



مدیریت سود واقعی، سطوح و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها

فرشید خیرالهی^۱

اسحاق بهشور^۲

فرزاد ایوانی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۳/۱۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۱/۱۵

چکیده

مدیریت سود از طریق اقلام واقعی، یکی از پیامدهای مهم تضاد منافع بین سهامداران و مدیران می‌باشد و یکی از مهمترین مواردی که مدیران باید در مورد آن به مالکان پاسخگو باشند، چگونگی به‌کار گرفتن وجوه داخلی است که بر ارزشیابی سهامداران از نگهداشت وجه نقد، مؤثر می‌باشد. هدف این مقاله، شناخت رابطه بین مدیریت سود واقعی و سطوح و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد بوده است. در این مقاله برای اندازه‌گیری مدیریت سود از مدل‌های رویکردی (۲۰۰۶) و جنی (۲۰۱۰) و برای اندازه‌گیری ارتباط نگهداشت وجه نقد و مدیریت سود از مدل‌های تعدیل یافته اوپلر (۱۹۹۹) و فاما و فرنچ (۱۹۹۸) استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و روش حداقل مربعات تعمیم یافته تلفیقی استفاده شده است. نتایج حاکی از این بوده است که، بین مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و سرمایه‌گذاران نگهداشت وجه نقد را در شرکت‌های با مدیریت سود واقعی در سطح بالا، کاهش می‌دهند.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود واقعی، سطوح نگهداشت وجه نقد، ارزشیابی نگهداشت وجه نقد، مسئله نمایندگی.

۱- استادیار حسابداری دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران.

۲- مدرس حسابداری دانشگاه رازی و حسابرس مالیاتی اداره کل امور مالیاتی استان کرمانشاه، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.
Isaac_behshoor@yahoo.com

۳- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه بوعلی سینا همدان و عضو هیأت علمی دانشگاه رازی.

۱- مقدمه

در ادبیات مالی بیان می‌شود که ارزش شرکت بر مبنای ارزشیابی‌ها و تشخیص سرمایه‌گذاران از ارزش فعلی تنزیل شده جریان‌های نقدی آتی شرکت محاسبه می‌شود. مدیران شرکت‌هایی که عملکرد ضعیفی دارند، برای رسیدن به اهداف نامناسب خود، فعالیت‌های پر هزینه مدیریت سود را انجام می‌دهند که منجر به ایجاد اثر منفی بالقوه بر ارزش شرکت می‌شود. بنابراین، از دید یک سهامدار، کنترل مدیران بر تخصیص منابع، توجه سهامداران به این مورد را جلب می‌کند که آیا وجهی که در شرکت نگهداری می‌شود، می‌تواند در پروژه‌هایی که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند سرمایه‌گذاری شود. فعالیت‌های مدیریت سود واقعی، در نتیجه بی احتیاطی در دستکاری سود، ممکن است تبعات ناخواسته‌ای ناشی از سطوح بالای نگهداشت وجه نقد داشته باشد؛ از طرفی، ارزش شرکت بر مبنای ارزشیابی‌ها و تشخیص سرمایه‌گذاران از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت محاسبه می‌شود؛ بنابراین، ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ممکن است از ارزشیابی سرمایه‌گذاران از استفاده آتی وجه نقد بر اساس انجام رفتار فرصت طلبانه مدیریت، متأثر باشد (گرینر، ۲۰۱۳: ۲۰). معمولاً ارزیابی مدیریت سود واقعی، رفتار فرصت طلبانه را آشکار می‌کند. که این امر، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران از بی‌کفایتی در استفاده از منابع آگاه شوند و در نتیجه ارزشیابی خود را از نگهداشت وجه نقد کاهش دهند. بنابراین، انتظار می‌رود که ارزشیابی کمتر سرمایه‌گذاران از وجه نقد نگهداری شده در شرکت، ارتباط زیادی با افزایش سود از طریق مدیریت سود واقعی داشته باشد. مدیریت سود از طریق ارقام واقعی، یکی از پیامدهای مهم تضاد منافع بین سهامداران و مدیران می‌باشد و یکی از مهمترین مواردی که مدیران باید در مورد آن به مالکان پاسخگو باشند، چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی است که بر ارزشیابی سهامداران از نگهداشت وجه نقد، مؤثر می‌باشد. بنابراین؛ هدف پژوهش حاضر، مطالعه-ی تأثیر مدیریت سود واقعی بر سطوح نگهداشت وجه نقد و ارزشیابی سهامداران از نگهداشت وجه نقد است.

۲- پیشینه پژوهش

حساس یگانه و صدیقی (حساس یگانه و صدیقی، ۱۳۹۰)، پژوهشی با عنوان "ساختار حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری" انجام دادند، که نتایج حاکی از این بود که میزان مدیریت سود به صورت مستقیم با محتوای اطلاعاتی سود مرتبط است و میزان مدیریت سود در مقایسه با ساختار حاکمیت شرکتی، تأثیر بیشتری بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری دارد.

همتی و خوشرو (۱۳۹۲)، "تأثیر نگهداشت وجه نقد و تمرکز مالکیت بر ارزشیابی شرکت" را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که، بین نگهداشت وجه نقد، مالکیت شخصی و درجه تمرکز مالکیت با معیار ارزشیابی شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد، اما بین تغییر ساختار مالکیت و معیار ارزشیابی شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد. سعیدی و همکاران (۱۳۹۲)، "رابطه‌ی بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" را مورد بررسی قرار دادند؛ نتایج پژوهش آنها حاکی از این است که دستکاری فعالیت‌های واقعی در دوره جاری، سبب

کاهش عملکرد آتی شرکت می‌شود.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۲)، "سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی مؤثر بر آن" را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که، عوامل شرکتی شامل اندازه، عدم تعادل مالی، جریان نقدی آزاد و حاکمیت شرکتی بر میزان سرعت تعدیل وجه نقد مؤثر می‌باشند.

تاری وردی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی با عنوان "تأثیر مدیریت سود بر دقت پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی"، به این نتیجه رسیدند که مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی، باعث کاهش دقت پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی می‌شود.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۳)، پژوهشی با عنوان "ارزیابی توانایی و تبیین مدل‌های اقلام تعهدی اختیاری و مدل درآمد اختیاری برای کشف مدیریت سود" انجام دادند. نتایج آنها حاکی از این است که، مدل‌های اقلام تعهدی اختیاری نسبت به مدل درآمد اختیاری توانایی بیشتری برای کشف سود دارند.

طالب‌نیا و درویش (۱۳۹۳)، پژوهشی با عنوان "رابطه بین مانده وجه نقد و هموارسازی سود" انجام دادند. نتایج این پژوهش، نشان می‌دهد که بین مانده وجه نقد و هموارسازی سود، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

سان^۱ و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "کیفیت سود و نگهداشت وجه نقد شرکت"، به این نتیجه رسیدند، در شرکت‌هایی که به دلیل دستکاری سود، کیفیت سود آنها کمتر است، ارزیابی‌های نگهداشت وجه نقد نیز در سطح پائین قرار دارد. لوئیس و همکاران (۲۰۱۲) به پژوهشی با عنوان "ارزیابی نگهداشت وجه نقد و حسابداری محافظه‌کارانه" پرداختند. آنها در پژوهش به این نتیجه رسیدند که مدیران با به‌کار گرفتن اصول حسابداری می‌توانند بر ارزیابی‌های نگهداشت وجه نقد مؤثر باشند.

گرینر (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان "تبعات مدیریت سود واقعی و حاکمیت شرکتی ضعیف؛ شواهدی از نگهداشت وجه نقد"، به این نتیجه رسید که مدیریت سود واقعی، ارزشیابی سهامداران از نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهد و وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی این ارزشیابی را بهبود می‌بخشد. ایروان و همکاران (۲۰۱۴)، پژوهشی با عنوان "رقابت، نگهداشت وجه نقد و تصمیمات مالی" به انجام رساندند. نتایج پژوهش حاکی از این است که رقابت در بازار، نگهداشت وجه نقد و تصمیمات مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۳- مبانی نظری

۳-۱- مدیریت سود واقعی و سطوح وجه نقد

دستکاری سود از طریق فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی) باعث تغییر در سطوح وجه نقد می‌شود. مدیریت سود واقعی، نشان دهنده اقدام‌های مدیریت برای کنترل و تأثیرگذاری بر رویدادهای اقتصادی است. مدیریت سود واقعی بر جریان‌های نقدی تأثیر می‌گذارد. برای مثال، شرکت، پروژه‌های سرمایه‌ای را بر مبنای کوواریانس مجموعه سود مورد انتظار انتخاب نماید. این تصمیم، کنترل واقعی رویدادهای اقتصادی را نشان می‌دهد که به‌صورت مستقیم بر سودهای آتی تأثیر می‌گذارد و بنابراین، از آن به عنوان مدیریت سود

واقعی نام برده می‌شود. در مدیریت سود واقعی، وجه نقد قربانی سود تعهدی می‌شود و با توجه به اینکه ارزش شرکت برابر است با ارزش فعلی مجموع جریانهای نقدی آتی، می‌توان گفت که مهمترین ضرر مدیریت سود واقعی، از بین رفتن ارزش شرکت به دلیل کاهش جریانهای نقدی دوره‌های آتی است (گریئر، ۲۰۱۳).

فعالیت‌های مدیریت سود واقعی، در نتیجه‌ی بی احتیاطی در دستکاری سود، ممکن است تبعات ناخواسته‌ی ناشی از سطوح بالای نگهداشت وجه نقد داشته باشد. در این پژوهش روی دو گونه از فعالیت‌های مدیریت سود واقعی تمرکز می‌شود؛ به این دلیل که بر اساس مطالعات پیشین (از جمله: ریکودوری، ۲۰۰۶؛ جنی، ۲۰۱۰؛ زانگ، ۲۰۱۲ و گریئر، ۲۰۱۳) این گونه از فعالیت‌ها می‌توانند منجر به ارائه روابطی شوند که ارتباطی قابل پیش بینی از مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد را ارائه دهند. این فعالیت‌ها عبارتند از: فروش دارایی‌ها به منظور گزارش سود (مثل جریانات نقدی) و بخشی از مخارج اختیاری (مثل جریانات خروجی وجه نقد ناشی از تبلیغات و مخارج پژوهش و توسعه). بلاک و همکاران (۱۹۹۸)، انگیزه‌های مدیریت سود را در مورد سود ناشی از فروش دارایی‌ها نشان دادند و اظهار کردند که سودهای پیش مدیریت شده، ناشی از افزایش نیاز به نقدینگی است. بنابراین، جریانات نقدی ناشی از فروش دارایی‌ها، احتمالاً مبلغ مازادی نسبت به سطح وجه نقد لازم برای عملیات عادی شرکت فراهم می‌کند. رویه‌های حسابداری در مورد مخارج اختیاری، به مدیران اجازه می‌دهد که، به وسیله مخارجی مثل پژوهش و توسعه و بازاریابی، اثر فوری بر سود داشته باشند متوقف کردن یا به تأخیر انداختن فعالیت‌های اختیاری نه تنها بر سود اثرگذار است بلکه باعث جلوگیری از پرداخت وجوه موجود نیز می‌شود. برتری این روش مدیریت سود واقعی توسط گراهام (۲۰۰۵) نشان داده شده است؛ او نشان داد ۸۰٪ مدیران مالی مخارج اختیاری را در جهت انجام مدیریت سود کاهش می‌دهند. این شواهد، قابلیت دسترسی، سادگی کاهش فعالیت‌ها و عملیات و در نتیجه آنها، کاهش جریان خروجی وجه نقد را نشان می‌دهند.

بنابراین، برای تبیین رابطه‌ی بین مدیریت سود واقعی و سطوح نگهداشت وجه نقد، از دو معیار سود فروش دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری و مخارج اختیاری، استفاده می‌شود.

۲-۳- مدیریت سود واقعی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد

پژوهش‌های قبلی بیان کرده‌اند که ارزش شرکت بر مبنای ارزشیابی‌ها و تشخیص سرمایه‌گذاران از ارزش فعلی تنزیل شده جریانات نقدی آتی شرکت محاسبه می‌شود (هیرش لیفر ۱۹۵۸). مدیران شرکت‌هایی که عملکرد ضعیفی دارند، برای رسیدن به اهداف نامناسب خود، فعالیت‌های پر هزینه افزایش سود را انجام می‌دهند که منجر به ایجاد یک اثر منفی بالقوه بر ارزش شرکت می‌شود (جنسن ۲۰۰۵، اورت و واگن هوفر ۲۰۰۵). بنابراین، از دید یک سهامدار، کنترل مدیران بر تخصیص کل منابع، توجه سهامداران به این مورد را جلب می‌کند که آیا وجهی که در شرکت نگهداری می‌شود، می‌تواند در پروژه‌هایی که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رسانند سرمایه‌گذاری شود؟

تلاش‌های مدیریت برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باعث مدیریت سود می‌شود. طبق این فرضیه که مدیران در مورد چشم انداز آتی شرکت اطلاعات بیشتری دارند، آنها ممکن است از طریق سودهای جاری، دیدگاه خود را در مورد سودها و جریان‌های آتی وجه نقد آشکار کنند. بیٹی و هری (۱۹۹۹) بیان می‌کنند که تلاش‌ها برای مدیریت سود از طریق فعالیت‌های مدیریت سود واقعی، ناشی از تلاش برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است. به همین ترتیب، جنی (۲۰۱۰) شواهدی را نشان داد که بر اساس آن، مدیریت سود واقعی، ابزاری برای علامت دادن بهتر بودن عملکرد عملیات آتی شرکت، به سرمایه‌گذاران است. این نتیجه همچنین بر این عقیده است که مدیران به جای اینکه یک رویکرد فرصت طلبانه را دنبال کنند، عملیات تجاری را برای دستیابی به بیشترین منافع سهامداران تعدیل می‌کنند. بنابراین ممکن است بازار، مدیریت سود واقعی را به عنوان یک واکنش مناسب به شرایط اقتصادی در نظر بگیرد. اگر بازار مدیریت سود واقعی را به عنوان فعالیتی که سعی می‌کند در مورد ارزش بالای شرکت در آینده علامت دهی کند بداند، آنگاه این شرکت‌ها ممکن است تغییر مثبتی را بر روی ارزشیابی بازار از نگهداشت وجه نقد تجربه کنند. شواهد مخالف نشان می‌دهند که ممکن است مدیران در فعالیت‌های مدیریت سود واقعی به منظور علامت‌دهی برای بهبود بخشیدن به ارزشیابی‌های سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی آتی، شرکت کنند اما به دلیل مسائل نمایندگی، در مورد استفاده ناکارآمد از وجه نقد و به‌کارگیری وجه نقد برای منافع شخصی، سرمایه‌گذاران نگهداشت وجوه نقد را کاهش دهند (جنسن ۱۹۸۶، فالکندر و وانگ ۲۰۰۶). از این رو این پژوهش به دنبال آزمودن این فرضیه است که آیا مدیریت سود واقعی کاهش در نگهداشت وجه نقد را شدیدتر می‌کند؟

۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: تغییرات سود ناشی از مدیریت سود واقعی بر سطوح نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.
فرضیه دوم: ارزشیابی بازار از نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که دارای افزایش سود ناشی از مدیریت سود واقعی هستند، کمتر است.

۵- متغیرهای پژوهش و الگوهای مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها

متغیر مستقل: در این پژوهش، مدیریت سود واقعی متغیر مستقل می‌باشد که با استفاده از مدل‌های جنی (۲۰۱۰) و رویکودوری (۲۰۰۶) اندازه‌گیری شده است.
متغیر وابسته: ارزشیابی نگهداشت وجه نقد، متغیر وابسته می‌باشد که برای تبیین و اندازه‌گیری آن از مدل‌های تعدیل یافته فاما و فرنچ (۱۹۹۸) استفاده شده است.
متغیر کنترل: با توجه به پژوهش‌های انجام شده توسط محققان (رویکودوری، ۲۰۰۶؛ جنی، ۲۰۱۰ و گرینر، ۲۰۱۳) در این پژوهش، اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی تعیین شده است؛ اندازه شرکت برابر با لگاریتم ارزش بازار دارایی‌ها است.

برای آزمون فرضیه اول از مدل‌های جنی (۲۰۱۰)، رویکردی (۲۰۰۶) و مدل تعدیل یافته اوپلر (۱۹۹۹) و برای آزمون فرضیه دوم از مدل تعدیل یافته فاما و فرنچ (۱۹۹۸) استفاده می‌شود. در واقع، مانده‌های مدل جنی و رویکردی به عنوان متغیر مدیریت سود، وارد مدل‌های اوپلر (۱۹۹۹) و فاما و فرنچ (۱۹۹۸) می‌شود.

(الگوی شماره ۱): مدل جامع سود دارایی‌های جنی (۲۰۱۰)

$$GAIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(1 / A_{i,t-1}) + \beta_2LMV_{i,t} + \beta_3Q_{i,t} + \beta_4INT_{i,t} + \beta_5ASALES_{i,t} + \beta_6ISALES_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

GAINA = سود حاصل از فروش دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌ها

A = جمع دارایی‌ها در پایان هر سال؛

LMV = لگاریتم طبیعی ارزش بازار؛

Q = Q توپین؛ متغیر Q، تقریبی است از نفع نهایی در برابر هزینه نهایی یک واحد اضافی از سرمایه‌گذاری.

INT = تأمین مالی داخلی استاندارد شده به وسیله سود قبل از اقلام غیر مترقیه، هزینه‌های پژوهش و توسعه، هزینه استهلاک دارایی‌های ثابت.

ASALES = فروش دارایی‌های ثابت بلند مدت

ISALES = فروش سرمایه‌گذاری‌های ثابت بلند مدت.

(الگوی شماره ۲): مدل ریکودوری (۲۰۰۶) :

$$DISEXP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(1 / A_{i,t-1}) + \beta_2S_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

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

A = جمع دارایی‌ها

S = فروش دارایی‌ها.

(الگوی شماره ۳): مدل تعدیل یافته اوپلر (۱۹۹۹)

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

DA = اقلام تعهدی اختیاری^۳.

aREM = معیار اندازه‌های مدیریت سود واقعی^۴.

(الگوی شماره ۴): مدل تعدیل یافته فاما و فرنچ (۱۹۹۸)

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1E_{i,t} + \alpha_2\Delta LE_{i,t} + \alpha_3\Delta E_{i,t+1} + \alpha_4R\&D_{i,t} + \alpha_5\Delta LR\&D_{i,t} + \alpha_6\Delta R\&D_{i,t+1} + \alpha_7DIV_{i,t} + \alpha_8\Delta LDIV_{i,t} + \alpha_9\Delta DIV_{i,t+1} + \alpha_{10}I_{i,t} + \alpha_{11}\Delta LI_{i,t} + \alpha_{12}\Delta I_{i,t+1} + \alpha_{13}\Delta NAI_{i,t} + \alpha_{14}\Delta LNA_{i,t+1} + \alpha_{15}\Delta MV_{i,t+1} + \alpha_{16}DA_{i,t} + \alpha_{17}CASH_{i,t} + \alpha_{18}aREM_{i,t} + \alpha_{19}CASH_{i,t} * aREM_{i,t} + \epsilon$$

MV = ارزش بازار سهام منتشره بعلاوه مجموع بدهی‌ها.
 NA = دارایی‌های خالص که به صورت کل دارایی‌ها منهای وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت اندازه-گیری می‌شود.
 $CASH$ = وجه نقد.
 E = سود قبل از اقلام غیر مترقبه
 $R\&D$ = هزینه‌های تحقیق و توسعه.
 I = هزینه بهره.
 TA = جمع دارایی‌ها.
 $CASH_{i,t} * aREMI_{i,t}$ ضریب اصلی مدل می‌باشد؛ که اثر متفاوت مدیریت سود واقعی را روی ارزشیابی نگهباداشت وجه نقد نشان می‌دهد.

فاما و فرنچ از تعدادی از عوامل مورد انتظار سرمایه‌گذاران از جریان‌ات نقدی آتی برای توضیح MV استفاده کردند: تغییرات گذشته، تغییرات آینده و سطوح کنونی ویژگی‌های مالی شرکت و مقیاس‌های سودآوری و به همان اندازه تغییرات گذشته و آینده در دارایی‌ها و تغییرات آتی در ارزش بازار شرکت. تغییرات آتی به صورت تغییرات در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد ارزش شرکت، نشان داده می‌شود.

۶- روش‌شناسی پژوهش

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

۷- جامعه و نمونه پژوهش

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

- (۱) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره مورد آزمون تغییر دوره مالی نداده باشند.
- (۲) تا ابتدای سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- (۳) در زمره شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و واسطه‌گری مالی نباشند.
- (۴) با توجه به معیارهای فوق، تعداد ۹۰ شرکت انتخاب شدند.

۸- یافته‌های پژوهش

۸-۱- آمار توصیفی

در جدول ۱، آمار توصیفی ارائه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی

سود فروش دارایی‌ها	جریان های نقدی	سرمایه درگردش خالص	ارزش بازار به دفتری	هزینه سرمایه	مدیریت سود و ارزشیابی وجه نقد	اقدام تعهدی اختیاری	مدیریت سود واقعی	
۰/۰۱۲	۹/۱۷	-۲/۴۶	۱/۱۴	۰/۲۱	-۰/۰۰۹۷	-۱/۳۳	۰/۰۴	میانگین
۰/۰۰۷	۱۱/۳۹	-۱۰/۷۱	۱/۰۹	۰/۱۵	۶/۸۴	-۹/۶۳	۰/۰۱۰	میانه
۰/۵۷	۱۷/۴۵	۱۷/۷۷	۴/۷۳	۳/۹۶	۱/۱۴	۱۱/۱۶	۱/۲۴	بیشترین مقدار
-۰/۰۰۲	-۱۵/۰۷	-۱۵/۶۴	-۵/۳۸	-۳/۵	-۲/۰۱۶	-۱۷/۴۶	-۳/۸۲	کمترین مقدار
۰/۰۳۱	۷/۴۶	۱۱/۸۲	-۱/۰۴	۰/۵۳	۰/۱۶۵	۱۱/۵۷	۰/۳۸	انحراف معیار
۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	تعداد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۲- بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

برای بررسی پایایی متغیرهای پژوهش، از آزمون لیون، لین و چوی استفاده شده است. نتایج این آزمون، مبین مانایی تمامی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. این نتایج در جدول ۲ نشان داده شده است.

آزمون ناهمسانی واریانس‌ها و خود همبستگی فرضیه‌های پژوهش وجود خود همبستگی را برای تمامی فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌کند. ناهمسانی واریانس تنها در فرضیه اول مشاهده شده است. برای رفع مشکل ناهمسانی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) و برای رفع مشکل خود همبستگی از پارامتر $AR(1)$ استفاده شده است (دلاور، ۱۳۸۶). نتایج حاصل از آزمون همبستگی، عدم وجود همبستگی جدی بین متغیرهای وابسته را تأیید می‌کند. این نتایج در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۲- آزمون مانایی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪

لیون، لین، چوی		متغیرها
F	P(VALUE)	
-۶۹/۱۸	۰/۰۰	جریان های نقدی
-۴/۳۴	۰/۰۰	سرمایه در گردش خالص
-۶۶/۱۴	۰/۰۰	ارزش بازار به دفتری
-۷۶۲/۳۲	۰/۰۰	هزینه سرمایه
-۲۰۶۲	۰/۰۰	مخارج تحقیق و توسعه
-۴/۱۴	۰/۰۰	اهرم مالی
-۹۷/۱۹	۰/۰۰	اقدام تعهدی اختیاری
-۲۳/۵۷	۰/۰۰	شاخص مدیریت سود واقعی
-۱۵/۹۹	۰/۰۰	ارزش بازار
-۶/۰۸	۰/۰۰	وجه نقد
-۲۷/۷۱	۰/۰۰	سود
-۳۵/۳۰	۰/۰۰	تأمین مالی داخلی
-۱۷۳/۱۴۶	۰/۰۰	سود حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها
-۱۷۷/۹۴	۰/۰۰	کیو توبین
-۸۸/۰۲۲	۰/۰۰	فروش دارایی‌ها
-۱۲/۰۲۸۴	۰/۰۰	جمع مخارج تحقیق و توسعه، عمومی و تبلیغات (۱-)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- نتایج آزمون خود همبستگی و ناهمسانی واریانس‌ها

آزمون ناهمسانی واریانس‌ها		آزمون خود همبستگی		فرضیه‌ها
F	P(VALUE)	F	P(VALUE)	
۲۶۰/۰۰	۰/۰۰۰	۷/۵۴	۰/۰۰۷۳	فرضیه اول
۱۰۸۲/۴۷	۱/۰۰۰	۱۶/۲۲۹	۰/۰۰۱	فرضیه دوم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۸- آزمون فرضیه‌های پژوهش در حالت تابلویی

در این بخش به آزمون فرضیه‌ها در قالب آمار توصیفی و مدل رگرسیونی پرداخته شده است. همچنین برای تشخیص انتخاب بین پولد یا پنل بودن فرضیه‌های پژوهش از آزمون اف لیمر استفاده شده است، سپس برای تعیین و انتخاب یکی از دو الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از آزمون اف لیمر، حاکی از پنل بودن تمام فرضیه‌ها می‌باشد. آزمون هاسمن نیز نشان دهنده الگوی اثرات ثابت می‌باشد. این نتایج در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون‌های هاسمن و اف‌لیمر

F لیمر			هاسمن		Cross - section	فرضیه‌ها
F	P		Chi - square	P		
۷/۰۸	۰/۰۰	PANEL	۶۸/۸۱	۰/۰۰	FIX	فرضیه اول
۶/۲۲	۰/۰۰	PANEL	۳۳۷/۶۲	۰/۰۰	FIX	فرضیه دوم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آزمون فرضیه اول پژوهش

یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیریت سود واقعی، اثر مثبت و معناداری بر سطوح نگهداشت وجه نقد داشته است؛ که رابطه مذکور براساس ضریب رگرسیونی ۰.۰۶۰ ضعیف و اما معنادار بوده است. همچنین رابطه متغیر کنترلی اندازه شرکت براساس ضریب رگرسیونی ۰/۴۴- منفی و معنادار بوده است. این موضوع مبین این امر است که شرکت‌های بزرگتر دارای نگهداشت وجه نقد کمتری هستند^۵. این نتایج در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول ۵- نتایج آزمون نهایی فرضیه اول

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

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آزمون فرضیه دوم پژوهش

یافته‌ها نشان می‌دهد که سهامداران ارزشیابی خود را از نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که در فعالیت‌های مدیریت سود درگیر هستند، کاهش می‌دهند. این نتایج در جدول ۶ نشان داده شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون نهایی فرضیه دوم

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

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۹- بحث و نتیجه‌گیری

یکی از تبعات مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی، تغییر در میزان وجوه نگهداری شده در شرکت است. در این پژوهش، ابتدا ارتباط بین مدیریت سود واقعی (از طریق کاهش مخارج اختیاری و فروش دارایی‌ها) و سطوح نگهداشت وجه نقد مورد آزمون قرار گرفت. سپس رابطه بین مدیریت سود واقعی و ارزشیابی سرمایه‌گذاران از نگهداشت وجه نقد بررسی شد. بر اساس نتیجه آزمون فرضیه اول، میزان مدیریت سود با نگهداشت وجه نقد رابطه دارد. این نتیجه با پژوهش گرینر، ۲۰۱۳ همسو می‌باشد. این یافته‌ها

اهمیت مسائل نمایندگی را که جنسن در ۱۹۸۶ در مورد مسائل نمایندگی ناشی از جریان‌های نقد آزاد بیان کرد نشان می‌دهد و ایده‌ی تمایل مدیریت برای به هدر دادن وجه نقد نگهداری شده در شرکت را برجسته می‌سازد و وجود مسائل نمایندگی، که باعث می‌شود مدیران انگیزه لازم برای به هدر دادن وجه نقد نگهداری شده در شرکت را داشته باشند، را نشان می‌دهد.

با توجه به پذیرش فرضیه دوم، سرمایه‌گذاران ارزیابی خود را از نگهداری وجه نقد در شرکت‌هایی که در فعالیت‌های مدیریت سود واقعی درگیرند، کاهش می‌دهند. به علت مسائل نمایندگی، سرمایه‌گذاران بر این باورند که وجوه نگهداری شده در شرکت در پروژه‌هایی به کار گرفته می‌شود که خالص ارزش فعلی منفی دارد در نتیجه احتمال هدر رفتن وجه نقد وجود دارد که این امر باعث ارزشیابی منفی سهامداران از نگهداشت وجه نقد می‌شود. متغیر شاخص مدیریت سود- وجه نقد، ارزشیابی سهامداران از یک ریال وجه نقد نگهداری شده در شرکت را نشان می‌دهد که، طبق انتظارات ناشی از پژوهش‌های پیشین (گرینر ۲۰۱۲، دیتمار و اسمیت ۲۰۰۷، فرساد و سالوا ۲۰۱۰)، این ارزشیابی ارتباط منفی با وجه نقد حاصل از مدیریت سود واقعی دارد. براساس یافته‌های پژوهش فوق می‌توان پیشنهاد نمود:

(۱) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که مدیریت سود واقعی از طریق کاهش مخارج اختیاری و فروش دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها انجام می‌شود. بنابراین به کمیته تدوین استانداردهای حسابداری سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌شود در خصوص رعایت یکنواختی استاندارد حسابداری شماره ۱۷، با عنوان حسابداری دارایی‌های نامشهود، اقدامات لازم صورت گیرد. جهت جلوگیری از مدیریت سود بوسیله قطع ارقام اختیاری، رویه‌های حسابداری با رویکرد یکنواختی مطلق، به خصوص در مورد مخارج تحقیق و توسعه، تدوین نماید.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نگهداشت وجه نقد ناشی از مدیریت سود واقعی باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی شده و در نتیجه ارزش شرکت را از دید سهامداران کاهش می‌دهد؛ که این امر می‌تواند ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی باشد. بنابراین به مدیران پیشنهاد می‌شود که اطلاعات لازم را در خصوص نتایج حاصل از پروژه‌های انجام گرفته به طور مناسب افشا کنند تا عدم تقارن اطلاعاتی موجود کاهش یافته و درک سهامداران از نگهداشت وجه نقد بهبود یابد.

فهرست منابع

- ۱) تازی وردی، یداله، مهدی مراد زاده فرد و مریم رستمی، (۱۳۹۲)، "تأثیر مدیریت سود بر دقت پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و یک، صص ۱۴۱-۱۷۲.
- ۲) رهنمای رودپشتی، فریدون، صادق رضایی و اله کرم صالحی، (۱۳۹۳)، "ارزیابی توانایی و تبیین مدل‌های اقلام تعهدی اختیاری و مدل درآمد اختیاری برای کشف مدیریت سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و سه، صص ۱۷-۴۰.
- ۳) دستگیر، محسن، امین یوسفی، کریم ایمانی، (۱۳۹۲)، "سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی مؤثر بر آن" فصلنامه پژوهش حسابداری، دوره سوم، شماره ۱۰، صص ۱۹-۳۳.
- ۴) دلاور، علی، (۱۳۸۶)، روش تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی، انتشارات نشر ویرایش.
- ۵) حساس یگانه، یحیی و روح اله صدیقی، (۱۳۹۰)، "ساختار حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری"، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- ۶) سعیدی، علی، نرگس حمیدیان، حامد ربیعی، (۱۳۹۲) "رابطه‌ی بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره هفدهم، صص ۴۵-۵۸.
- ۷) طالب‌نیا، قدرت‌الله و حدیثه درویش، (۱۳۹۳)، "رابطه بین مانده وجه نقد و هموارسازی سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و چهار، صص ۷۱-۸۷.
- ۸) همتی، حسن و محمد علی خوشرو، (۱۳۹۲)، "تأثیر نگهداشت وجه نقد و تمرکز مالکیت بر ارزشیابی شرکت"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری مؤسسه آموزش عالی رجاء قزوین.
- 9) Adams, R.B., and D. Ferreira, (2007), A theory of Friendly Boards, *Journal of Finance* 62, PP. 217-250.
- 10) Black, E.L., K.F. Sellers, and T.S. Manly, (1998), Earnings management using asset sales:
- 11) Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J., (2007), Corporate Governance and The Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* 83, PP. 599-634.
- 12) Fama, E.F., and K.R. French, (1998), Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance* 53, PP. 819-843.
- 13) Fresard, L. and C. Salva, (2010), The value of Excess Cash and Corporate Governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics* 98, PP. 359-384.
- 14) Greiner, A., J. 2013. Consequences of Real Earnings Management and Weak Corporate Governance: Evidence from Cash Holdings. Available at <http://www.utexas.summon.com/retrieve/rd> on 10.02.2013.
- 15) 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), PP. 855-888.
- 16) Graham, R, R Harvey, and S. Rajgopal, (2005), The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 73.

- 17) Harford, J., S. Mansi, and W. Maxwell,(2008),Corporate Governance and Firm Cash Holdings in The US. Journal of Financial Economics 87,PP. 535-555.
- 18) Jensen M.2005.Agency Costs of Overvalued Equity.Financial anagement5-19
- 19) Klein, A. 2002. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. Journal of Accounting & Economics 33 (3),PP.375-400.
- 20) Louis, H.,A.Sun, and O Urcan,(2012),Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism. Contemporary Accounting Research 29 (4),PP. 1249-1271.
- 21) Morellec.E, Nikolov. B, Zucchi,F.2014. Competition, Cash Holdings, and Financing Decisions. available at [http :www.utexas.summon](http://www.utexas.summon).
- 22) Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson,(1999),The Determinants and Implications of Cash Holdings. Journal of Financial Economics 52,PP.3-46.
- 23) Roychowdhury, S. ,(2006),Earnings Management Through Real Activities Manipulation. Journal ofAccounting and Economics 42 (3),PP. 335-370.
- 24) Sun, Q., K. Yung, and H. Rahman,(2012),Earnings Quality and Corporate Cash Holdings. Accounting and Finance 52 (2),PP. 543-571.
- 25) Watts, R.L., and J. Zimmerman,(1990),Positive Accounting Theory: A Ten Ear Perspective. The Accounting Review 65 (1),PP. 131-156.
- 26) Zang, A. ,(2012),Evidence on The Trade-off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. The Accounting Review 87 (2),PP.675-703

یادداشت‌ها

¹. Sun

². Griner

³. به دلیل اینکه پژوهش‌های قبلی (سان و همکاران ۲۰۱۲ گرینر (۲۰۱۳)، و زانگ (۲۰۱۲)، نشان دادند که مدیریت سود مثبتی بر اقلام اختیاری بر سطوح نگهداشت وجه نقد اثر می‌گذارد و مانند جانشینی برای مدیریت سود واقعی عمل می‌کند، در این پژوهش، اقلام تعهدی اختیاری را وارد مدل کرده و برای ارزیابی اقلام تعهدی عادی، مدل تعدیل شده جونز به‌کار برده می‌شود.

⁴. این معیار، به تبعیت از پژوهش گرینر، (۲۰۱۳) به وسیله جمع مانده‌های غیر عادی مدل‌های جنی و رویکردی اندازگیری شده است.

⁵. یکی از دلایل این امر، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های بزرگ می‌باشد (گرینر، ۲۰۱۳).