پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی
سال نهم / شماره ۳۶ / زمستان ۱۳۹۶
صفحه ۴۹ تا ۷۱

نقش کیفیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و دست کاری فعالیت‌های واقعی

جمال بحری ثالث[۱]
عسگر پاک‌مرام[۲]
سعید یوسفی[۳]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۷/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۹/۱۱

چکیده

مدیریت سود به مداخله عمومی مدیریت در فرآیند تعیین سود که غالباً در راستای اهداف دلخواه مدیریت می‌باشد، اطلاق می‌گردد. از سوی دیگر امروزه به دلیل روی آوردن شرکت‌ها به مقوله ارزیابی عملکرد، جریان نقد آزاد مورد توجه بسیاری از گروه‌ها قرار گرفته است. پژوهش حاضر به دنبال بررسی نقش کیفیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی است. برای تعیین مدیریت واقعی سود از مدل کوهن و زاروین و برای محاسبه جریان‌های نقد آزاد مدل لن و پلسن و به منظور کیفیت حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر تعدیل کننده، از روش ارزیابی Gov-Score استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل ۶۷۲ سال-شرکت پذیرفته شده در بورس تهران می‌باشد. روش پژوهش از نوع-همبستگی و علی پس رویدادی و روش آزمون فرضیه‌ها، آزمون همبستگی و رگرسیون است. برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزارهای Eviews۷استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی تأثیر آماری معنی‌داری ندارد، همچنین در سطح شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و در سطح شرکت‌های با کیفیت حاکمیت

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد ارومیه، دانشگاه آزاداسلامی، ارومیه، ایران. نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات
j.bahri@iaurmia.ac.ir
۲- استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد بناب، دانشگاه آزاداسلامی، بناب، ایران
۳- کارشناس ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاداسلامی، بناب، ایران

Archive of SID
www.SID.ir

شرکتی ضعیف، بین جریان وجه نقد آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و اندازه شرکت و زیان‌ده بودن شرکت بر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی تأثیر مثبت و معنی‌داری داشته و در نقطه مقابل اهرم مالی تأثیر منفی و معنی‌داری بر متغیر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی) دارد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی قوی، حاکمیت شرکتی ضعیف، جریان وجه نقد آزاد، دست‌کاری فعالیت‌های واقعی.

Archive of SID

www.SID.ir

۱- مقدمه

ارزش هر شرکتی به میزان قابل توجهی به توانایی آن شرکت در ایجاد وجوه نقد آزاد و شیوه بکارگیری آن‌ها بستگی دارد. این معیار هم با توجه به کاربردهای متعددی که می‌توان به سرمایه گذاری مجدد، افزایش تقسیم سود، بازخرید سهام و بازپرداخت بدهی در سررسید اشاره نمود. برای سرمایه گذاران و اعتباردهندگان بی قابل توجه و از اهمیت فوق العاده ای برخوردار است. چرا که این وجوه به عنوان معیار تامینی (پوششی) توزیع سود سهام و بازپرداخت بدهی در سررسید یاد می‌شود. به همین دلیل افزایش در وجوه نقد آزاد می‌تواند در رغبت سرمایه گذاران به سرمایه گذاری و جلب اعتماد اعتباردهندگان به اعتباردهی مؤثر واقع شود (رضوانی راز، ۱۳۸۸، ۹۲). دست‌کاری فعالیت‌های واقعی بر جریان‌های نقدی و در پاره ای از موارد بر اقلام تعهدی تأثیر می‌گذارند. روش‌های دست‌کاری فعالیت‌های واقعی مانند کاهش قیمت فروش محصولات به منظور افزایش فروش و یا کاهش مخارج اختیاری در بحران‌های اقتصادی، از جمله روش‌های بهینه ای هستند که به مدیران کمک می‌کند. ولی اگر مدیران به صورت گسترده و غیرعادی به استفاده از روش‌های مذکور علاقه نشان دهند، در واقع آن‌ها به مدیریت واقعی سود تمایل دارند و وجود سرمایه گذاران خبره و آگاه دست‌کاری فعالیت‌های واقعی را محدود می‌کند (ناظمی اردکانی،۱۳۹۰، ۱۱۰). برای ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که یکی از دیدترین این معیارها، جریان‌های نقدی آزاد می‌باشد. از نظر جنسن جریان نقدی آزاد واحد تجاری، باقیمانده جریان‌های نقدی پس از کسر وجوه لازم برای پروژه‌هایی است که خالص ارزش فعلی آن‌ها مثبت ارزیابی می‌شود. این پروژه‌ها، طرح‌های سرمایه گذاری بلندمدتی هستند که ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی مورد انتظار بیش از ارزش فعلی جریان‌های نقدی خروجی است (رحیمیان و همکارانش، ۱۳۹۰، ۱). جنسن بر این باور است که مدیران به دلیل تضاد منافع ممکن است جریان‌های نقدی آزاد را در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری کنند تا در کوتاه مدت برخی از منافع شخصی خود را تأمین نمایند. برای پنهان نگه داشتن اثرات منفی چنین سرمایه گذاری‌هایی، مدیران احتمالاً از دستکاری سود برای افزایش آن بهره می‌گیرند. چنین دستکاری منجر به تصویر نادرست از وضعیت مالی شرکت شده، این امکان را فراهم می‌کند تا در یک بازار ناکارا تأمین مالی بهتر انجام شده، منافع نقدی و غیرنقدی بیشتری را برای مدیران به دنبال داشته باشد (فخاری و عدیلی). مطالعات گذشته حسابداری نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌ها برای اجتناب از گزارش زبان و برآورده ساختن پیش بینی‌ها و انتظارات سرمایه گذاران، اقدام به دست کاری یا مدیریت سود می‌نمایند (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۰، ۱۵۱).

Archive of SID
www.SID.ir

دست‌کاری فعالیت‌های واقعی زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران عهده دار فعالیت‌هایی می‌شوند که زمان بندی یا ساختار یک عملیات، سرمایه گذاری و یا معاملات مالی را به منظور اثرگذاری بر محصول (خروجی) سیستم حسابداری تغییر می‌دهد (گونی[1] ۲۰۱۰). دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، انحراف از روش‌های عادی عملیاتی بوده و با هدف اولیه برآورده سازی آستانه‌های خاص سود انجام می‌گیرد (رویچود هوری[2]، ۲۰۰۶). یکی از شیوه‌های دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، دست‌کاری هزینه‌های اختیاری است؛ نتیجتاً سودآوری آتی ممکن است به وسیله دست‌کاری فروش ناشی از تخفیفات قیمتی مخدوش شود. به عبارت دیگر زمانی که درآمد عملیاتی جاری پایین تر (بالاتر) از درآمد عملیاتی پیش بینی شده باشد، مدیران از طریق فروش دارایی‌های ثابت و اوراق قابل معامله اقدام به مدیریت سود می‌کنند. البته نکته قابل توجه این است که قصد مدیریت، عامل مهمی در مدیریت واقعی سود می‌باشد. به این معنی که اگر شرکتی واجد یکی از شرایط مدیریت واقعی سود باشد، نمی‌توان گفت آن شرکت الزاماً مدیریت واقعی سود انجام داده است. بلکه ممکن است انجام این فعالیت‌ها ناشی از مجموعه فرصت‌هایی باشد که در اختیار شرکت است. اما گاهی مدیران از انجام این گونه فعالیت‌ها، قصد مدیریت سود و تأثیر مستقیم بر نتایج حسابداری دارند که نسبت به حالت پیش متفاوت می‌باشد. بنابراین شناخت نیت مدیریت، عامل مهمی در شناسایی مدیریت واقعی سود است (گونی، ۲۰۱۰). حاکمیت شرکتی دربرگیرنده روابط بین ذینفعان و هدف‌هایی است که بر اساس آن‌ها شرکت اداره می‌شود (دیانتی دیلمی و ملک محمدی، ۱۳۹۲، ۱۵۱). یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی حاکمیت شرکتی است که در برگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۲، ۴۳).

با توجه به نقش انکارناپذیر حاکمیت شرکتی در جریان‌های نقدی آزاد، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سؤال است که با در نظر گرفتن حاکمیت شرکتی، تأثیر جریان‌های نقدی آزاد بر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی چگونه است؟

از دیدگاه اقتصادی با فرض منطقی بودن رفتار افراد، فرض بر این است که همه در وهله اول به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند. مدیران نیز از این قاعده مستثنی نمی‌باشند. مدیران علاقه مند در راستای حداکثر کردن منافع شخصی، رفاه اجتماعی و تثبیت موقعیت شغلی خود، تصویر مطلوبی از وضعیت مالی واحد تجاری به سهامداران و سایر افراد ذی نفع ارائه نمایند. با در نظر گرفتن تئوری تضاد منافع میان مدیران و مالکان، مدیران واحدهای تجاری از انگیزه لازم برای دست‌کاری سود به منظور حداکثر کردن منافع خود برخوردار می‌باشند. در راستای تحلیل ارزش

Archive of SID
www.SID.ir

ایجاد شده برای سهامداران، جریان‌های نقد آزاد شرکت از اهمیت خاصی برخوردار است. مدیران می‌توانند از طریق شناسایی فرصت‌های رشد مناسب وجوه مذکور را در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه گذاری و به این ترتیب باعث افزایش ثروت سهامداران خود گردند. با توجه به تئوری تضاد منافع بین مدیران و مالکان، ممکن است برخی مدیران وادار شوند جریان‌های نقد آزاد را در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه گذاری تا در کوتاه مدت برخی از منافع شخصی خود را تأمین نمایند (مهرانی و باقری، ۱۳۸۸، ۵۰). دریک بیان کلی راهبری شرکتی، سیستم کنترل و هدایت شرکت است. سیستمی که ارتباط بین شرکت و ذینفعان آن را تعیین کنترل و هدایت می‌نماید. راهبری شرکتی در سطح خرد دستیابی به اهداف شرکت و در سطح کلان تخصیص بهینه منابع را دنبال می‌کند (بدری، ۱۳۹۲، ۱۹۸). نتایج این پژوهش شناخت را از رابطه بین جریان‌های آزاد نقدی و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی با توجه به نقش کیفیت حاکمیت شرکتی افزایش خواهد داد. بنابراین، با توجه به مطالب فوق می‌توان به ضرورت و اهمیت موضوع پژوهش حاضر پی برد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- حاکمیت شرکتی

بنابر تعریف، حاکمیت شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند و عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارت‌اند از: سهامداران و ساختار مالکیت، اعضای هیات مدیره و ترکیب آن‌ها، مدیریت شرکت ...و سایر ذی نفعانی که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. با توجه به این که در دیدگاه مزبور و تقریباً در تمامی دیگر تعاریفی که از حاکمیت شرکتی ارائه می‌شود، مدیران (اعم از مدیران عامل یا اعضای هیات مدیره) در کانون توجه قرار دارند (مشایخی و محمدآبادی، ۱۳۸۹، ۱۷). نتایج تحقیق کلاپر و لاو همچنین حاکی از آن است که هرچند شرکت‌ها می‌توانند مستقلاً حفاظت از سرمایه گذاران و حقوق سهامداران خرد را تا حدی بهبود دهند، سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در سطح شرکت جانشین اصلاح و تقویت سیستم قانونی نیست و نمی‌تواند جای خالی زیربناهای قوی و مناسب قانونی را پرکاند، چنانکه در کشورهایی با سیستم قانونی ضعیف تر شرکت‌ها به طور متوسط رتبه حاکمیت شرکتی پائین تری دارند (حسینی، ۱۳۹۰، ۶۵).

ضرورت حاکمیت شرکتی ناشی از تضاد منافع مشارکت کنندگان (ذینفعان) در ساختار شرکتی است. تضاد منافع که از آن به عنوان مساله نمایندگی تعبیر می‌شود، خود ناشی از دو علت عمده است؛ اول اینکه هر یک از مشارکت کنندگان، اهداف و ترجیحات متفاوتی دارند و دیگر اینکه هر

Archive of SID
www.SID.ir

کدام اطلاعات کاملی در مورد اقدامات، دانش و ترجیحات دیگری ندارند. بدیهی است این تفکیک، با فرض نبود سازوکارهای مؤثر اجرایی حاکمیت شرکتی، باعث ایجاد زمینه جهت اقدام مدیران در راستای منافع خود و نه منافع سهامداران خواهد شد (رحمانی، ۱۳۹۰، ۳۶). حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیسم‌های هدایت و کنترل شرکت‌هاست. نظام حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذینفعان مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر شخصیت‌های حقیقی و حقوقی که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، مشخص می‌کند. این نظام که قوانین و رویه‌هایی جهت تعیین فرآیندهای تصمیم گیری در شرکت اعم از هدفگذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی‌های سیستم‌های کنترلی را معین می‌کند، با راه‌هایی که تأمین کنندگان منابع مالی جهت اطمینان از بازگشت سرمایه‌شان به کار می‌بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد. (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹، ۱۷).

۲-۲- جریان‌های نقدی آزاد

فرضیه جریان نقدی آزاد در سال ۱۹۸۶، توسط مایکل جنسن معرفی شد. وی نظریه عدم تقارن اطلاعات و نمایندگی را با هم ترکیب کرد و فرضیه جریان نقدی آزاد را مطرح نمود که بر اساس آن وجوه باقی مانده پس از تأمین مالی تمام پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، باعث به وجود آمدن تضاد منافع بین مدیران و سهام داران می‌شود. پرداخت‌های بهره بد هی، تقسیم سود و سرمایه گذاری در پروژه‌هایی با ارزش مورد انتظار مثبت توسط مدیران از مصرف وجوه مازاد در اموری که در راستای اهداف شرکت نیست، می‌کاهد (نمازی و شکرالهی، ۱۳۹۲، ۱۶۹). جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی[۳] نیز نشانه وجه نقدی است که از فعالیت‌های مستمر شرکت حاصل شده و این وجوه در موارد گوناگونی طبق نظر هیأت مدیره مورد مصرف قرار می‌گیرد. با تقسیم این معیار به تعداد سهام جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی[۴] برای هر سهم مشخص می‌گردد (پیکانی، ۱۳۹۱، ۱۱۱). در مورد جریان وجوه نقد، دو مفهوم اساسی دیگر شامل جریان نقدی حقوق صاحبان سهام [۵]و جریان نقدی آزاد وجود دارد. همچنین، جریان نقدی سرمایه ای [۶]نیز از واژه‌هایی است که مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۲-۳- دست کاری فعالیت‌های واقعی

مدیریت سود به مداخله عمومی مدیریت در فرآیند تعیین سود که غالباً در راستای اهداف دلخواه مدیریت می‌باشد، اطلاق می‌گردد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۴، ۱۶۵). مدیران برای رسیدن به سودهای هدف نمی‌توانند فقط بر مدیریت اقلام تعهدی در پایان دوره اتکا کنند زیرا این کار ریسک

Archive of SID
www.SID.ir

زیادی دارد و به ویژه اگر عملکرد شرکت طی دوره و یا شرایط اقتصادی مناسب نباشد، برای رسیدن و یا نزدیک شدن به اهداف سود، محدودیت‌هایی را برای مدیران ایجاد می‌کند. از طرفی مدیریت سود از طریق دست‌کاری فعالیت‌های واقعی نیز از آنجا که بر جریان‌های نقد شرکت اثرگذار است، محدودیت‌ها و مسئولیت‌هایی را برای مدیران ایجاد می‌کند. مثلاً ممکن است دست‌کاری فعالیت‌های واقعی در مجموع موجب زیان شرکت و یا کاهش سود شرکت نسبت به سال قبل شود و مدیران مجبور شوند برای گریز از این اتفاقات ناخوشایند، در پایان دوره دست به دامان اقلام تعهدی شوند. بر این اساس به نظر می‌رسد مدیران در تصمیمات خود برای مدیریت اقلام تعهدی، دست‌کاری‌هایی را که بر روی فعالیت‌های واقعی انجام داده‌اند نیز در نظر می‌گیرند و از ترکیبی از این انواع مدیریت سود استفاده می‌کنند (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۲، ۴۵).

۲-۴- پیشینه پژوهش

چانگ و همکاران (۲۰۰۵) با مشاهده اطلاعات ۲۲۵۷۶ شرکت آمریکایی در دوره سیزده ساله بین سالهای ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۶ رابطه بین مدیریت سود و جریان‌های نقد آزاد زیاد را در شرکت‌های با رشد کم مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که مدیران شرکت‌های با جریان‌های نقدی آزاد زیاد و رشد کم، از اقلام تعهدی اختیاری افزایش دهنده سود استفاده می‌کنند تا سودهای کم و زیان‌های حاصل از سرمایه گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی را از بین ببرند. سانجایا و ساراگیه [۷](۲۰۱۲) بیان کرد که معمولاً دست‌کاری فعالیت‌های واقعی در طی دوره جاری انجام می‌شود. اقدامی که زیان را برای شرکت در پایان دوره افزایش می‌دهد .برای اجتناب از زیان، مدیران سود را از طریق اقلام تعهدی اختیاری مدیریت خواهند کرد. نتایج به دست آمده از فرضیه پژوهشی مبنی بر اینکه دست‌کاری فعالیت‌های واقعی به صورت مثبت بر مدیریت سود تعهدی اثر می‌گذارد، حمایت می‌کند. همچنین بیان شد که دست‌کاری شدید فعالیت‌های واقعی تأثیرات شدیدی بر مدیریت سود تعهدی در پایان دوره دارد. یو[۸] (۲۰۰۸) مدیریت سود حسابداری و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی را مورد بررسی قرار داد و عنوان کرد که تحقیقات قبلی نشان داده‌اند که مدیران در واکنش به سخت گیری‌های استانداردهای حسابداری، از مدیریت سود حسابداری به دست‌کاری فعالیت‌های واقعی روی آورده‌اند. اما یو در بررسی خود نشان داد که مدیران با وجود استانداردهای حسابداری سخت گیرانه، تنها زمانی از مدیریت سود حسابداری به دست‌کاری فعالیت‌های واقعی روی می‌آورند که سرمایه گذاران نهادی یک افق سرمایه گذاری کوتاه مدت داشته باشند. در مقابل زمانیکه مدیران توسط سرمایه گذاران نهادی با افق سرمایه گذاری بلندمدت نظارت شوند، چنین رفتاری را اعمال نمی‌کنند. یودیانتی[۹] (۲۰۰۸) در تحقیقی با استفاده از ۱۵۰ شرکت نمونه به بررسی

Archive of SID
www.SID.ir

تأثیر مدیریت سود بر رابطه جریان‌های نقدی آزاد و ارزش سهامداران پرداخت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که با ۹۵ درصد اطمینان، تغییرات جریان‌های نقدی آزاد با تغییرات ثروت سهامداران ارتباط معنا داری دارد. همچنین او در این تحقیق نشان داد که بین جریان‌های نقدی آزاد مثبت و ارزش سهامداران رابطه مستقیم معناداری وجود دارد ولی بین جریان‌های نقدی منفی و ارزش سهامدارن رابطه معنادار مستقیمی وجود ندارد. وی در آزمون فرضیه دوم به این نتیجه رسید که با ۹۹ درصد اطمینان، مدیریت سود در سطح کل نمونه و در سطح جریان‌های نقدی مثبت باعث تضعیف رابطه جریان‌های نقدی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران می‌شود. رینا و دیگران[۱۰](۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان" جریان‌های نقد آزاد مازاد، مدیریت سود و کمیته حسابرسی"به این پرداختند که چه قدرجریان نقد آزاد مازاد به مدیریت سود مربوط است. در این مطالعه فرض بر این است که مدیران شرکت‌هایی که از جریان‌های نقدی آزاد بالایی برخوردارند شدت عمل خوبی در اداره مدیریت سود دارند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که کمیته حسابرسی مستقل به شرکت‌های دارای جریان نقدی آزاد، کمک می‌کند تا بر رویه‌های مدیریت سود نظارت داشته باشد. گارسیا لارا و گارسیا اوسما[۱۱] (۲۰۱۲) در پژوهشی علاوه بر بررسی تأثیر محافظه کاری بر مدیریت سود، بهبررسی این موضوع پرداختند که آیا اعمال محدودیت در مورد دست‌کاری اقلام تعهدی به کاهش محافظه کاری از طریق افزایش مدیریت سود واقعی منجر می‌شود؟ نتایج پژوهش یک رابطه منفی بین محافظه کاری و دست‌کاری اقلام تعهدی و یک رابطه مثبت بین محافظه کاری و مدیریت سود واقعی را نشان می‌دهد. تحقیقی با عنوان «رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» در سال (۱۳۸۸) توسط حساس یگانه و همکارانش انجام گرفته است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هیچگونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد. بهار مقدم و حسنی فرد (۱۳۸۹، ۱۳۶) پژوهشی در ارتباط با دست‌کاری رویدادهای مالی واقعی از طریق تمرکز بر متغیرهایی مانند جریان‌های نقدی ناشی از عملیات، هزینه‌های اختیاری، تغییر در موجودی کالا و هزینه‌های تولیدی انجام دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه معنی‌داری بین وجوه نقد عملیاتی و تغییرات در موجودی کالا از یک طرف و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران از طرف دیگر وجود دارد. تحقیقی توسط فخاری و عدیلی در سال (۱۳۹۱، ۶۳) انجام شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های با رشد پایین و معیارهای مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی (جریان نقدی غیرعادی، تولید غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی) رابطه مثبت معناداری وجود دارد. این یافته‌ها می‌تواند تأئید مجددی بر وجود مدیریت سود از طریق

Archive of SID
www.SID.ir

فعالیت‌های واقعی در شرکت‌های ایرانی بوده، برای سرمایه گذاران و استفاده کنندگان و نیز حسابرسان شاخص‌های جدیدی از مدیریت سود ارائه کند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌هایی که با دست کاری فعالیت‌های واقعی مواجه هستند از سایر شرکت‌هایی که فاقد این ویژگی هستند، متفاوت است.

فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی تأثیر دارد.

فرضیه سوم: در شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی رابطه وجود دارد.

فرضیه چهارم: در شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی رابطه وجود دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. جامعه پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در پژوهش حاضر برای تعیین نمونه آماری، از رابطه خاصی جهت برآورد حجم نمونه و نمونه گیری استفاده نشده است بلکه از روش حذفی استفاده گردیده است. تعداد ۹۶ سال - شرکت در نمونه آماری این پژوهش قرار گرفته است. در این پژوهش برای تعیین همبستگی بین متغیرهای تحقیق از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است

۵- یافته های پژوهش

۵-۱- تحلیل توصیفی

مجموع مشاهدات در این تحقیق برابر با ۶۷۲ سال- شرکت (۹۶ شرکت در طی ۷ دوره مالی شامل سالهای ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳) می‌باشد. نتایج تحلیل توصیفی نشان می‌دهد میانگین مدیریت سود واقعی برای شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۲۴۳ می‌باشد هر چقدر این مقدار بالاتر باشد نشان می‌دهد شرکت‌ها مقادیر غیرعادی جریان نقدی عملیاتی و هزینه‌های اختیاری و هزینه‌های غیرعادی تولید بیشتری دارند. همچنین متوسط کیفیت حاکمیت شرکتی نیز برای شرکت‌های مورد مطالعه برابر با ۴/۵۸۹ می‌باشد که نشان می‌دهد شرکت‌های قرار گرفته در نمونه به لحاظ

Archive of SID
www.SID.ir

کیفیت حاکمیت شرکتی در مقایسه با تعداد سؤالات (۸ مورد سؤال) وضعیت نسبتاً مطلوبی داشته‌اند. کمترین مقدار در سطح این متغیر ابر با یک و بیشترین امتیار برابر با ۸ می‌باشد. میانگین جریان نقد آزاد نیز برای شرکت‌های مطالعه شده معادل ۰/۰۶۳ می‌باشد. همچنین شرکت‌های قرار گرفته در نمونه به شکل میانگین از ۶۴ درصد اهرم مالی بهره گیری نموده‌اند. میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز برابر با ۲/۷۳۹ بوده و نشان می‌دهد ارزش بازار شرکت‌های قرار گرفته در نمونه بالاتر از ارزش دفتری آن‌ها می‌باشد. کمترین مقدار این متغیر نیز برابر با ۶/۱۹۰- می‌باشد که خود نشان دهنده حضور شرکت‌هایی با ارزش دفتری منفی در بین مشاهدات است. متوسط بازده سهام نیز در طول دوره تحقیق برابر با ۰/۰۰۸ می‌باشد. انحراف معیار پایین در سطح اغلب متغیرهای کمی تحقیق نیز نشان می‌دهد توزیع متغیرهای کمی تحقیق پراکندگی زیادی نداشته و حول میانگین متمرکز می‌باشند. تحلیل فراوانی متغیر کیفی زیان ده بودن شرکت نیز نشان می‌دهد در ۷۱ سال- شرکت از کل ۶۷۲ مورد مشاهده شده شرکت‌ها زیان گزارش نموده‌اند که معادل ۱۰/۶ درصد از کل مشاهدات را در بر می‌گیرد.

جدول ۱- تحلیل توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر	علامت	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی)	REM	۶۷۲	۰/۲۴۳	۰/۱۷۰	۰/۰۱۶	۱/۱۷۷
کیفیت حاکمیت شرکتی	CGS	۶۷۲	۴/۵۸۹	۱/۲۹۹	۱	۸
جریان وجه نقد آزاد	FCF	۶۷۲	۰/۰۶۳	۰/۱۳۲	-۰/۳۱۵	۰/۹۴۶
اندازه شرکت	SIZE	۶۷۲	۱۳/۳۶۰	۱/۴۴۷	۸/۹۵۹	۱۸/۴۹۲
اهرم مالی	LEV	۶۷۲	۰/۶۴۰	۰/۲۷۰	۰/۰۱۸	۲/۲۸۹
نسبت ارزش بازار به دفتری	MTB	۶۷۲	۲/۷۳۹	۴/۷۰۶	-۶/۱۹۱	۲۰/۶۹۴
بازده سالانه سهام	RET	۶۷۲	۰/۰۰۸	۰/۳۲۸	-۱/۲۲۵	۲/۱۰۷
تحلیل فراوانی متغیر کیفی تحقیق (متغیر وابسته)						
متغیر	**علامت**	**تعداد**	**اندازه گیری**		**فراوانی**	**درصد**
زیان ده بودن شرکت	LOSS	۶۷۲	شرکت زیان ده (۱)		۷۱	۱۰/۶
			شرکت سود ده (۰)		۶۰۱	۸۹/۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

www.SID.ir

۵-۲- بررسی نحوه توزیع داده‌ها

با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره Z، برای متغیر وابسته تحقیق (مدیریت سود واقعی) بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش می‌باشد، نتایج نشان می‌دهد توزیع متغیر وابسته تحقیق از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

جدول ۲- نتایج آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف

شرح	علامت	آماره Z	Sig.
دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی)	REM	./۵۷۵	۰/۸۹۵
کیفیت حاکمیت شرکتی	CGS	۳/۹۸۷	۰/۰۰۰
جریان وجه نقد آزاد	FCF	۲/۲۴۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱/۲۲۶	۰/۰۹۵
اهرم مالی	LEV	۱/۱۹۳	۰/۱۰۲
نسبت ارزش بازار به دفتری	MTB	۶/۸۹۵	۰/۰۰۰
بازده سالانه سهام	RET	۱/۱۸۶	۰/۱۱۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۳- آزمون همبستگی بین متغیرهای پژوهش

نتایج ماتریس همبستگی پیرسون نشان می‌دهد بین متغیر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود) و متغیرهای جریان وجه نقد آزاد و اندازه شرکت همبستگی مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد وجود دارد. از سویی دیگر بین مدیریت سود واقعی و کیفیت حاکمیت شرکتی نیز همبستگی منفی و معنی‌داری در سطح خطای ۵ درصد مشاهده می‌شود. بین متغیر جریان وجه نقد ازاد و متغیرهای ندازه شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری و بازده سالانه سهام نیز همبستگی مثبت و معنی‌داری وجود داشته و در نقطه مقابل بین جریان وجه نقد آزاد و اهرم مالی همبستگی منفی و معناداری مشاهده می‌شود. بین اندازه شرکت و اهرم مالی نیز همبستگی مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بین اهرم مالی و بازده سالانه سهام نیز همبستگی منفی و معناداری مشاهده می‌شود. همچنین نتایج ماتریس همبستگی نشان می‌دهد بین متغیرهای مستقل و کنترلی همخطی وجود ندارد.

www.SID.ir

جدول ۳- ماتریس همبستگی پیرسون

متغیر	علامت	REM	CGS	FCF	SIZE	LEV	MTB	RET
دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی)	REM	۱						
کیفیت حاکمیت شرکتی	CGS	-۰/۰۸۹ (۰/۰۳۱)**	۱					
جریان وجه نقد آزاد	FCF	۰/۲۵۷ (۰/۰۰۰)***	۰/۰۶۴ (۰/۰۹۵)	۱				
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۵۲ (۰/۰۰۰)***	۰/۰۴۷ (۰/۲۱۵)	۰/۰۷۹ (۰/۰۳۸)**	۱			
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۶۰ (۰/۱۲۱)	۰/۰۰۱ (۰/۹۸۹)	-۰/۳۰۸ (۰/۰۰۰)***	۰/۱۳۵ (۰/۰۰۰)***	۱		
نسبت ارزش بازار به دفتری	MTB	۰/۰۶۰ (۰/۱۱۹)	-۰/۰۳۰ (۰/۴۳۶)	۰/۱۰۷ (۰/۰۰۵)***	۰/۰۱۳ (۰/۷۲۴)	-۰/۰۰۵ (۰/۸۸۲)	۱	
بازده سالانه سهام	RET	۰/۰۵۵ (۰/۱۵۴)	-۰/۰۰۵ (۰/۸۹۳)	۰/۳۰۲ (۰/۰۰۰)***	۰/۰۳۹ (۰/۳۰۸)	-۰/۱۲۴ (۰/۰۰۱)***	۰/۰۵۸ (۰/۱۲۷)	۱
** معنی دار در سطح ۹۵٪ اطمینان -- *** معنی دار در سطح ۹۹٪ اطمینان								

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۴- نتایج آزمون فرضیه‌ها

در این قسمت نتایج آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شود:

۵-۴-۱- فرضیه اول: جریان‌های نقدی آزاد در شرکت‌هایی که با دست کاری فعالیت‌های واقعی مواجه هستند از سایر شرکت‌هایی که فاقد این ویژگی هستند، متفاوت است.

ملاک طبقه‌بندی شرکت‌ها به دو گروه مستقل (با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و فاقد دست‌کاری فعالیت‌های واقعی)، میانه متغیر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی) می‌باشد. برای بررسی فرضیه فوق، فرضیه آماری زیر توسط آزمون مقایسه میانگین‌های دو جامعه مستقل آزمون گردیده است.

با توجه به نتایج آزمون مقایسه میانگین‌های دو جامعه که در جدول ۴ ارائه شده است، مقدار آماره F برابر با ۵۴/۴۹۰ و سطح معنی‌داری آن برابر با ۰/۰۰۰، کمتر از سطح خطای مورد پذیرش می‌باشد. بنابراین فرض برابری واریانس‌های دو گروه رد شده، در نتیجه از آزمون t با درجات آزادی تعدیل شده استفاده می‌شود. سطح معنی‌داری آماره t با فرض عدم تساوی واریانس‌های دو گروه برابر با ۰/۰۰۰ بوده و کمتر از سطح خطای مورد پذیرش است و نشان می‌دهد فرض H_0 رد شده و

Archive of SID
www.SID.ir

بین میانگین دو گروه تفاوت معنی‌داری وجود دارد. بنابراین فرضیه اول تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵ درصد نمی‌توان رد نمود.

جدول ۴- نتایج آزمون تفاوت برای فرضیه اول

میانگین دو گروه (جریان وجه نقد آزاد)		آزمون تساوی واریانس دو گروه (آزمون لوین)		آزمون تساوی میانگین دو گروه (آزمون t مستقل)	
شرکت‌های با دست‌کاری	شرکت‌های فاقد دست‌کاری	آماره (F)	سطح معنی‌داری (P-Value)	آماره (t)	سطح معنی‌داری (P-Value)
۰/۰۸۵	۰/۰۴۱	۵۴/۴۹۰	۰/۰۰۰	۴/۴۴۹	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۴-۲- نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی تأثیر دارد.

$$REM_{i,t} = C + \beta_1(FCF_{i,t}) + \beta_2(FCF \times CGS_{i,t}) + \beta_3(SIZE_{i,t}) + \beta_4(LEV_{i,t}) + \beta_5(MTB_{i,t}) + \beta_6(RET_{i,t}) + \beta_7(LOSS_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق که در جدول ۵ ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره F لیمر (چاو) برابر با (۰/۶۰۷) بوده و بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش می‌باشد. بنابراین برای برازش مدل رگرسیون از داده‌های تلفیقی (Pooled) استفاده می‌شود. با توجه به بالا بودن سطح معناداری آماره آزمون وایت (۰/۶۵۰) از سطح خطای مورد پذیرش، نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون وایت) نشان می‌دهد ناهمسانی واریانس در مدل وجود ندارد. همچنین با توجه به بالا بودن سطح معنی‌داری آماره آزمون براش گادفری از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد)، نتایج آزمون ضرایب لاگرانژ (χ^2 آزمون براش گادفری) نیز نشان می‌دهد خود همبستگی سریالی در مدل رگرسیونی نیز وجود ندارد. آماره دوربین واتسون در دامنه قابل قبول (۱/۵ و ۲/۵) قرار داشته، و نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به اینکه در بررسی هم خطی بین متغیرهای وارد شده در مدل، مقادیر همگی زیر ۱۰ می‌باشند در نتیجه همخطی در مدل مشاهده نمی‌گردد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. با توجه به بالا بودن سطح احتمال (.Prob) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب ۲)نتایج آزمون نشان می‌دهد، کیفیت حاکمیت شرکتی

Archive of SID
www.SID.ir

بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی تأثیر آماری معنی‌داری ندارد. بنابراین، نمی‌توان فرضیه دوم تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش نمود. در نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه مثبت جریان وجه نقد آزاد و مدیریت سود واقعی تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد از بین متغیر کنترلی وارد شده در مدل، اندازه شرکت و زیان ده بودن شرکت بر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی تأثیر مثبت و معنی‌داری داشته و در نقطه مقابل اهرم مالی تأثیر منفی و معنی‌داری بر متغیر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی) دارد. بین سایر متغیرهای کنترلی و متغیر وابسته تحقیق رابطه معنی‌داری وجود ندارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۱۱/۰۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره t	Prob.	آزمون همخطی (VIF)
مقدار ثابت	C	-۱/۳۹۱	-۳/۸۹۸	۰/۰۰۰	-
جریان وجه نقد آزاد	β_1 (FCF)	۲/۲۹۶	۵/۳۱۵	۰/۰۰۰	۲/۲۹۱
تعامل جریان نقد آزاد و کیفیت حاکمیت شرکتی	β_2(FCF×CGS)	۰/۰۳۲	۰/۰۶۱	۰/۹۵۰	۱/۹۸۷
اندازه شرکت	β_3(SIZE)	۰/۱۰۱	۳/۷۸۹	۰/۰۰۰	۱/۰۵۳
اهرم مالی	β_4(LEV)	-۰/۲۷۵	-۱/۹۹۲	۰/۰۳۷	۱/۳۲۸
ارزش بازار به دفتری	β_5(MTB)	۰/۰۰۳	۰/۴۱۵	۰/۶۷۷	۱/۰۲۵
بازده سالانه سهام	β_6(RET)	-۰/۰۳۰	-۰/۲۴۸	۰/۸۰۴	۱/۱۱۸
زیان ده بودن	β_7(LOSS)	۰/۶۲۹	۴/۳۳۷	۰/۰۰۰	۱/۳۹۷
تحلیل انتخاب مدل (پانل-پولد)	آزمون F لیمر (چاو) سطح معنی‌داری (Prob.)				۰/۷۵۳ (۰/۶۰۷)
کل مدل رگرسیون	آماره F سطح معنی‌داری (Prob.)				۱۱/۸۱۲ (۰/۰۰۰)
	آماره دوربین واتسون				۱/۹۱۲
	آزمون خود همبستگی سریالی (آزمون Breusch-Godfrey) سطح معنی‌داری (Prob.)				۰/۶۵۵ (۰/۵۱۹)
	آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون White) سطح معنی‌داری (Prob.)				۰/۸۸۷ (۰/۶۵۰)
	ضریب تعیین (R^2) ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$)				۰/۱۱۱ ۰/۱۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

www.SID.ir

۵-۴-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: در شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی رابطه وجود دارد.

ملاک طبقه بندی شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف میانگین متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی است که از مجموع امتیازی هشت مکانیزم محاسبه می‌شود. مدل رگرسیونی چند متغیره خطی زیر برای آزمون فرضیه فوق در سطح شرکت‌های باکیفیت حاکمیت شرکتی قوی استفاده شده است.

$$REM_{i,t} = C + \beta_1(FCF_{i,t}) + \beta_2(SIZE_{i,t}) + \beta_3(LEV_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(RET_{i,t}) + \beta_6(LOSS_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره t	Prob.	آزمون همخطی (VIF)
مقدار ثابت	C	-۰/۷۴۹	-۱/۷۱۹	۰/۰۸۶	-
جریان وجه نقد آزاد	β_1 (FCF)	۲/۱۵۲	۴/۴۹۴	۰/۰۰۰	۱/۷۲۷
اندازه شرکت	β_2(SIZE)	۰/۰۵۳	۱/۶۳۳	۰/۱۰۳	۱/۱۸۸
اهرم مالی	β_3(LEV)	-۰/۳۵۵	-۱/۲۳۶	۰/۲۱۷	۱/۵۸۸
ارزش بازار به دفتری	β_4(MTB)	۰/۰۲۰	۰/۸۲۳	۰/۴۱۰	۱/۲۹۲
بازده سالانه سهام	β_5(RET)	۰/۰۱۱	۰/۰۵۷	۰/۹۵۴	۱/۲۷۳
زیان ده بودن	β_6(LOSS)	۰/۵۵۵	۲/۹۸۰	۰/۰۰۳	۱/۳۷۶
کل مدل رگرسیون	آماره F				۶/۵۸۶
	سطح معنی‌داری (Prob.)				(۰/۰۰۰)
	آماره دوربین واتسون				۱/۹۴۷
	آزمون خود همبستگی سریالی (آزمون Breusch-Godfrey)				۰/۱۶۸
	سطح معنی‌داری (Prob.)				(۰/۸۴۵)
	آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون White)				۰/۶۳۸
	سطح معنی‌داری (Prob.)				(۰/۰۲۷)
	ضریب تعیین (R^2)				۰/۱۰۲
	ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$)				۰/۰۸۶

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق که در جدول ۶ ارائه شده است، سطح معناداری آماره آزمون وایت (۰/۰۲۷) بوده و کمتر از سطح خطای مورد پذیرش می‌باشد بنابراین آزمون

www.SID.ir

ناهمسانی واریانس (آزمون وایت) نشان می‌دهد ناهمسانی واریانس در مدل وجود دارد. در مواقعی که در مدل رگرسیونی ناهمسانی واریانس مشاهده گردد از رگرسیون پس از رفع ناهمسانی واریانس (حداقل مربعات تعمیم یافته) استفاده می‌شود. همچنین با توجه به بالا بودن سطح معنی‌داری آماره آزمون براش گادفری از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد)، نتایج آزمون ضرایب لاگرانژ (χ^2) آزمون براش گادفری) نیز نشان می‌دهد خود همبستگی سریالی در مدل رگرسیونی نیز وجود ندارد. آماره دوربین واتسون در دامنه قابل قبول (۱/۵ و ۲/۵) قرار داشته، و نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به اینکه در بررسی هم خطی بین متغیرهای وارد شده در مدل، مقادیر همگی زیر ۱۰ می‌باشند در نتیجه همخطی در مدل مشاهده نمی‌گردد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال (.Prob) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب ۱)نتایج آزمون نشان می‌دهد، در سطح شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی، بین جریان وجه نقد آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین، نمی‌توان فرضیه سوم تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمود. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد از بین متغیر کنترلی وارد شده در مدل، بین زیان ده بودن شرکت و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی در سطح شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی، رابطه مثبت و معناداری مشاهده می‌شود. بین سایر متغیرهای کنترلی و متغیر وابسته تحقیق رابطه معنی‌داری وجود ندارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۱۰/۱۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند.

۵-۴-۴- نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم: در شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی رابطه وجود دارد.

ملاک طبقه‌بندی شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف میانگین متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی است که از مجموع امتیازی هشت مکانیزم محاسبه می‌شود. مدل رگرسیونی چند متغیره خطی زیر برای آزمون فرضیه فوق در سطح شرکت‌های باکیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف استفاده شده است.

(۳)

$$REM_{i,t} = C + \beta_1(FCF_{i,t}) + \beta_2(SIZE_{i,t}) + \beta_3(LEV_{i,t}) + \beta_4(MTB_{i,t}) + \beta_5(RET_{i,t}) + \beta_6(LOSS_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

Archive of SID
www.SID.ir

جدول ۷- نتایج آزمون فرضیه چهارم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب Coefficient	آماره t	Prob.	آزمون همخطی (VIF)
مقدار ثابت	C	-۲/۸۳۳	-۴/۵۳۰	۰/۰۰۰	-
جریان وجه نقد آزاد	β_1 (FCF)	۱/۹۴۰	۳/۸۳۷	۰/۰۰۰	۱/۳۶۱
اندازه شرکت	β_2(SIZE)	۰/۲۱۴	۴/۴۷۲	۰/۰۰۰	۱/۱۴۰
اهرم مالی	β_3(LEV)	-۰/۲۶۴	-۱/۲۴۴	۰/۲۱۴	۱/۳۰۷
ارزش بازار به دفتری	β_4(MTB)	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۹۹۹	۱/۰۲۹
بازده سالانه سهام	β_5(RET)	-۰/۰۲۸	-۰/۱۸۱	۰/۸۵۶	۱/۰۹۸
زیان ده بودن	β_6(LOSS)	۰/۷۵۴	۳/۴۹۳	۰/۰۰۰	۱/۴۷۸
کل مدل رگرسیون	آماره F سطح معنی‌داری (Prob.)				۸/۷۸۶ (۰/۰۰۰)
	آماره دوربین واتسون				۱/۹۱۱
	آزمون خود همبستگی سریالی (آزمون Breusch-Godfrey) سطح معنی‌داری (Prob.)				۲/۰۷۱ (۰/۱۲۸)
	آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون White) سطح معنی‌داری (Prob.)				۰/۷۳۸ (۰/۸۲۱)
	ضریب تعیین (R2) ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)				۰/۱۴۶ ۰/۱۲۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق که در جدول ۷ ارائه شده است، سطح معناداری آماره آزمون وایت (۰/۸۲۱) بوده و بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش می‌باشد بنابراین، آزمون ناهمسانی واریانس (آزمون وایت) نشان می‌دهد ناهمسانی واریانس در مدل وجود ندارد. همچنین با توجه به بالا بودن سطح معنی‌داری آماره آزمون براش گادفری از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد)، نتایج آزمون ضرایب لاگرانژ (χ^2 آزمون براش گادفری) نیز نشان می‌دهد خود همبستگی سریالی در مدل رگرسیونی نیز وجود ندارد. آماره دوربین واتسون در دامنه قابل قبول (۱/۵ و ۲/۵) قرار داشته، و نشان می‌دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به اینکه در بررسی هم خطی بین متغیرهای وارد شده در مدل، مقادیر همگی زیر ۱۰ می‌باشند در نتیجه همخطی در مدل مشاهده نمی‌گردد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال (Prob.) آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب ۱)نتایج آزمون نشان می‌دهد، در سطح

Archive
www.SID.ir

شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف، بین جریان وجه نقد آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین، نمی‌توان فرضیه چهارم تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمود. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد از بین متغیر کنترلی وارد شده در مدل، بین اندازه شرکت و زیان ده بودن شرکت با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی در سطح شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف، رابطه مثبت و معناداری مشاهده می‌شود. بین سایر متغیرهای کنترلی و متغیر وابسته تحقیق رابطه معنی‌داری وجود ندارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۱۴/۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند.

۶- بحث و نتیجه گیری

در مدیریت واقعی سود مدیر از طریق تصمیمات عملیاتی (زمانبندی این تصمیمات، نحوه تخصیص منابع و انتخاب برخی پروژه‌ها برای سرمایه گذاری) اقدام به مدیریت سود می‌نماید. برخلاف مدیریت سود مبتنی بر ارقام حسابداری، کشف مدیریت واقعی سود توسط حسابرسان معمولاً به سختی انجام می‌شود. اتلاف منابع در دسترس در جهت تأمین منافع شخصی مدیران موجب کاهش سود شرکت می‌شود. به تبع آن مدیران به منظور پنهان کردن اثرات تصمیم‌های ناآگاهانه و اقدامات منفعت طلبانه خود، ممکن است از آن دسته از روش‌ها و رویه‌های حسابداری استفاده کنند که قادر به افزایش سود گزارش شده هستند. در این صورت جریان‌های نقدی آزاد بر مسیر سودهای حسابداری و تصمیم گیری‌های شرکت تأثیر می‌گذارد. و دلیل اصلی فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود) می‌شود. نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیق فخاری و عدیلی (۱۳۹۱) مبنی بر بین جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های با رشد پایین و معیارهای مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی (جریان نقدی غیرعادی، تولید غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی (رابطه مثبت معناداری وجود دارد همسو می‌باشد. در این پژوهش این فرضیه تأیید شده است.

ریچاردسون (۲۰۰۶) در تحقیقی دریافت که در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد، سرمایه گذاری به میزانی بیش از حد بهینه بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقدی آزاد، دریافت که برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی باعث کاهش سرمایه گذاری بیش از حد بهینه جریان نقد آزاد می‌گردد. بنابراین هر اندازه شرکت از توانایی حاکمیت شرکتی بالایی برخوردار باشد بیشتر می‌تواند جریان‌های نقد آزاد و مدیریت سود را در کنترل خود داشته باشد. در این پژوهش این فرضیه تأیید نشده است.

Archive of SID
www.SID.ir

مکانیزم های حاکمیت شرکتی می‌تواند فرصت‌های مدیریت سود را کاهش و در نتیجه کیفیت سود را افزایش دهد. مکانیزم های حاکمیت شرکتی به مرور زمان بوجود می‌آیند. برخی شرکت‌ها دارای مکانیزم های قوی حاکمیت شرکتی مثلاً در تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره، حضور سرمایه گذاران نهادی می‌باشند. برخی شرکت‌ها نیز دارای حاکمیت شرکتی ضعیفی می‌باشند. شرکتی که دارای تعداد بیشتری عضو هیئت مدیره مستقل، سرمایه گذاران نهادی بوده، درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و اعضای غیرموظف هیئت مدیره باشد دارای حاکمیت شرکتی توانمند محسوب می‌شود. در مقابل، حاکمیت شرکتی در صورتی کافی تلقی می‌شود که در کاهش هزینه‌های نمایندگی مؤثر واقع شود. حاکمیت شرکتی می‌تواند ضعیف ولی کافی باشد با این شرط که درزمان شروع آن، مسئله نمایندگی در حد پایین باشد. لذا در چنین شرکت‌هایی می‌توان کیفیت سود بالاتری را انتظار داشت. حاکمیت شرکتی می‌تواند قوی (توانمند) بوده ولی کافی نباشد. برای این شرکت‌ها، به رغم حاکمیت شرکتی قوی، کیفیت سود احتمالاً مسئله ساز باشد. برای شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف و ناکافی نیز کیفیت سود می‌تواند مسئله ساز باشد. در این پژوهش این فرضیه تأیید شده است.

به دلیل این که سرمایه گذاران به عنوان یکی از فاکتورهای مهم تصمیم گیری به رقم سود توجه خاصی دارند، این پژوهش‌ها از جنبه رفتاری، اهمیت خاص خود را دارد. پژوهش‌ها نشان داده است که نوسان کم و پایدار سود، حکایت از کیفیت آن دارد. به این ترتیب، سرمایه گذاران با اطمینان خاطر بیشتر در سهام شرکت‌هایی سرمایه گذاری می‌کنند که روند سود آن‌ها باثبات تر است (نوروش و همکاران، ۱۳۸۴). دست‌کاری فعالیت‌های واقعی بر اساس قضاوت و صلاح دید مدیریت در طی دوره مالی صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر، مدیریت واقعی سود قبل از مدیریت سود تعهدی انجام می‌پذیرد. بنابراین هرگونه تصمیم گیری مدیران برای دست‌کاری فعالیت‌های واقعی می‌تواند بر مدیریت سود تعهدی اثرگذار باشد.

تحقیقات پیشین نیز در راستای نتایج تحقیق حاضر می‌باشد. بطوری که مطالعه چپمن (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که شرکت‌ها در سه ماه پایان سال، از طریق دستکاری فعالیت‌های واقعی نظیر کاهش قیمت به منظور تسریع موقتی فروش اقدام به برآورده ساختن اهداف سود می‌کنند. همچنین، شرکت‌ها در موقعیت‌های رقابتی نسبت به انگیزه‌های مدیریت سود، عکس العمل بیشتری نشان می‌دهند. کوهن و زاروین (۲۰۱۰) با بررسی هر دو نوع مدیریت سود دریافتند که مدیران در زمان عرضه فصلی سهام، اغلب درگیر مدیریت سود واقعی هستند و کاهش عملکرد در زمان عرضه فصلی سهام بیشتر در نتیجه مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی است تا مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی. زیرا دستکاری فعالیت‌های واقعی نتایج اقتصادی واقعی به همراه دارد. رویچودری

Archive of SID
www.SID.ir

(۲۰۰۶) در پژوهشی با بررسی مدیریت سود از طریق دستکاری فعالیت‌های واقعی دریافت که شرکت‌ها برای جلوگیری از گزارش زیان و ارائه حاشیه سود بهتر، از فعالیت‌هایی نظیر ارائه تخفیفات قیمتی به منظور افزایش فروش، تولید بیش از اندازه برای کاهش بهای تمام شده کالای فروش رفته و کاهش هزینه‌های اختیاری استفاده می‌کنند. در حالیکه این فعالیت‌ها باعث افزایش ارزش شرکت در بلند مدت نمی‌شود. البته وجود سهامداران نهادی باعث استفاده کمتر از اینگونه فعالیت‌ها می‌شود. ایزدی نیا (۱۳۸۲) نیز پژوهشی را تحت عنوان «ارزشیابی واحدهای تجاری با استفاده از الگوهای ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های آزاد نقدی و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام» انجام داد. نتایج پژوهش بیانگر آن است که در بازار سرمایه ایران، قیمت‌های سهام، ارزش بازار شرکت‌ها و ارزش افزوده بازار با عوامل ارزش آفرینی از قبیل ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های نقدی آزاد ارتباط معنی‌داری دارند.

Archive of SID

www.SID.ir

فهرست منابع

۱) آقایی، محمدعلی، عادل آذر و علی اکبر جوان، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه جایگزینی دستکاری فعالیت‌های واقعی و دستکاری اقلام تعهدی اختیاری"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره ۲، شماره پیاپی (۱۲)، صص ۱۹-۴۰.

۲) ابراهیمی، ابراهیم، حامد ربیعی و مصطفی ایزدپور، (۱۳۹۰)، "بررسی ارتباط بین دست کاری فعالیت‌های واقعی و بازده آتی سهام"، پژوهش حسابداری، شماره دو، صص ۱۵۱-۱۷۲.

۳) احمدپور، احمد، محمد کاشانی پور و محمدرضا شجاعی، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، صص ۱۷-۳۲.

۴) بدری، احمد، (۱۳۹۲)، "مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی"، شرکت بورس اوراق بهادار تهران، صص ۱۹۸-۲۱۶.

۵) بهارمقدم، مهدی، حبیبه حسنی فرد، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین رویدادهای مالی واقعی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره ۶، صص ۱۳۶-۱۶۰.

۶) پیکانی، محسن، (۱۳۹۱)، "رابطه بین جریان وجوه نقد آزاد و جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی با سود هر سهم در شرکت‌های خودروسازی"، مجله اقتصادی – دو ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، شماره‌های ۱۱ و ۱۲، صص ۱۱۱-۱۲۲.

۷) حساس یگانه، یحیی، زهره رئیسی و سیدمجتبی حسینی، (۱۳۸۸)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۷۵-۱۰۰.

۸) حسینی، سید علی، (۱۳۹۰)، "حاکمیت شرکتی حمایت از سهامداران، مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی"، شرکت بورس اوراق بهادار تهران، سال دوم، مدیریت آموزش، صص ۶۵-۸۳.

۹) دیانتی دیلمی، زهرا و هادی ملک محمدی، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال ۴، شماره ۱۳، صص ۱۵۱-۱۷۰.

۱۰) رحمانی، علی، (۱۳۹۰)، "حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در نظام بانکداری"، مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی، شرکت بورس اوراق بهادار تهران، سال دوم، مدیریت آموزش، صص ۳۶-۵۳.

Archive of SID
www.SID.ir

۱۱) رحیمیان، نظام الدین، میثم آخوندزاده و علی حبشی، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر مدیریت سود بر رابطه جریان‌های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه دانش حسابرسی، دوره ۳، صص ۱-۲۱.
۱۲) رضوانی راز، کریم، قاسم رکابدار و محمدرمضان احمدی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۴، صص ۹۲-۱۰۷.
۱۳) سعیدی، علی، نرگس حمیدیان و حامد ربیعی، (۱۳۹۲)، "رابطه بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره هفدهم، صص ۴۵-۵۸.
۱۴) فخاری، حسین و مجتبی عدیلی، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۴، صص ۶۳-۷۸.
۱۵) فیماندز، پی، (۱۳۹۰)، "رابطه جریان وجوه نقد و درآمد (سود) خالص شرکت‌ها"، ترجمه حسن اسماعیلی، فصلنامه حسابرس، شماره ۵۲، صص ۱-۶.
۱۶) مشایخی، بیتا و مهدی محمدآبادی، (۱۳۸۹)، "رابطه مکانیزم های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۸)، ص ۱۷.
۱۷) مهام، کیهان، علی اصغر فرج زاده و جواد حسینی، (۱۳۸۷)، "جریان نقدی آزاد"، فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، سال چهارم، شماره سیزدهم، صص ۳۹-۶۱.
۱۸) مهدوی، غلامحسین، سیدمجتبی حسینی و زهره رئیسی، (۱۳۹۲)، "تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی برکیفیت سود پیش بینی شده به وسیله مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره شانزدهم، صص ۴۳-۶۰.
۱۹) مهرانی، ساسان و بهروز باقری، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر جریان‌های نقد آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص ۵۰-۷۱.
۲۰) ناظمی اردکانی، مهدی، (۱۳۹۰)، "مدیریت سود مبتنی بر ارقام حسابداری در مقابل مدیریت واقعی سود"، فصلنامه حسابدار رسمی، صص ۱۱۰-۱۱۹.
۲۱) نمازی، محمد و احمد شکرالهی، (۱۳۹۲)، "بررسی تعامل بین جریان نقدی آزاد، سیاست بدهی و ساختار مالکیت با استفاده از سیستم معادلات همزمان: مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته

Archive of SID
www.SID.ir

شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۵، شماره دوم، صص ۲۱۰-۱۶۹.

۲۲) نوروش، ایرج، سحر سپاسی و محمدرضا نیک بخت، (۱۳۸۴)، "بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز (ویژه نامه حسابداری)، دوره بیست و دوم، شماره دوم، صص ۱۶۵-۱۷۷.

23) Black, B, (2006), "Corporate Governance Indices and Firm's Market value: Time series evidence from Russia", Emerging markets review 7, PP. 361-379.

24) Chung, R & Firth, M. & Kim, J.B, (2005), "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring", Journal of Business Research, Vol. 58, PP. 766 –776.

25) García Lara, J.M & B, García Osma, (2012), "Accounting Conservatism and the Limits to Earnings Management", Avalable at: http://ssrn.com/abstract=2165694

26) Gunny, K, (2010), "The Relation between Earnings Management Using real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmark", Contemporary Accounting Research 27 (2), PP.855-888.

27) Rina, b., Takiah, m, (2009), "Surplus Free Cash Flow, Earning Management and Audit Committee", Journal of Economics and Management 3(1), PP. 204-223.

28) Roychowdhury, S, (2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation", Journal of Accounting and Economics 41, PP. 335-370.

29) Sanjaya, P.S & Saragih, M.F, (2012), "The Effect of Real Activities Manipulation on Accrual Earnings Management: The Case in Indonesia Stock Exchange (IDX)", Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol. 8, No. 9, PP. 1291-1300.

30) Yu, W, (2008), "Accounting-Based Earnings Management And Real Activities Manipulation", Dissertation, Georgia Institute of Technology.

31) Yudianti, Ninik, (2008), "The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value", Journal of Business Research, PP.193-228.

یادداشت‌ها

[1]. Gunny
[2]. Roychowdhury
[3]. Cash Flow Operating
[4]. Equity Cash Flow (ECF)
[5]. Free Cash Flow (FCF)
[6]. Capital Cash Flow (CCF)
[7]. Sanjaya and Saragih
[8]. yu
[9]. Yodianti
[10]. Reina et.al
[11]. Garcia Lara and Garcia Osma

Archive of SID
www.SID.ir