CHNI_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} ROA_SQ_{it} + \beta_{13} LOSS_{it} + uit$$

نتایج در جداول زیر ارائه می گردد:

مقدار احتمال ارزشمندی مدل	آماره F ارزشمندی مدل	ضریب تعیین تعدیل شده (adj R ²)	ضریب تعیین (R ²)	ضریب همبستگی چندگانه (R)
۰.۰۰	۹.۲۸۳	۰.۳۳۰	۰.۳۷۰	۰.۶۰۸

از جدول فوق نتایج زیر حاصل می شود:

- ضریب همبستگی چندگانه میزان همبستگی متغیر ADA را با متغیرهای مستقل دیگر نشان می دهد که مناسب می باشد.
- چون ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده هر دو متوسط می باشند، مدل نسبتا مناسب است.
- چون مقدار احتمال برای آماره F از سطح خطای ۵ درصد کمتر است، پس فرضیه معنی دار است. یعنی مدل حاضر ارزشمند می باشد. یعنی حداقل یکی از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه خطی دارد.

حال ضرایب مدل بصورت زیر ارائه می گردد:

متغیرها	ضرایب مدل	آماره تی ضرایب	مقدار احتمال آماره تی
عرض از مبدا (a)	-۰.۰۴۱	-۰.۷۷۴	۰.۴۴۱
IOS	-۰.۰۲۲	-۲.۹۵۱	۰.۰۰۴

متغیرها	ضرایب مدل	آماره تی ضرایب	مقدار احتمال آماره تی
Size	۰.۰۱۱	۳.۰۹۰	۰.۰۰۳
LEV	۰.۰۷۶	۲.۵۵۱	۰.۰۱۲
Lag_Ada	۰.۰۰۱	۰.۲۰۹	۰.۸۳۵
CFO	۰.۲۰۴	۵.۷۲۰	۰.۰۰
A_CHNI	۰.۲۴۲	۲.۵۴۴	۰.۰۱۳

- در ستون اول جدول فوق نام متغیرهای مستقل مدل ۳ آمده است.
 - در ستون دوم ضرایب محاسبه شده (b) برای این مدل آمده است.
 - در ستون سوم برای آزمون وجود ضرایب مورد نظر در مدل، از آماره تی استفاده شده است.
 - در ستون چهارم مقدار احتمال برای آماره تی ضرایب آمده است. چون برای متغیرهای IOS، Size، LEV، A_CHNI و CFO مقدار احتمال از سطح معنی داری ۵ درصد کمتر است، حضور این متغیرها در مدل ۳ در مقابل ADA تایید می شود و سایر متغیرها تایید نمی شوند. مدل نهایی تایید شده بصورت زیر است:

$$ADA = - 0.022 IOS + 0.011 Size + 0.076 LEV + 0.204 CFO$$

یعنی به ازای ۱ واحد افزایش متغیر IOS، متغیر ADA به میزان ۰.۰۲۲ واحد کم می شود. به ازای ۱ واحد افزایش متغیر Size، متغیر ADA به میزان ۰.۰۱۱ واحد زیاد می شود. به ازای ۱ واحد افزایش متغیر LEV، متغیر ADA به میزان ۰.۰۷۶ واحد زیاد می شود. و به ازای ۱ واحد افزایش متغیر CFO، متغیر ADA به میزان ۰.۲۰۴ واحد زیاد می شود.
 از مدل رگرسیون زیر برای نشان دادن اثر سهامدار عمده بر رابطه میان فرصت های سرمایه گذاری و رفتار فرصت طلبانه مدیران استفاده می کنیم. در این مقاله با استفاده از وارد نمودن درصد مالکیت سهام دار عمده در مدل فوق این اثر استفاده شده است.

مدل ۴:

$$ADA = \beta_1 + \beta_2 IOS_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_7 CEO_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} BIG_N_{it} + \beta_{11} LAG_ADA_{it} + \beta_{12} CFO_{it} + \beta_{13} F_INSTI_{it} + \beta_{14} MGT_HOLD_{it} + \beta_{15} A_CHNI_{it} + \beta_{16} ROA_{it} + \beta_{17} ROA_SQ_{it} + \beta_{18} LOSS_{it}$$

نتایج بصورت زیر است:

مقدار احتمال ارزشمندی مدل	آماره F ارزشمندی مدل	ضریب تعیین تعدیل شده ($adj R^2$)	ضریب تعیین (R^2)	ضریب همبستگی چندگانه (R)
۰.۰۰	۶.۶۴۷	۹۶۰.۳	۲۳۰.۴	۷۰.۶۵

از جدول فوق نتایج زیر حاصل می شود:

- ضریب همبستگی چندگانه میزان همبستگی متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل نشان می دهد.
 - چون ضریب تعیین و ضریب تعدیل شده هر دو حداکثر می باشند، مدل مناسب است.
 - چون مقدار احتمال برای آماره F از سطح خطای ۵ درصد کمتر است، پس فرضیه معنی دار است. یعنی مدل حاضر ارزشمند می باشد.
- حال ضرایب مدل بصورت زیر ارائه می گردد:

متغیرها	ضرایب مدل	آماره تی ضرایب	مقدار احتمال آماره تی
عرض از مبدا (a)	-۰.۰۳۸	-۰.۶۳۸	۰.۵۲۵
IOS	-۰.۰۳۰	-۰.۷۱۳	۰.۷۵۹
Size	۰.۰۱۳	۳.۳۲۸	۰.۰۰۱
LEV	۰.۰۷۱	۲.۳۷۱	۰.۰۲۰
Lag_Ada	-۰.۰۰۲	-۰.۳۱۴	۰.۷۵۴
CFO	۰.۱۴۷	۲.۶۲۷	۰.۰۱۰
A_CHNI	۰.۲۴۰	۲.۴۸۸	۰.۰۱۵
CFR	-۰.۰۲۱	-۰.۸۷۴	۰.۳۸۴
CFO*CFR	۰.۲۰۱	۲.۰۵۱	۰.۰۴۳
DEV	-۰.۰۸۳	-۱.۱۱۳	۰.۲۶۹
DEV*IOS	۰.۱۰۴	۰.۴۴۳	۰.۶۵۹

- در ستون اول جدول فوق نام متغیرهای مستقل مدل ۴ آمده است.
- در ستون دوم ضرایب محاسبه شده (b) برای این مدل آمده است.
- در ستون سوم برای آزمون وجود ضرایب مورد نظر در مدل، از آماره تی استفاده شده است.

- در ستون چهارم مقدار احتمال برای آماره تی ضرایب آمده است. چون برای متغیرهای Size، LEV، A_CHNI و CFO و CFO*CFR مقدار احتمال از سطح معنی داری ۵ درصد کمتر است، حضور این متغیرها در مدل ۴ در مقابل ADA تایید می‌شود و سایر متغیرها تایید نمی‌شوند. مدل نهایی تایید شده بصورت زیر است:

$$ADA = 0.013 \text{ Size} + 0.071 \text{ lev} + 0.147 \text{ CFO} + 0.24 \text{ A_CHNI} + 0.201 \text{ CFO*CFR}$$

یعنی به ازای ۱ واحد افزایش متغیر Size، متغیر ADA به میزان ۰.۰۱۳ واحد زیاد می‌شود. به ازای ۱ واحد افزایش متغیر lev، متغیر ADA به میزان ۰.۰۷۱ واحد زیاد می‌شود. به ازای ۱ واحد افزایش متغیر CFO، متغیر ADA به میزان ۰.۱۴۷ واحد زیاد می‌شود. به ازای ۱ واحد افزایش متغیر A_CHNI، متغیر ADA به میزان ۰.۲۴ واحد زیاد می‌شود. و به ازای ۱ واحد افزایش متغیر CFO*CFR، متغیر ADA به میزان ۰.۲۰۱ واحد زیاد می‌شود.

۶- نتیجه گیری و بحث

بر اساس نتایج مدل ۱ و ۲ در نمونه انتخابی از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای سهامدار عمده هستند مدیریت سود اتفاق می‌افتد و رابطه مدل نهایی عبارتست از:

$$ACC = 0.143 - 0.24 \text{ CFO}$$

قدر مطلق نتایج بدست آمده از مدل ۲ در مدل های ۳ و ۴ مورد استفاده خواهند بود. فرضیه اول: در شرکتهای برخوردار از فرصتهای سرمایه‌گذاری، مدیریت سود اتفاق می‌افتد. بر اساس نتایج مدل ۳، مدل نهایی تایید شده بصورت زیر است:

$$ADA = -0.022 \text{ IOS} + 0.011 \text{ Size} + 0.076 \text{ lev} + 0.204 \text{ CFO}$$

به عبارت دیگر بر اساس داده های این مدل برای کل ۵ سال وجود رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و مدیریت سود پذیرفته می‌باشد اما این رابطه بصورت معکوس برقرار می‌باشد. یعنی به ازای ۱ واحد افزایش متغیر IOS، متغیر ADA به میزان ۰.۰۲۲ واحد کم می‌شود. فرضیه دوم: سهامداران عمده در مقابل افزایش ارزش شرکت نقشی بازدارنده ایفا می‌کنند. بر اساس نتایج حاصل از مدل ۴، مدل نهایی عبارتست از:

$$ADA = 0.013 \text{ Size} + 0.071 \text{ lev} + 0.147 \text{ CFO} + 0.24 \text{ A_CHNI} + 0.201 \text{ CFO*CFR}$$

همانگونه که مدل نهایی فوق نشان میدهد، براساس داده های کل ۵ سال، اثر سهامدار عمده بر رابطه میان فرصت های سرمایه گذاری و مدیریت سود یک رابطه پذیرفته شده است و نوع رابطه آن نیز حاکی از نقش بازدارنده سهامدار عمده بر افزایش ارزش شرکت در صورت برخورداری از فرصت های سرمایه گذاری و به وسیله افزایش جریان مدیریت سود می باشد. یعنی به ازای ۱ واحد افزایش متغیر CFO*CFR، متغیر ADA به میزان ۰.۲۰۱ واحد زیاد می شود.

در این تحقیق سعی شد تا به بررسی نقش نظام حاکمیت شرکتی در شرکتها از دیدگاه اثرات محرک و بازدارنده سهامداران عمده بر رابطه میان فرصتهای سرمایه‌گذاری و مدیریت سود پرداخته شود. یافته های این تحقیق از فرضیه‌های آن حمایت می‌کند. یافته های تحقیق ابتدا نشان داد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری محاسبه شده از طریق نسبت ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری آنها با مدیریت سود محاسبه شده در ارتباط است و سپس نشان داد که سهامداران عمده از طریق متغیر های بازدارنده و متغیر های محرک بر این رابطه اثر گذارند. و در نهایت نقش سهامداران عمده در قبال افزایش ارزش شرکت، بگونه ایست که از افزایش مدیریت سود پشتیبانی و باعث کاهش ارزش شرکت می شود.

نتایج حاصله از این تحقیق بیانگر نقش ارزنده ایست که نظام راهبری شرکتی قادر است در پیشبرد اهداف سازمانی شرکت ها و از طریق کاهش نفوذ سهامداران عمده بر رفتار مدیران، به منظور حفظ منافعشان و همچنین جلوگیری از خود سری های مدیران به منظور سو استفاده از منابع شرکت ها جهت دستیابی به اهداف شخصی ایفا نماید. نظام راهبری دستیابی به اهداف فوق در شرکت ها را از طریق برقراری کمیته حسابرسی و گسترش دامنه نفوذ آن از طریق ارتقای سطح گزارشگری درون سازمانی و افزایش سطح استقلال حسابرسان داخلی امکان پذیر می نماید.

فهرست منابع

- ۱) حسینی، سید علی، مدیریت سود نظریه ها و رویکردها، (۱۳۸۹)، مجله بورس اقتصادی، شماره ۹۲.
- ۲) میگر، مایکل، ترجمه رحمانی، علی، (۱۳۸۹)، کمیته حسابرسی و مدیریت سود، مجله بورس اقتصادی شماره ۹۲.
- ۳) وکیلی فرد، حمیدرضا، تصمیم گیری در مسائل مالی، (۱۳۸۸)، چاپ اول، تهران، انتشارات جنگل.
- 4) Andersen, D., J. Francis, and D. Stokes. (1993). Auditing, directorships and the demand for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy* 12 (4): 353-375.

- 5) Ball, R., and L. Shivakumar. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain
- 6) Brickley, J., C. Smith, and J. Zimmerman. (1997). *Managerial Economics and Organizations Architecture*. Chicago: Irwin.
- 7) Claessens S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance* (December): 2741-2771.
- 8) Demsetz, H., and K. Lehn. (1993). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*:1155-1177.
- 9) Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting *Journal of Accounting and Economics* 44:193-223.
- 10) Fredinand a Gul-Judy Tsui (1998). "A teste of the free cash flow and debet monitorin hypo eses:Evidence form audit prining"*Journal of Accouting and Economics* 4-P219.
- 11) Holthausen, R. (1990). Opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics* 10: 207-218.
- 12) Jensen, M., and W. Meckling. 1995. Specific and general knowledge, and organizational structure. *Journal of Applied Corporate Finance* 8 (Summer):4-18.
- 13) Jensen, Michael C. (1976). "Theory of the firm." *Handbook of Financial Economics* .
- 14) Ken Y. Chen. (2008), *The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders*.
- 15) Lemmon, M., and K. Lins. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance* (August): 1445-1468.
- 16) Myers, Stewart C. (1975). *A Note on the Determinents of Corporate Debt Capacity*.
- 17) Shleifer A.,and R. W. Vishny. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- 18) Smith, C., and R. Watts. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32: 263-292.
- 19) Watts, R., and J. Zimmerman. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall, pp. 360-361