

تبیین ارتباط بین حاکمیتی شرکتی و کیفیت سود با نقش تعدیلی جریان نقد آزاد

دکتر غلامرضا فرساد امان‌اللهی^{۱*}، دکتر امیرضا کیقبادی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۰/۲

تاریخ دریافت: ۹۷/۴/۱۳

چکیده

ساختار مالکیت متفاوت و نقش فعال سهام‌داران، ممکن است به تغییر در رفتار شرکت‌ها منجر شود. در این پژوهش حاکمیت شرکتی با استفاده از مؤلفه‌های مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی به‌عنوان متغیرهای مستقل، جریان نقد آزاد، نقش متغیر تعدیل‌گر و بازده دارایی‌ها به‌عنوان متغیرهای کنترلی و کیفیت سود به‌عنوان متغیر وابسته است. در این پژوهش، برای تجزیه تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیونی با روش اثرات ثابت، و نیز، از اطلاعات ۱۳۶ شرکت فعال در بورس و اوراق بهادار تهران، در طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ استفاده شده است. یافته این پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی و کیفیت سود رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد. به‌علاوه، تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و کیفیت سود، منفی و معنادار است. این نتیجه، با یافته‌های جنسن (۲۰۰۴) و علیقلی و همکاران (۱۳۹۱)، فیل سرابی و همکاران (۱۳۹۴) منطبق است و با یافته مشایخ و همکاران (۱۳۸۵)، منطبق نیست که از دلایل عدم تطابق، می‌توان به عواملی، مانند شرایط رکود اقتصادی حاکم بر بازار سرمایه ایران اشاره کرد.

کلیدواژه‌ها: ساختار مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، جریان نقد آزاد، کیفیت سود.

۱. مقدمه

از دید درون‌سازمانی، توانایی پیش‌بینی نتایج فعالیت‌های آتی، به‌ویژه جریان نقدی اداره امور را در کارآترین شکل خود ممکن می‌سازد و به اتخاذ تصمیمات بهینه عملیاتی، سرمایه‌گذاری، تأمین مالی منجر می‌شود. ازسوی دیگر، بسیاری از تصمیمات استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی نیز مبتنی بر اطلاعات جریان‌های نقدی آتی است. بنابراین، در بین موضوعات پژوهش در حسابداری و مدیریت مالی، شاید چیزی محرک‌تر از کیفیت سود نباشد. کیفیت سود، میزان تداوم سود

در شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد زیادی وجود دارد، مدیران تمایل دارند در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که منافع شخصی خود را حداکثر سازند. بنابراین، جریان نقد آزاد بالا، به مسئله نمایندگی منجر می‌شود؛ زیرا مدیران تمایل دارند که وجوه نقد را برای فعالیت‌هایی استفاده کنند که کمک کمی به بالا رفتن ارزش شرکت می‌کنند. باوجود این، شناسایی هزینه‌های نمایندگی جریان نقد آزاد، بسیار مشکل است (فلمنینگ^۳ و پولسن^۴، ۲۰۱۳).

g.f1966@yahoo.com

a.keyghobadi@iauctb.ac.ir

3. Fleming, K.

*۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران مرکزی،

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران مرکزی،

4. Poulsen, A.

اطلاعات حسابداری طبقه‌بندی شده است، چراکه تماماً با استفاده از اطلاعات حسابداری اندازه‌گیری می‌شود و سه ویژگی آخر به‌عنوان ویژگی‌های بازار طبقه‌بندی شده است، چراکه نوعاً مبتنی بر ارتباط بین داده‌های بازار و داده‌های حسابداری است. بر پایه مدل‌های تئوریک، این ارتباط مورد آزمون قرار گرفت و درنهایت، این نتیجه حاصل شد که شرکت‌هایی که به میزان کمتری از ویژگی‌های کیفی بهره می‌برند، هزینه سرمایه بالاتری را تجربه می‌کنند. هزینه سرمایه، بیشتر تحت‌تأثیر ویژگی‌های کیفی ناشی از اطلاعات حسابداری، به‌ویژه ویژگی تعهدی بودن است. این نتایج، با کنترل متغیرهای اندازه شرکت، جریان وجه نقد و تغییرات فروش و افزایش سرمایه انجام گرفت.

رحمان‌خان^۴ و همکاران (۲۰۱۶)، در مقاله خود، تمرکز مالکیت شرکت را روی حق‌الزحمه حسابرسی در اقتصادهای نوظهور بررسی کردند. بنگلادش به‌عنوان یکی از نمونه‌های مورد استفاده است. پژوهش‌های قبلی نشان دادند که معناداری حق‌الزحمه حسابرسی در بنگلادش پایین است. به‌علاوه، در بنگلادش، بخش خصوصی از طریق تمرکز مالکیت بالا کنترل می‌شود. تئوری نمایندگی، پیش‌بینی می‌کند که در یک بازار کارآ، مدیران در وضعیتی با تمرکز مالکیت بالا، انگیزه کافی برای انجام حسابرسی زیاد را دارند؛ اما مدیران در اقتصادهای نوظهور، که بازار قوی ندارند، ممکن است انگیزه‌های مشابه انگیزه بالا نداشته باشند.

نتایج پژوهش حق‌الزحمه حسابرسی، با اسپانسر و تمرکز مالکیت شرکت رابطه منفی معنی‌داری دارد. این موضوع نشان می‌دهد که در بنگلادش، شرکت‌ها از زمانی که از طریق حامیان مالی و سهام‌داران نهادی کنترل می‌شوند، حق‌الزحمه حسابرسی کمی پرداخت می‌کنند.

ابراهیم^۵ و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان «مالکیت نهادی خارجی، سود و فرار مالیات»، درباره روابط بین این متغیرها بررسی انجام دادند. داده‌های نمونه آنها از

شرکت است و این تداوم، تابعی از تعهدات است که تعهدات را می‌توان تغییر در دارایی‌های غیرنقدی، پس از کسر بدهی‌ها تعریف کرد (نمازی، ۱۳۹۳).

ازجمله مواردی که در پیش‌بینی سود از آن استفاده می‌شود، سود و کیفیت سود و به‌طور جزئی‌تر کیفیت ارقام تعهدی است که تأثیر به‌سزایی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی دارند. کیفیت سود، که شاید بهتر باشد گفته شود، کیفیت بخش تعهدی سود به ارقام تعهدی بستگی دارد و ارقام تعهدی نیز که خود به خود به اختیاری و غیراختیاری مجزا می‌شوند، کیفیتشان به برآورد ارقام آن وابسته است (قالیباف اصل، ۱۳۸۷). اما مسئله این است که میزان تأثیرگذاری ارقام عادی تعهدی و نیز ارقام تعهدی غیرعادی بر روی جریان‌های نقدی به چه اندازه و در چه جهتی است. چنین ارتباطی، به‌ویژه درباره ارقام تعهدی غیرعادی (اختیاری) که از سوی مدیران قابل دستکاری و تغییر است، قابل توجه‌تر است و چنانچه این مسئله، یعنی میزان و جهت تأثیرگذاری این ارقام که اجزای کیفیت سود هستند، بر جریان‌های نقدی آتی مشخص شود، می‌توان رفتارهای مدیران را نسبت به مقادیر اختیاری این ارقام بررسی کرد و همچنین، نظر تحلیل‌گران و استفاده‌کنندگان از این اطلاعات را به به‌کارگیری این اطلاعات در راستای پیش‌بینی جریان نقدی آتی جلب کرد (آنگ^۱ و دینگ^۲، ۲۰۰۵). باتوجه به مطالب فوق، پرسش زیر مطرح می‌شود:

آیا بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با نقش تعدیلی جریان نقد آزاد رابطه معنادار وجود دارد؟

۲. پیشینه پژوهش

لافوند^۳ و همکاران (۲۰۱۶)، در این پژوهش، درباره ارتباط بین هزینه سرمایه و هفت ویژگی کیفی سود، شامل تعهدی بودن، پایدار بودن، قابلیت پیش‌بینی، هموار بودن، مربوط بودن به موقع بودن و محافظه‌کارانه بودن سود، بررسی انجام داده است. در این پژوهش، چهار ویژگی اول به‌عنوان ویژگی

1. Ang, J.

2. Ding, D.

3. LaFond, K.

4. Rehman Khan

5. Ibrahim Aramide Salihu

حق الزحمه حسابرسی مشاهده نشده است که نشان می‌دهد اداره‌کنندگان شرکت دولتی به تضمین اضافی حسابرس، به دلیل نظارت دقیق قانونگذار (دولت)، نیازی ندارند. نتیجه پژوهش، همچنین، مؤید ارتباط منفی بین استقلال کمیته حسابرسی و حق الزحمه حسابرسی بود که نشان می‌دهد، حسابرسان با وجود یک کمیته حسابرسی مستقل، از تلاش و حق الزحمه خود می‌کاهند، زیرا آنان می‌پذیرند که چنین کمیته‌ای، ریسک گزارشگری مالی و کنترل شرکت را کاهش می‌دهد.

علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت/موقت و مدیریت مؤثر سود»، به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. آنها بیان داشتند که بر مبنای ادبیات موجود، در شرکت‌هایی که سود را به‌طور مؤثر مدیریت نمی‌کنند، سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت با سطح اقلام تعهدی اختیاری افزایش یافته درآمد مرتبط هستند و در شرکت‌هایی که سود را به‌طور مؤثر مدیریت می‌کنند، به‌طور منفی با سطح اقلام تعهدی اختیاری افزایش یافته درآمد همساز شده با عملکرد مرتبط هستند.

فیل‌سرای (۱۳۹۴)، درباره اثر وجود حاکمیت شرکتی در سازمان‌ها بر کیفیت سود، بررسی انجام دادند و با توجه به یافته‌های پژوهش، استفاده از سود به‌عنوان معیار مهم برای تصمیم‌گیری، مورد تهدید قرار می‌گیرد و باعث کاهش کیفیت آن می‌شود. حاکمیت شرکتی، به‌عنوان یکی از سازوکارهای کنترلی، می‌تواند عامل مهمی در راستای بهبود عملکرد مالی شرکت باشد و ساختاری را فراهم می‌کند تا اهداف شرکت تبیین شود.

هدف از این مقاله، مروری بر مطالعات تجربی انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی و شناختن اجزای مؤثر آن و بررسی اثر آنها بر کیفیت گزارشگری و عملکرد مالی شرکت است و در پایان، درباره تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود گزارش شده

گزارش سالانه FTSE بورس مالزی برای ۱۰۰ شرکت، طی دوره مالی سال ۲۰۰۹، ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱، استخراج شد و با استفاده از چهار اقدام مشابه از اجتناب از مالیات و سه اقدام مربوط به منافع سرمایه‌گذاران خارجی و با استفاده از روش آماری پانل دیتا، داده‌ها را با برآوردگر سیستم (GMM)، تجزیه و تحلیل کردند. آنها دریافتند که رابطه مستقیم و معناداری بین منافع سرمایه‌گذاران خارجی و اقدامات اجتناب مالیاتی شرکت‌های بزرگ در میان شرکت‌های بزرگ مالزی، با توجه به نوسانات مستقیم و منفی سود وجود دارد.

دسندر^۱ و استینر^۲ (۲۰۱۵)، در بررسی ارتباط بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و حق الزحمه حسابرسی، به این نتیجه رسیدند که خدمات حسابرسی و استقلال هیئت مدیره، زمانی که مالکیت پراکنده است، مکمل هم هستند؛ که این امر نشانگر این است که مالکیت متمرکز و ترکیب هیئت مدیره در نظارت بر مدیریت، جانشین‌های مناسبی برای هم هستند و نیز نتیجه گرفتند که بین ترکیب‌های هیئت مدیره (استقلال و دوگانگی مدیرعامل) و حق الزحمه حسابرسی ارتباط وجود دارد.

هی^۳ و همکاران (۲۰۰۴)، در مطالعه‌ای روی ۱۳۰ نمونه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیوزلند، طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۳، نشان دادند که کنترل‌ها و راهبری شرکت قوی‌تر، به‌طور مستقیم با تقاضا برای خدمات حسابرسی مستقل در ارتباط است. الگوی کلی نتایج پژوهش آنها از این فرضیه پیروی می‌کند که رابطه مستقیم و پیچیده‌ای میان عناصر مختلف کنترلی هست که این امر به دلیل وجود روابط بین‌ذی‌نفعان شرکت، ماهیت ریسک مربوط و کنترل‌های در دسترس است.

شارما^۴ و هو^۵ (۲۰۱۵)، به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر فرایند حسابرسی از طریق بررسی حق الزحمه حسابرسی در شرکت‌های دولتی پرداختند. در این پژوهش، هیچ ارتباط معنی‌داری بین اکثر متغیرهای نظام راهبری شرکت و

1. Desnder, C. R.

2. Steiner, T. L.

3. Hi, T.

4. Sharma, S. S.

5. Ho, K. W.

انجام کار، از نوع تحقیقات پس‌رویدادی است. فرضیه‌های پژوهش براساس روش تحلیل رگرسیون خطی چندگانه مورد آزمون قرار گرفت.

۱. جامعه آماری، متشکل از ۱۰۲ شرکت ۶۱۲ سال- شرکت، از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌جز شرکت‌هایی که عضو صنایع واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری‌ها، بیمه‌ها و بانک‌ها (باتوجه به تفاوت در ماهیت فعالیت) است که با استفاده از روش غربالگری انتخاب شد. در این پژوهش، حاکمیت شرکتی، با استفاده از مؤلفه‌های مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی به‌عنوان متغیرهای مستقل، جریان نقد آزاد نقش متغیر تعدیل‌گر و بازده دارایی‌ها به‌عنوان متغیرهای کنترلی و کیفیت سود به‌عنوان متغیر وابسته است.

۳-۱. فرضیه‌های پژوهش

۱. تأثیر مالکیت نهادی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران،
۲. تأثیر مالکیت مدیریتی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران،
۳. تأثیر جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت نهادی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران،
۴. تأثیر جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها

۴-۱. آمار توصیفی داده‌ها

تجزیه و تحلیل داده‌ها، با استفاده از شاخص‌های مرکزی، همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول ۱ ارائه شده است.

در صورت‌های مالی بررسی انجام شده است. نتایج حاکی از آن است که وجود حاکمیت شرکتی می‌تواند به شرکت‌ها در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کند. شناختن سازوکارهای حاکمیتی شرکتی که به افزایش کیفیت گزارشگری مالی منجر شود، دارای اهمیت ویژه‌ای است.

کردستانی و مجدی (۱۳۹۵)، در این پژوهش، رابطه بین پنج ویژگی کیفی سود، شامل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به‌موقع بودن و محافظه‌کارانه بودن سود با هزینه سرمایه سهام عادی را بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش، حاکی از تأثیر برخی ویژگی‌های سود بر هزینه سرمایه سهام بود. در این پژوهش، با کنترل متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و ضریب تغییرات سود (ریسک عملیاتی)، نتایج پژوهش وجود رابطه منفی بین ویژگی‌های کیفی سود، شامل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به‌موقع بودن و هزینه سرمایه سهام عادی را تأیید می‌کند که این رابطه از نظر آماری معنی‌دار است، اما بین محافظه‌کارانه بودن سود و هزینه سرمایه رابطه معناداری مشاهده نشد.

نوروش و مجدی (۱۳۹۵)، در این پژوهش، در پاسخ به این سؤال که آیا کیفیت سود با هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد یا خیر، ابتدا آزمون فرض آماری F را برای تأیید وجود رابطه خطی بین کیفیت سود و هزینه سرمایه استفاده کردند و سپس برای تعیین نوع رابطه کیفیت سود و هزینه سرمایه، مدل رگرسیون یک‌متغیره را به‌کار بردند.

۳. روش‌شناسی پژوهش

در پژوهش حاضر، رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با نقش تعدیلی جریان نقد آزاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. پژوهش از لحاظ هدف، از نوع تحقیقات کاربردی و از لحاظ

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های پژوهش

نوع متغیر	متغیرها	نماد	شاخص‌های مرکزی		شاخص پراکندگی	شاخص‌های توزیع	
			میانگین	میانه		ضریب کسپیدگی	ضریب انحراف استاندارد
وابسته	کیفیت سود	DA	۱/۸۷۰	۱/۳۲۳	۲/۳۶۰	۴/۳۴۹	۲۷/۸۴
			۱۷۰	۴۱۴	۵۹۹	۶۳۶	۱۵۳
مستقل	جریان نقد آزاد	FCF	-۰/۶۳۵	-۰/۵۲۲	۳/۳۲۸	۱۲/۶۵	۲۰۳/۴
			۸۳۲	۷۴۱	۱۴۰	۴۶۶	۱۳۳
مستقل	مالکیت نهادی	INS	-۰/۳۷۷	-۰/۲۶۷	-۰/۳۳۳	-۰/۴۵۸	۱/۷۵۵
			۶۹	۲۰۰	۵۵۹	۵۹۸	۵۱۳
مستقل	مالکیت مدیریتی	MO	-۰/۴۱۴	-۰/۳۴۵	-۰/۳۴۵	-۰/۱۱۹	۱/۴۱۷
			۸۷۶	۴۰۰	۳۲۵	۷۵۹	۵۲۱
مستقل	بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۰۳۵	-۰/۰۲۲	۳/۳۲۸	۱۲/۶۵	۲۰۳/۴
			۷۹۵	۷۴۰	۱۴۲	۴۶۷	۱۳۳

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۴-۲. آمار استنباطی

باتوجه به نتایج آزمون IPS در جدول ۲، چون مقدار p-value برای تمامی متغیرها کمتر از ۰,۰۵ است، در نتیجه، این متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند. در نتیجه، نتایج آزمون IPS نشان می‌دهد که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

۴-۲-۱. آزمون مانایی متغیرها

در این قسمت به بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. به‌منظور بررسی پایایی، از آزمون لوین، لین و چو^۱ (۱۹۹۷) استفاده شد. نتایج این آزمون در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون پایایی (IPS)

منغیر	W-Statistic	p-value
DA	-۱۲/۵۸۷۹۹	۰/۰۰۰۰
INS	-۷/۹۷۳۷۷۴	۰/۰۰۰۰
MO	-۷/۹۷۳۷۷۴	۰/۰۰۰۰
FCF	-۲۳/۷۷۵۵۶	۰/۰۰۰۰
ROA	-۲۳/۷۷۵۵۱	۰/۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۴-۲-۲. آزمون F

برای تشخیص اینکه باید از روش پولی نگدیتا استفاده شود یا از روش داده‌های تلفیقی، آماره F محاسبه می‌شود.

جدول ۳. آزمون F

فرضیه‌ها	آماره F	احتمال	p-value	نتیجه	آماره هاسمن	احتمال	p-value	نتیجه
فرضیه ۱	۵/۲۸۸۵۵۳	۰/۰۰۰۰	P<0.05	داده‌های تابلویی	۰/۸۶۲۱۱۶	۰/۶۴۹۸	P≥0.05	اثرات تصادفی
فرضیه ۲	۵/۱۲۹۶۴۱	۰/۰۰۰۰	P<0.05	داده‌های تابلویی	۱/۰۶۴۱۲۸	۰/۶۵۶۴	P≥0.05	اثرات تصادفی
فرضیه ۳	۵/۲۵۴۵۳۸	۰/۰۰۰۰	P<0.05	داده‌های تابلویی	۱/۹۲۱۶۶۳	۰/۷۵۰۲	P≥0.05	اثرات تصادفی
فرضیه ۴	۵/۳۶۹۷۴۶	۰/۰۰۰۰	P<0.05	داده‌های تابلویی	۱/۸۷۴۱۲۵	۰/۷۵۴۳	P≥0.05	اثرات تصادفی

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در تمامی فرضیه‌ها، با توجه به اینکه مقدار p-value است:

$$DA = \beta_0 + \beta_1 INS + \beta_2 MO + \beta_3 FCF + \beta_4 (FCF * INS) + \beta_5 (FCF * MO) + \beta_6 ROA + \epsilon it$$

به دست آمده از آزمون F کوچک‌تر از ۰,۰۵ است، فرض صفر رد می‌شود (p-value < 0.05) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. به علاوه، با توجه به مقدار p-value به دست آمده از آزمون هاسمن که بزرگ‌تر از ۰,۰۵ است، فرض صفر آزمون هاسمن، تأیید و روش اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

که در آن:

DA: کیفیت سود،

INS: مالکیت نهادی،

MO: مالکیت مدیریتی،

FCF: جریان نقد آزاد،

ROA: نرخ بازده دارایی.

۴-۲-۳. آزمون t

با استفاده از داده‌های سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۰، مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش برآورد شد و مدل مذکور به صورت زیر

جدول ۴. تخمین مدل فرضیه‌های پژوهش

کیفیت سود				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
C	۰/۰۰۳۸۴۸	۰/۰۰۵۱۴۹	۰/۷۴۷۲۶۲	۰/۴۵۵۳
FCF	۷۶/۲۵۷۹۸	۲۳/۰۱۵۷۳	۳/۳۱۳۲۹۹	۰/۰۰۱۰
INS	۰/۱۰۸۲۰۵	۰/۰۳۱۱۶۳	۳/۴۷۲۲۳۹	۰/۰۰۰۶
MO	۱/۰۸۳۱۶۵	۰/۰۰۹۷۹۵	۱۱۰/۵۸۰۰	۰/۰۰۰۰
FCF*INS	-۱/۱۲۲۱۴۹	۰/۰۱۰۳۵۳	-۱۰۸/۳۸۵۵	۰/۰۰۰۰
FCF*MO	-۰/۰۲۳۴۶۹	۰/۰۰۶۸۰۸	-۳/۴۴۷۳۶۵	۰/۰۰۰۶
ROA	-۷۳/۴۳۰۶۵	۲۲/۸۶۰۷۶	-۳/۲۱۲۰۸۳	۰/۰۰۱۴
آماره دوربین واتسون	۱/۹۳۰۲۷۶		آماره فیشر	۱۸/۷۴۳۸۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۵۳۰۴۲		سطح معناداری فیشر	۰/۰۰۰
ضریب تعیین				۰/۷۱۷۵۵۳

مأخذ: یافته‌های پژوهش

توجیه متغیر وابسته در رگرسیون مناسب بوده است. همچنین، آماره دوربین واتسون ۱,۹۳ است که در فاصله بین ۱,۵ تا ۲,۵،

ضریب تعیین تعدیل شده این تخمین، ۰/۷۵۳ است و این مقدار، بیانگر آن است که تعداد و نوع متغیرهای انتخابی برای

بیانگر عدم خودهمبستگی بین باقیمانده مدل است.

۵. نتایج آزمون فرضیه‌ها

۵-۱. فرضیه اول

بین مالکیت نهادی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد.

همان‌گونه که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر مالکیت نهادی (INS)، $0/108205$ و عدد معناداری (Prob) آن $0/0006$ است. باتوجه به آماره t و p -Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد. این نتیجه با یافته‌های علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، فیل‌سرایبی (۱۳۹۴) مطابقت دارد؛ و با یافته‌های هاشیمودیوی (۲۰۰۸) و نیو (۲۰۰۶) متضاد است. دلیل عدم تطابق با نتایج فرضیه مشابه انجام‌شده از سوی هاشیمودیوی (۲۰۰۸)، و نیو (۲۰۰۶)، می‌توان به شرایط محیط اقتصادی دو کشور، از قبیل تحریم حاکم بر محیط اقتصادی ایران و رکود اقتصادی، بازده زمانی و شیوه گزارشگری اطلاعات اشاره کرد. از آنجا که بیشتر شرکت‌های ایران تحت تملک نهادهای دولتی است، باتوجه به شیوه‌های نظارتی و ابزارهای در دست نهادهای دولتی، نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر عملکرد و سیاست‌های شرکت دارند، در حالی که پژوهش هاشیمودیوی (۲۰۰۸) و نیو (۲۰۰۶)، تحت شرایطی انجام شده است که در آن کشور عمده سهام شرکت‌ها در اختیار بخش خصوصی بوده و ابزار نظارتی بخش دولتی بسیار کم‌رنگ است.

۵-۲. فرضیه دوم

بین مالکیت مدیریتی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد.

همان‌گونه که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، ضریب متغیر مالکیت مدیریتی (MO)، $0/083165$ و عدد معناداری (Prob) آن $0/0000$ است. باتوجه به آماره t و p -Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد. این نتیجه با یافته‌های علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، فیل‌سرایبی (۱۳۹۴) مطابقت دارد؛ و با یافته‌های نیو (۲۰۰۶) متضاد است. از دلایل عدم تطابق پژوهش نیو (۲۰۰۶)، با نتایج فرضیه مشابه، می‌توان به عوامل بسیاری که تحت کنترل پژوهشگر نیستند، اشاره کرد، از جمله: شرایط رکود اقتصادی حاکم بر بازار سرمایه ایران؛ در حالی ممکن است پژوهش مشابه در شرایط تورم یا رونق انجام شده باشد؛ یا از دیگر عوامل می‌توان به تفاوت در بازده زمانی کار انجام‌شده، اشاره کرد.

۵-۳. فرضیه سوم

جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت نهادی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

همان‌گونه که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، ضریب متغیر جریان وجه نقد آزاد* مالکیت نهادی (FCF*INS)، $1/122149$ و عدد معناداری (Prob) آن $0/0000$ است. باتوجه به آماره t و p -Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت نهادی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. این نتیجه با یافته‌های علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، و فیل‌سرایبی (۱۳۹۴) مطابقت دارد؛ و با یافته‌های هاشیمودیوی (۲۰۰۸) و نیو (۲۰۰۶) متضاد است. دلیل عدم تطابق را می‌توان به عوامل بسیاری که تحت کنترل پژوهشگر نیست، از جمله شرایط رکود اقتصادی حاکم بر بازار سرمایه ایران اشاره کرد، در حالی ممکن است پژوهش مشابه انجام‌شده در شرایط تورم یا رونق باشد، یا از دیگر

عوامل می‌توان به تفاوت در بازده زمانی کار انجام‌شده و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، از جمله کیفیت سود و جریان وجه نقد آزاد اشاره کرد.

۴-۵. فرضیه چهارم

جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. همان‌گونه که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، ضریب متغیر جریان وجه نقد آزاد* مالکیت مدیریتی (FCF*MO)، 0.23469 و عدد معناداری (Prob) آن 0.0006 است. باتوجه

به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. این نتیجه با یافته‌های علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، فیل‌سرای (۱۳۹۴) مطابقت دارد؛ و با یافته نیو (۲۰۰۶) متضاد است. در توجیه این نتیجه، می‌توان شرایط ویژه بازار سرمایه ایران، طی ادوار گذشته و متأثر شدن از تحریم‌های بین‌المللی را دلیلی بر تفاوت نتیجه پژوهش با پژوهش‌های بین‌المللی دانست. این نتیجه با یافته‌های علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، فیل‌سرای (۱۳۹۴) مطابقت دارد و با یافته مشایخ و همکاران (۱۳۸۵) متضاد است.

جدول ۵. نتایج فرضیه‌های پژوهش

نتیجه	فرضیات پژوهش	ردیف
عدم رد	تأثیر مالکیت نهادی بر کیفیت سود	فرضیه اول
عدم رد	تأثیر مالکیت مدیریتی بر کیفیت سود	فرضیه دوم
عدم رد	تأثیر جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت نهادی و کیفیت سود	فرضیه سوم
عدم رد	تأثیر جریان وجه نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و کیفیت سود	فرضیه چهارم
عدم رد	تأثیر بازده دارایی بر کیفیت سود	متغیر کنترلی

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج حاصل از فرضیه‌های اول و دوم نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی و کیفیت سود رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد و نیز نتایج حاصل از فرضیه سوم و چهارم بیانگر تأثیر منفی و معنادار جریان‌های نقد آزاد بر رابطه بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و کیفیت سود است. این نتیجه مؤید فرضیه جنسن (۲۰۰۴) است، که بیان می‌کند مدیران در شرکت‌های با جریان نقد آزاد بالاتر، بیشتر دست به کیفیت سود می‌زنند. به این ترتیب، جریان‌های نقد آزاد، محرکی برای کیفیت سود هستند. به عبارت دیگر، با افزایش در مالکیت نهادی، مدیریتی، کیفیت سود کاهش می‌یابد. این نتیجه با یافته‌های علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، فیل‌سرای (۱۳۹۴) مطابقت دارد و با یافته مشایخ و

همکاران (۱۳۸۵) متضاد است.

باتوجه به نتایج حاصل از پژوهش و مشخص بودن تأثیر طبقات مختلف مالکیت بر کیفیت سود، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در هنگام اتخاذ تصمیمات خرید و فروش، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی را هم به‌عنوان متغیرهای تصمیم‌گیری در نظر داشته باشند. از طرفی دیگر، جریان‌های نقد آزاد شرکت‌ها می‌تواند به‌عنوان محرکی برای کیفیت سود تلقی شود؛ از سوی دیگر، باتوجه به مطالب مطرح‌شده در بخش جریان‌های نقد آزاد، امروزه معیارهایی از قبیل سود و بازده دارایی‌ها به‌تنهایی نمی‌تواند به‌منظور ارزیابی عملکرد مدیران به‌کار برده شوند، بلکه لازم است این معیارها در کنار معیارهای جریان‌های نقد آزاد در نظر گرفته شوند. بنابراین، به سهام‌داران و سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که به جریان‌های

- و حسابرسی ۴۴، ۱۴۷ - ۱۲۹.
- مرادزاده، مهدی؛ ناظمی، مهدی؛ غلامی، رضا؛ فرزانی، حجت‌الله. ۱۳۸۷. «بررسی رابطه بین مالکیت سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران ۵۵، ۹۸-۸۵.
- نمازی، محمد. ۱۳۹۳. «رقابت در بازار محصول و کیفیت اطلاعات حسابداری»، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ششم، شماره دوم، پیاپی ۳/ ۶۷، ص ۱۶۶-۱۳۱.
- نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی. ۱۳۹۱. «بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهام‌داران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱، ۴۲-۱۸.
- نوروش، ایرج و مجیدی، مجید. ۱۳۹۵. «بررسی رابطه بین کیفیت سود با هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۴۳، ۱۶۰-۱۳۵.
- نویدی، علی. ۱۳۸۵. «حاکمیت شرکتی و نقش‌های نوین هیئت مدیره؛ دبیر کمیته مدیران»، هشتمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، ص ۱۹-۱.
- Ang, J. & Ding, D. 2005. "Government Ownership and the Performance of Government-Linked Companies: The Case of Singapore", *Journal of Multinational Financial Management* 16, 64-88.
- Dechow, p. & Skinner, D. 2000. "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators", *Accounting Horizons* 14, 235-250.
- Desnder, C. R. & Steiner, T. L. 2015. "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Non-Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy", *Financial Review* 34, 119-136.
- Fleming, K. & Poulsen, A. July 2013. "Free Cash
- نقد آزاد واحدهای تجاری توجه داشته باشند و آن را در مدل تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند.
۱. باتوجه به اینکه اطلاعات استفاده‌شده برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیات مبتنی بر اطلاعات تاریخی است و اثرات تورم لحاظ نشده، پیشنهاد می‌شود پژوهشگران، در تحقیقات آتی، همین پژوهش را با در نظر گرفتن اثر تورم انجام دهند و با پژوهش انجام‌شده مقایسه کنند.
۲. پژوهش حاضر در شرایط رکود انجام شده است، بنابراین پیشنهاد می‌شود پژوهشگران آتی، این پژوهش را در سایر شرایط، از جمله رونق انجام دهند و با پژوهش انجام‌شده مقایسه کنند.
۳. موضوع پژوهش حاضر را می‌توان در صنایع مختلف و برای سال‌های بیشتری بررسی کرد و انتظار می‌رود، باتوجه به تفاوت ماهیت فعالیت شرکت‌ها در صنایع مختلف و قلمرو زمانی بیشتر، نتایج متفاوتی حاصل شود.

مرجع‌ها

- خانی، محسن و ادهم، رضا. ۱۳۸۸. «پایان بازی مدیریت سود»، حسابدار ۱۶۶، ۲۷-۲۵.
- شیخ خوزین، علی و رضایی، یاسر. ۱۳۹۱. «بررسی رابطه بین وجود کمیته حسابرسی و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پنجمین کنفرانس ملی علوم مدیریت نوین، ۱۰۶-۸۲.
- علیقلی، منصوره و جلیلیان، عادل. زمستان ۱۳۹۱. «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت/موقت و مدیریت مؤثر سود»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال اول، شماره چهارم، ص ۲۸-۱۹.
- فیل‌سرای، بهمن. ۱۳۹۴. «حسابداری ساختگی و تأثیر حاکمیت شرکتی»، حسابدار ۱۹۸، ۱۹-۱۶.
- قالیباف اصل، حمید. ۱۳۸۷. مدیریت مالی. انتشارات پوران پژوهش. کردستانی، غلامرضا و مجدی، حسین. ۱۳۹۵. «رابطه بین پنج ویژگی کیفی سود، شامل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به‌موقع بودن و محافظه‌کارانه بودن سود با هزینه سرمایه سهام عادی»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری

- LaFond , K.; Lobo, G. J.; Mathieu. R. 2016. “Managerial Incentives for Income Smoothing through Bank Loan Loss Provisions”, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 20(1), 63-80.
- Rehman Khan, Sultana Chic Auvers, T. 2016. Auditor Conservatism, Abnormal Accruals, and Going Concern Opinions”, *Working paper*, Available at: [www. b. kobeu. ac. Jp](http://www.b.kobeu.ac.jp), PP. 230-245
- Sharma, S. S. & Ho, K. W. 2015. “Market Response to Product-Strategy and Capital-Expenditure Announcements in Singapore: Investment Opportunities and Free Cash Flow”, *Financial Management* 26, 82-88.
- Takya, and Interview. 2015. “The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance”, *Hospitality Management* 26, 517-530.
- Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions”, *The Journal of Finance*, 771-787.
- Hi, T.; Inoue, H.; Ito, A.; Kuroki, F.; Masuda, H. 2004. “Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998”, *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 239-265.
- Ibrahim Aramide Salihu, Hairul Azlan Annuar, Siti Normala Sheikh Obid. 2015. “Foreign Investors’ Interests and Corporate Tax Avoidance: Evidence from an Emerging Economy”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11, 138-147.
- Jensen, M. 2004. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. 1999. “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure”, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.