پژوهش‌های حسابداری مالی

مجله علمی- پژوهشی دانشگاه اصفهان

سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳

شاپا ۷۶۹۱-۲۰۰۸

بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران یحیی حساس یگانه، حمزه دیدار و احمد اسکندری	۱۴-۱
بررسی عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران علی اصغر انواری رستمی، رحمان سجادپور و مالک ییلویی	۲۶-۱۵
تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی داریوش فروغی و زهرا نخبه فلاح	۴۴-۲۷
بررسی رابطه بین رشد سود و بازده سهام با استفاده از مدل سود باقی مانده در بورس اوراق بهادار تهران باقر شمس‌زاده، مجید صادقی‌فر و بهنام الماسی	۵۶-۴۵
بررسی تاثیر انگیزه‌های شخصی مدیران بر عدم تقارن هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران عبد الله خانی، هادی امیری، محمدعلی شامحمدی	۷۴-۵۷
رابطه بین ویژگی‌های شرکت و اولویت مدیران برای گزینش آستانه سود مهدی مرادزاده فرد، مهدی ابراهیمی میمند، ملیحه مرادی	۸۸-۷۵
تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری رسول برادران حسن‌زاده، یونس بادآور نهندی و لیلا نگهبان	۱۰۶-۸۹

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

علمی-پژوهشی

سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳

Journal of Financial Accounting Research

Vol. 6, No 1, Ser.19
Spring 2014
ISSN: 2008-7691

The Survey of Relationship between Corporate Governance and Innate and Discretionary Accruals Quality of Companies Listed in Tehran Stock Exchange Y. Hassas Yeganeh, H. Didar, A. Eskandari	1
An Investigation of the Determinants of Working Capital Management in Tehran Stock Exchange (TSE) A. A. Anvari Rostami, R. Sadjadpour, M. yaballuei	2
The Effect of Managerial Overconfidence on Conditional and Unconditional Conservatism D. Foroghi, Z. NokhbehFallah	3
Relationship between Earning Growth and Stock Returns by Using Residual Income in Tehran Stock Exchange (TSE) B. Shamszadeh, M. Sadeghifar, B. almasi	4
The Effect of Personal Incentives Managers on Costs Asymmetric in Tehran Stock Exchange A. Khani, H. Amiri, M.A. Shamohammadi	5
Relationships between Firm Specific Factors and Management's Preferences for an Earnings Threshold M. Moradzade Fard, M. Ebrahimi Maimand, M. Moradi	6
The Impact of Financial Constraints and Agency Costs of Investment Efficiency R. Baradaran Hassanzadeh, Y. Badavar Nahandi, L. Negahban	7

بسم الله الرحمن الرحیم

مجله علمی - پژوهشی

پژوهش‌های حسابداری مالی

سال ششم - شماره اول - شماره پیاپی (۱۹)

بهار ۱۳۹۳

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی بر اساس ابلاغیه شماره ۳/۱۱/٦٤٠ مورخ ۱۳۸۸/٤/۸ کمیسیون بررسی نشریات علمی وزارت علوم تحقیقات و فناوری دارای درجه **علمی- پژوهشی** می‌باشد. همچنین بر اساس نامه‌ی شماره‌ی ۱۱۳۲۰۳ مورخ ۱۳۹۲/۷/۲۱ تا پایان آبان ماه ۱۳۹۳ تمدید اعتبار شده است.

مجوز فوق بر اساس عقد تفاهم‌نامه بین دانشگاه اصفهان و دانشگاه‌های مازندران، شیراز، شهید چمران اهواز، شهید بهشتی، شهید باهنر کرمان و دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) صادر گردیده است.

این مجله در پایگاه راهنمای بین‌المللی نشریات ادواری (اولریخ) ثبت است:
http:// Ulrichsweb.serialsolutions.com

متن کامل مجله در پایگاه‌های اطلاع رسانی زیر نمایه می‌شود.

بانک اطلاعات نشریات کشور	**http://www.magiran.com**
سایت اینترنتی جهاد دانشگاهی	**http://www.SID.ir**
پایگاه علوم استنادی جهان اسلام (ISC)	**http://www.ISC.gov.ir**
سامانه مجله پژوهش‌های حسابداری مالی	**http://uijs.ui.ac.ir/far**
پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی	**http://www.ensani.ir**
ایندکس کوپرنیکوس (فهرست مجلات برتر)	**http://journals.indexcopernicus.com**
ابسکو: میزبان پایگاه‌های اطلاعاتی	**http://www.ebscohost.com**

چاپ و لیتوگرافی: انتشارات دانشگاه اصفهان
ناشر: دانشگاه اصفهان
تیراژ: ۵۰۰ نسخه

مجلـــــــــه
پژوهش‌های حسابداری مالی
صاحب امتیاز: معاونت پژوهش و فناوری دانشگاه اصفهان
شمـــــاره استـــاندارد بیـن‌المللـــی:۷۶۹۱-۲۰۰۸
شمـــــاره استـــاندارد بیـن‌المللـــی (نسخه الکترونیک): ۳۴۰۵-۲۳۲۲
سـال ششم- شماره اول - شمـاره پیاپی (۱۹)- بهار ۱۳۹۳
علمی- پژوهشی

مدیر مسؤول: ناصر ایزدی‌نیا
استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان
Email: naser.izadinia@gmail.com

ویراستار انگلیسی (علمی - تخصصی): محسن دستگیر
استاد حسابداری و مدیریت مالی- دانشگاه شهید چمران اهواز
E-mail: dastmw@yahoo.com

مدیر اجرایی: نیـلوفر پنـاهی
E-mail: n.panahi@staf.ui.ac.ir
تلفن: ۰۳۱-۳۷۹۳۴۱۶۴

سردبیر: محسن دستگیر
استاد حسابداری و مدیریت مالی- دانشگاه شهید چمران اهواز
E-mail: dastmw@yahoo.com

ویراستار ادبی: ناصر کریم‌پور
E-mail: Karimpour.naser@gmail.com

صفحه آرایی: فرزانه کرمی- نیلوفر پناهی
E-mail: f.karami88@yahoo.com
E-mail: n.panahi@staf.ui.acir
تلفن: ۰۳۱-۳۷۹۳۴۱۶۴

اعضای هیأت تحریریه

احمد احمدپور	استاد	دانشگاه مازندران
ناصر ایزدی‌نیا	استادیار	دانشگاه اصفهان
جعفر باباجانی	دانشیار	دانشگاه علامه طباطبایی
امید پورحیدری	دانشیار	دانشگاه شهید باهنر کرمان
علی ثقفی	استاد	دانشگاه علامه طباطبایی
محسن خوش‌طینت	دانشیار	دانشگاه علامه طباطبایی
بهروز دُرّی	دانشیار	دانشگاه شهید بهشتی
محسن دستگیر	استاد	دانشگاه شهید چمران اهواز
ذبیح‌اله رضایی	استاد	دانشگاه ممفیس آمریکا
هیبت‌اله سمیع	استاد	دانشگاه لیح آمریکا
سید کمیل طیبی	استاد	دانشگاه اصفهان
داریوش فروغی	دانشیار	دانشگاه اصفهان
غلامرضا کردستانی	دانشیار	دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین
کریم کندکار	استاد	دانشگاه روچستر آمریکا
محمد نمازی	استاد	دانشگاه شیراز
ایرج نوروش	استاد	دانشگاه تهران

* این مجله مسؤول آراء و نظرات مندرج در مقالات نمی‌باشد.

مقالات رسیده بازگشت داده نمی‌شود. نقل مطالب با ذکر نام مجله و نویسنده بلامانع است.

نشانی پستی مجله: اصفهان – دانشگاه اصفهان – سازمان مرکزی – معاونت پژوهشی و فناوری - طبقه دوم- اداره چاپ، انتشارات و مجلات
دفتر مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
کدپستی: ۸۱۷۴۶-۷۳۴۴۱
تلفکس: ۰۳۱-۳۷۹۳۲۱۷۷
تلفن: ۰۳۱-۳۷۹۳۴۱۶۴
نشانی پست الکترونیکی: far_journal@ase.ui.ac.ir
نشانی سایت مجله: www.uijs.ui.ac.ir/far

همکاران علمی این شماره (سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳)

اعضای محترم هیأت علمی دانشگاه‌ها و مؤسسات آموزشی و پژوهشی کشور که در داوری و ارزیابی مقالات این شماره با مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، همکاری داشته‌اند، معرفی شده و از خدمات علمی آنها تقدیر می‌گردد، همچنین از همکاری ارزنده‌ی خانم‌ها نرگس حمیدیان و ریحانه هادیان تشکر می‌گردد.

ناصر ایزدی‌نیا	استادیار	دانشگاه اصفهان
امید پورحیدری	دانشیار	دانشگاه شهید باهنر کرمان
ولی خدادادی	استادیار	دانشگاه شهید چمران اهواز
محسن دستگیر	استاد	دانشگاه شهید چمران اهواز
نظام‌الدین رحیمیان	استادیار	مؤسسه آموزش عالی خاتم
محمد جواد ساعی	استادیار	دانشگاه فردوسی مشهد
مهدی عربصالحی	استادیار	دانشگاه اصفهان
محمد کاشانی‌پور	دانشیار	دانشگاه مازندران
غلامرضا کردستانی	دانشیار	دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)
ویدا مجتهدزاده	استاد	دانشگاه الزهرا
شهناز مشایخ	استادیار	دانشگاه الزهرا
بیتا مشایخی	دانشیار	دانشگاه تهران
غلامحسین مهدوی	دانشیار	دانشگاه شیراز
محمد نمازی	استاد	دانشگاه شیراز

راهنمای تنظیم و نگارش مقالات

برای جلوگیری از تأخیر در داوری و انتشار به موقع مجله، لطفاً به نکات زیر توجه فرمایید

از کلیه پژوهشگران گرامی که مقاله‌های خود را برای چاپ در این مجله ارسال می‌نمایند، تقاضا می‌شود به نکات زیر توجه فرمایند:

۱- موضوع مقاله در ارتباط با پژوهش در زمینه **حسابداری مالی** (گزارشگری مالی، رویکردهای جدید در تهیه و گزارش اطلاعات حسابداری، حسابداری اجتماعی، استانداردهای حسابداری مالی، بازار سرمایه و اطلاعات حسابداری، پژوهش‌های رفتاری در حسابداری مالی، اعتبار بخشی به اطلاعات حسابداری) باشد.

۲- مقاله قبلاً برای هیچ یک از نشریه‌ها (داخلی یا خارجی) ارسال یا در هیچ یک از نشریه‌ها (یا مجموعه مقالات همایش‌ها) چاپ نشده باشد.

۳- مقاله با استفاده از نرم‌افزار word2003 و بالاتر بر روی کاغذ A4 (حاشیه‌ها از بالا و راست ۳ و چپ و پایین ۲/۵) تایپ شود. برای متن فارسی از قلم B Lotus با فونت ۱۳ و برای متن انگلیسی از قلم Times New Roman و فونت ۱۲ استفاده شود.

۴- چارچوب مقاله به صورت استاندارد زیر است:

۴-۱- صفحه جلد مقاله شامل: عنوان کامل مقاله، نام نویسنده یا نویسندگان (نام نویسنده عهده‌دار مکاتبات با علامت ستاره مشخص شود)، مرتبه علمی و نام دانشگاه یا مؤسسه محل اشتغال، نشانی کامل نویسنده عهده‌دار مکاتبات شامل: نشانی پستی، شماره تلفن، نمابر و پست الکترونیک.

۴-۲- صفحه اول مقاله شامل عنوان و چکیده مقاله به زبان فارسی مشتمل بر: موضوع مقاله، روش تحقیق، طرح بحث و نتیجه‌گیری (مجموعاً ۱۷۵ کلمه) و واژگان کلیدی (حداکثر ۵ واژه).

۴-۳- صفحه دوم تا انتهای مقاله مشتمل بر: مقدمه (شامل: بیان مسأله، اهمیت آن و هدف پژوهش، تاریخچه، مروری بر پیشینه تحقیق و چارچوب نظری، پرسش‌ها و فرضیه‌های پژوهش)؛ روش تحقیق (شامل: روش پژوهش، ابزار گردآوری اطلاعات، فنون تجزیه و تحلیل اطلاعات، تعریف متغیرهای مورد مطالعه و تعریف عملیاتی آنها، جامعه آماری، حجم نمونه و روش نمونه‌گیری)؛ یافته‌های پژوهش (شامل: ارایه یافته‌ها، مقایسه آن با یافته‌های سایر پژوهش‌ها و انطباق یافته‌ها با نظریه‌ها)؛ نتیجه‌گیری (شامل: خلاصه مسأله و هدف پژوهش، ارائه خلاصه نتایج و نتیجه‌گیری کلی و ارائه پیشنهادها)؛ فهرست منابع.

۴-۴- چکیده و واژه‌های کلیدی به زبان انگلیسی بر روی صفحه‌ای جداگانه، شامل: نام نویسنده یا نویسندگان، مرتبه علمی و نام دانشگاه یا مؤسسه محل اشتغال، همراه مقاله ارسال شود.

۵- ارجاعات در متن مقاله به صورت شماره‌ای و در داخل [ ] آورده شود.

۶- در پایان مقاله، منابع مورد استفاده در متن مقاله، به ترتیب حروف الفبایی تنظیم شود (بخش فارسی و لاتین مجزا) و بر اساس شماره ایجاد شده، در بخش منابع شماره در متن مقاله داخل [ ] نوشته شود.

۶-۱- مقاله: نام خانوادگی، نام. (سال انتشار). عنوان مقاله. نام نشریه (حروف کج)، دوره (جلد)، شماره صفحه‌ها.

۶-۲- کتاب: نام خانوادگی، نام. (سال انتشار). نام کتاب. محل انتشار: نام ناشر.

۶-۳- کتاب ترجمه شده: نام خانوادگی، نام نویسنده. (سال تألیف). نام کتاب به فارسی. نام و نام خانوادگی مترجم. محل نشر: نام ناشر.

۶-۴- در مورد گزارش‌ها و سایر منابع نیز اطلاعات کافی و کامل ارائه شود.

۷- جدول‌ها نزدیک به متن مربوط آورده شود. منحنی‌ها، شکل‌ها و نمودارها سیاه و سفید، دقیق، روشن و اصل باشند. در متن مقاله به شماره‌جدول‌ها و نمودارها اشاره شود، فرمول‌ها و جداول در محیط فرمول نویسی و ورد تایپ شده و از ایمیج کردن آن خودداری فرمایید، اعداد داخل جداول فارسی تایپ شود.

۸- مقاله‌هایی که بر اساس این راهنما تنظیم نشده باشد، در هیأت تحریریه مورد بررسی قرار نمی‌گیرد.

۹- مقاله حداکثر در ۲۰ صفحه به آدرس : www.uijs.ui.ac.ir/far ارسال فرمایید.

نشانی مجله: اصفهان، خیابان هزار جریب، دانشگاه اصفهان، سازمان مرکزی، طبقه دوم، اداره چاپ، انتشارات و مجلات، دفتر مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، کدپستی: ۷۳۴۴۱ – ۸۱۷۴۶ (تلفن: ۳۷۹۳۴۱۶۴-۰۳۱، تلفکس: ۳۷۹۳۲۱۷۷-۰۳۱).

مجـــــله پژوهش‌های حســـــابداری مالی
سـال ششم – شماره اول – شمـاره پیاپی (۱۹)- بهار ۱۳۹۳

فهرست مطالب

■ **بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت اقلام تعهدی اختیـاری و غیراختیـاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران** ۱۴-۱
یحیی حساس یگانه، حمزه دیدار و احمد اسکندری

■ **بررسی عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بـورس اوراق بهادار تهران** ۲۶-۱۵
علی اصغر انواری رستمی، رحمان سجادپور و مالک یبلویی

■ **تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی** ۴۴-۲۷
داریوش فروغی و زهرا نخبه فلاح

■ **بررسی رابطه بین رشد سود و بازده سهام با استفاده از مدل سود باقی مانده در بـورس اوراق بهادار تهران** ۵۶-۴۵
باقر شمس‌زاده، مجید صادقی‌فر و بهنام الماسی

■ **بررسی تاثیر انگیزه‌های شخصی مدیران بر عدم تقارن هزینه‌ها در بورس اوراق بهـادار تهران** ۷۴-۵۷
عبد الله خانی، هادی امیری، محمدعلی شامحمدی

■ **رابطه بین ویژگی‌های شرکت و اولویت مدیران برای گزینش آستانه سود** ۸۸-۷۵
مهدی مرادزاده فرد، مهدی ابراهیمی میمند، ملیحه مرادی

■ **تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری** ۱۰۶-۸۹
رسول برادران حسن‌زاده، یونس بادآور نهندی و لیلا نگهبان

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۱/۲/۲۳
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/٤/۱۰
صص ۱٤- ۱

بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

یحیی حساس یگانه*، حمزه دیدار[1]، احمد اسکندری*****

*دانشیار حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی
yahya_yeganeh@yahoo.com
**استادیار حسابداری دانشگاه ارومیه
h.didar@urmia.ac.ir
***کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد واحد تبریز
ahmad.eskandarie@gmail.com

چکیده

در این پژوهش رابطه بین برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته است. نمونه پژوهش شامل ۱۲۰شرکت در طول سال‌های ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۸ بوده است. برای اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی از مدل فرانسیس (۲۰۰۵) استفاده شده است. ساختار مالکیت شرکت‌ها، ترکیب هیات مدیره، نوع حسابرس و وجود حسابرسی داخلی به عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده و با استفاده از یک مدل رگرسیون چند متغیره رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و ترکیب هیات مدیره با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری مورد آزمون قرار گرفته است. برای آزمون رابطه نوع موسسه حسابرسی کننده و حسابرسی داخلی از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و اقلام تعهدی غیراختیاری مستقیم و معنی‌دار و اقلام تعهدی اختیاری معکوس و معنی‌دار می‌باشد. ولی بین متغیرهای اندازه موسسه حسابرسی کننده و حسابرس داخلی با اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری رابطه معنی‌داری مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری، مالکیت نهادی، ترکیب هیات مدیره، اندازه حسابرس.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: ارومیه، دانشگاه ارومیه، دانشکده اقتصاد و مدیریت، گروه حسابداری

مقدمه

از مسائل مهمی که به دلیل رسوایی‌های گسترده مالی در سطح شرکت‌های بزرگ در سال‌های اخیر مورد توجه محققان قرار گرفته است و به‌عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاران مطرح شده است، موضوع حاکمیت شرکتی است که به بررسی لزوم نظارت بر مدیریت و تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه گذاران و ذینفعان می‌پردازد.

بررسی علل و شرایط ایجاد این رسوایی‌ها مشخص کرده است که در موارد فقدان نظارت بر مدیریت، نظارت ناکافی سهامداران شرکت‌ها بر نحوه اداره امور و سپردن اختیارات نامحدود به مدیران اجرایی زمینه مساعدی را برای سوء استفاده آنان فراهم کرده است. جلوگیری از بروز چنین شرایطی مستلزم اعمال حاکمیت صحیح سهامداران از طریق نظارت دقیق بر مدیریت اجرایی و حسابرسی منظم شرکت‌هاست که در مجموع تحت عنوان فرآیند حاکمیت شرکتی شناخته می‌شود [۳]

در دهه گذشته، مفهوم حاکمیت شرکتی نقش با اهمیتی در افزایش قدرت رقابتی بازارهای مالی جهانی ایفا کرده است. عدم کفایت اصول حاکمیت شرکتی مناسب در بخش‌های دولتی و خصوصی می‌تواند یکی از عوامل زیربنایی با اهمیت بحران‌های مالی و رسوایی‌های اخیر شرکت‌ها باشد که سراسر جهان را در برگرفت. در نتیجه در سراسر جهان به مفهوم حاکمیت شرکتی توجه فزاینده‌ای می‌شود.

رویه‌های حاکمیت شرکتی مناسب در مورد کشورها، موجب پیشگیری از خروج وجوه داخلی، افزایش در سرمایه‌گذاری‌های خارجی، افزایش قدرت رقابتی اقتصاد و بازارهای سرمایه، غلبه بر بحران، تخصیص کاراتر منابع و دست‌یابی به سطوح بالاتری از پیشرفت و ترقی می‌شود [۷]. علیرغم این‌که در اغلب پژوهش‌های انجام شده در حوزه حسابداری، مدیریت مالی و سایر رشته‌های مدیریتی بیشتر به ارتباط بین حسابداری، حسابرسی و کنترل‌های تجاری پرداخته شده، در طی سال‌های اخیر بیشتر پژوهش‌های انجام شده بر مفهوم حاکمیت شرکتی و تامین منافع سهامداران و نیز افزایش این منافع، تاکید داشته است [۵].

یکی از موضوعات و مسائل مورد بحث حسابداری در سال‌های اخیر، مدیریت سود و احتمال تخمین اشتباه جریانات نقدی بر اساس اقلام تعهدی بوده است و عوامل مختلفی در این خصوص بر اساس تئوری نمایندگی مطرح گردیده است. شرایط محیطی و برخی از مکانیزم‌های مرتبط با حاکمیت شرکتی به عنوان عوامل موثر در این موضوع بوده است.

بیان مساله

تضاد منافع سهامداران با مدیریت یکی از موضوعات مهمی است که طی دهه‌های اخیر مورد توجه محققین بوده است. طبق پژوهش‌های صورت گرفته استقرار مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی یکی از راهکارهای حل این معضل مطرح شده است.

بررسی‌ها نشان می‌دهند که هر کشور سیستم حاکمیت شرکتی منحصر به خود را دارد. به تعداد کشورهای دنیا، سیستم حاکمیت شرکتی وجود دارد.

سیستم حاکمیت شرکتی موجود در یک کشور با تعدادی عوامل داخلی از جمله ساختار مالکیت شرکت‌ها، وضعیت اقتصادی، سیستم قانونی، سیاست‌های دولتی و فرهنگ، معین می‌شود. ساختار مالکیت و چارچوب‌های قانونی از اصلی‌ترین و

تعیین کننده‌ترین عوامل سیستم حاکمیت شرکتی هستند. همچنین عوامل خارجی از قبیل میزان جریان سرمایه از خارج به داخل، وضعیت اقتصاد جهانی، عرضه سهام در بازار سایر کشورها و سرمایه‌گذاری نهادی فرامرزی، بر سیستم حاکمیت شرکتی موجود در یک کشور تاثیر دارند [٦].

یکی از اهداف کلیدی حاکمیت شرکتی، ایجاد کنترل‌هایی است که تضمین کننده ارائه منصفانه اطلاعات مالی شرکت در صورت‌های مالی باشد.

پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی قوی فرصت‌های دستکاری اقلام تعهدی اختیاری را محدود می‌کند از این رو حاکمیت شرکتی ارتباط مثبتی با کیفیت درآمدهای گزارش شده دارد.

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی همچنین برای کاهش اشتباهات غیرعمدی تخمینی اقلام تعهدی موثر بوده است. حاکمیت شرکتی قوی باید اطمینان حاصل کند که کنترل‌های ضروری و تخصص کافی در دست است تا تضمین کند تخمین‌های اقلام تعهدی، به‌طور معتبر انجام شده‌اند. به عنوان مثال، حاکمیت شرکتی قوی باید این احتمال را افزایش دهد که کارکنان شایسته و آموزش دیده در تصمیم‌گیری مرتبط با انتخاب روش حسابداری و بکارگیری آن برای مدیریت دخالت دارند یا تضمین کند که کنترل‌های کافی برای نشان دادن صورتحساب‌هایی که به‌طور نادرست گزارش شده‌اند وجود دارد.

مطالعات قبلی شواهدی را در خصوص اهمیت کنترل‌های داخلی برای کاهش تأثیرات احتمالی شرایط محیطی حاکم بر کیفیت تخمینی درآمدها فراهم می‌کند. بنابراین، به این صورت بیان می‌شود که میزان اشتباهات تخمینی اقلام تعهدی، متناسب با میزان اثر بخشی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در کاهش اثرات منفی مدیریت سود در شرکت‌ها، متفاوت است [۹].

ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کیفیت اقلام تعهدی (اختیاری وغیر اختیاری) موضوع اصلی این پژوهش است. کیفیت سودهای گذشته بر نقش مهمی که حاکمیت شرکتی در کاهش احتمال مدیریت عمدی سود ناشی از دستکاری اقلام تعهدی بازی می‌کند، تاکید دارد. بنابراین مدیریت عمدی سود، تنها منبع اشتباه تخمینی اقلام تعهدی نیست. به نظر می‌رسد برآوردهای ناشی از شرایط محیطی حاکم براساس تجربیات کسانی که اقلام تعهدی را تخمین می‌زنند نیز یک منبع مهم اشتباه باشد. ارائه هر دو منبع اشتباه تخمینی اقلام تعهدی، اثرات منفی بر کیفیت گزارشگری مالی، داشته است. آنچه اهمیت دارد این است که بدانیم چگونه این اشتباهات تخمینی با ساختار حاکمیت شرکتی قوی و شرایط محیطی حاکم، کاهش می‌یابند. بر این اساس هدف این بررسی، ارزیابی ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و اشتباه تخمینی اقلام تعهدی است که از دستکاری اقلام تعهدی (اختیاری) و عدم قطعیت محیطی (غیراختیاری) ناشی می‌شود [۹].

در این پژوهش متغیرهای کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و اقلام تعهدی غیر اختیاری به عنوان متغیر وابسته و مولفه‌های مالکیت سرمایه گذاران نهادی، میزان تمرکز مالکیت، استقلال اعضای هیئت مدیره، میزان سهام شناور آزاد، نوع حسابرس و وجود حسابرسی داخلی به عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار گرفته است.

پیشینه پژوهش

آرنولد رایت و دیگران (۲۰۰۲) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و فرآیند حسابرسی می‌پردازند. آن‌ها معتقدند رشد شناسایی شده در سال‌های اخیر از حاکمیت شرکتی، گزارشگری مالی دقیق و بازداشتن از تقلب را فراهم ساخته است [۱۱].

بال (۲۰۰۳) در مطالعه‌ای با عنوان ویژگی‌های سود حسابداری اشاره می‌کند که در تعیین کیفیت اقلام تعهدی (کیفیت سود) تاثیر تصمیمات اتخاذ و اجرا شده به وسیله مدیران، بیشتر از استانداردهای گزارشگری است زیرا کیفیت این اقلام تحت تاثیر رویه‌ها و خط مشی‌های مدیریت قرار دارد و مدیریت بسته به نوع اهداف خود می‌تواند کیفیت آن‌ها را پایین یا بالا نشان دهد و با این کار خود هزینه سرمایه شرکت را تحت تاثیر قرار دهد [۱۳].

آشبوغ و هوللیس (۲۰۰٤) پژوهشی با عنوان تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت انجام داده‌اند. نتایج حاصل از پژوهش فوق نشان می‌دهد که وجود اقلام تعهدی غیرعادی بزرگ باعث کاهش شفافیت سود و در نتیجه افزایش هزینه سرمایه شرکت می‌گردد و همچنین شرکت‌های با کمیته حسابرسی مستقل‌تر دارای هزینه سرمایه پایین‌تری هستند. همچنین شرکت‌های ترکیبی شامل سهامداران نهادی (سازمانی) دارای هزینه سرمایه پایین‌تری هستند و شرکت‌های دارای بلوک سهامداران زیاد دارای هزینه سرمایه بالاتری می‌باشند. و نیز یک رابطه منفی بین هزینه سرمایه با استقلال هیات مدیره و درصدی از هیات مدیره که صاحب سهام هستند، وجود دارد. نتایج پژوهش فوق نشان می‌دهد که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بهتر دارای ریسک نمایندگی پایین‌تر برای سهامداران هستند که در نتیجه در هزینه سرمایه پایین‌تر شرکت منعکس می‌شود [۱۲].

شانکاریام (۲۰۰٤) در هند به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و استانداردهای حسابداری می‌پردازد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی خوب، عملکرد بهتر شرکت و ارتباط بهتر با مالکان را فراهم می‌سازد [۲۳].

نیلسن (۲۰۰۵) "ارتباط بین حاکمیت شرکتی، اهرم و سیاست تقسیم سود" را بررسی کرد. این مقاله مدل نمایندگی شرکت را با فرض اینکه حاکمیت شرکتی عبارت است از تعادل بین کنترل توسط سهامداران قوی و کنترل با ساختار سرمایه محدود، بسط می‌دهد. نهایتاً این نتیجه حاصل شده است که شرکت‌های با سهامداران ضعیف، تمایل بیشتری به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شان و همچنین تقسیم سود دارند [۲۱].

داوید سون و دیگران (۲۰۰۵) به بررسی ساختار مالکیت و مدیریت سود می‌پردازند این مقاله نقش ساختار حاکمیت داخلی را در محدودیت مدیریت سود بررسی می‌کند. بر اساس نتایج پژوهش مشخص می‌گردد که عناصر حاکمیت شرکتی مانند تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره، کمیته حسابرسی و حسابرسی داخلی با مدیریت سود رابطه معنی‌دار و معکوس دارند [۱۵].

لارا و دیگران (۲۰۰۵) در پژوهشی تحت عنوان "حاکمیت شرکتی و محافظه کاری حسابداری" در یک دوره زمانی از سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۳ و در بین شرکت‌های آمریکایی، برای سنجش محافظه کاری از معیار باسو (۱۹۹۷) و برای سنجش حاکمیت شرکتی از یک معیار ترکیبی استفاده کردند. نتایج نشان‌دهنده

این مطلب بود که بین حاکمیت شرکتی و محافظه کاری حسابداری یک ارتباط مثبت وجود دارد [۱۸].

نویسی و نایکر (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکتی در نیوزیلند پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها حاکی از این است که سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند و بنابراین حضورشان رابطه مثبت بر ارزش شرکت داشته است [۲۰].

چونگ و دیگران (۲۰۰۶) در مقاله‌ای به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و ارزشیابی بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه چین پرداختند. تجزیه و تحلیل آن‌ها نشان می‌دهد که شاخص حاکمیت شرکتی تاثیر معنی‌دار و با اهمیت بر روی ارزشیابی بازار سهام مربوطه شرکت‌ها داشته است [۱٤].

نتایج پژوهش لاروکا (۲۰۰۷) نشان می‌دهد که برای برطرف کردن تردید موجود در مورد ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت باید نقش حاکمیت شرکتی مد نظر قرار گیرد. در این رابطه لازم است به این امر توجه شود که سایر متغیرهای حاکمیت شرکتی از جمله تمرکز مالکیت، مالکیت مدیران، نقش هیات مدیره و ... ممکن است نقش مکمل ساختار سرمایه را داشته باشند [۱۷].

لیم (۲۰۰۹) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که ارتباط مثبت بین میزان مدیران مستقل در هیات مدیره و محافظه‌کاری حسابداری در یک مدل از سه مدل مورد مطالعه وجود دارد. همچنین در هیچ یک از مدل‌های سنجش محافظه کاری ارتباطی بین اندازه هیات مدیره و میزان مدیران مستقل در کمیته حسابرسی با محافظه کاری حسابداری وجود ندارد [۱۹].

کنت (۲۰۱۰) پژوهشی تحت عنوان کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری و حاکمیت شرکتی انجام داده است. تجزیه و تحلیل ارائه شده در این مقاله شناخت بیشتری در ارتباط با اهمیت رابطه بین ساختار حاکمیت شرکتی و کیفیت سودهای گزارش شده شرکت فراهم می‌سازد. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، ارتباط مثبتی با اجزای غیراختیاری و اختیاری کیفیت اقلام تعهدی دارد. به‌صورت جالبی مشاهده می‌شود که ارتباط بین ساختار حاکمیت شرکتی مناسب و کیفیت اقلام تعهدی برای اقلام تعهدی غیراختیاری قوی‌تر از اقلام تعهدی اختیاری است. این موضوع پیشنهاد می‌کند که حاکمیت شرکتی مناسب به صورت با اهمیتی عدم ثبات (ناپایداری) محیطی را کاهش می‌دهد و اشتباهات سهوی برآورد اقلام تعهدی را در محدود کردن مدیریت سودهای اختیاری مرتبط می‌سازد [۲۲].

پژوهش حساس یگانه و یزدانیان (۱۳۸٦) نشان می‌دهد زمانی که درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت‌ها بیش از ٤٥٪ باشد، مدیریت سود کاهش می‌یابد و نیز بین وجود مدیران غیر موظف در ترکیب هیات مدیره، عدم وجود مدیرعامل شرکت به عنوان رییس یا نایب رییس هیات مدیره، وجود حسابرسان داخلی در شرکت‌ها در ایران و مدیریت سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد [٦].

ابراهیمی کردلر و سیدی در سال (۱۳۸۷) رابطه بین حسابرسان مستقل و نوع اظهار نظر حسابرس و مدیریت سود را مورد بررسی قرار داده‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که تنها نوع موسسه حسابرسی با اقلام تعهدی اختیاری ارتباط معکوس و معنی‌دار دارد [۱].

در پژوهش بادآور نهندی و محمودزاده (۱۳۸۸) رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و ترکیب هیات مدیره با محافظه کاری دیده نشد. البته در آزمون مقایسه میانگین‌های دو گروه مشاهده شد که میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های با محافظه کاری بالا کمتر از شرکت‌های با محافظه کاری پایین است. همچنین میزان محافظه کاری اعمال شده در گزارشگری مالی در دوره‌هایی که حسابرسی موسسه بر عهده سازمان حسابرسی بوده، پایین‌تر از دوره‌هایی است که حسابرسی بر عهده موسسات خصوصی بوده است. در نتیجه نتایج نشان دهنده این مطلب است که وضعیت ساختار مالکیت و ترکیب اعضای هیات مدیره در ایران عامل مهمی در تعیین کیفیت گزارشگری مالی نیست [٤].

رهنمای رود پشتی و نبوی (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی و ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره، اندازه هیات مدیره، تفکیک دو پست مدیر عامل و رئیس هیات مدیره) و مکانیزم‌های خارجی (سهامداران نهادی) با مدیریت سود است. متغیرهای کنترلی پژوهش، اندازه و اهرم مالی بوده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره با مدیریت سود رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد اما بین اندازه هیات مدیره و تفکیک دو پست مدیرعامل و رئیس هیات مدیره با مدیریت سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد. بین متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت و اهرم مالی) و مدیریت سود نیز رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد [۸].

مهرانی و همکاران (۱۳۸۸) با طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی به فعال و منفعل، ارتباط انواع مختلف مالکیت نهادی و محافظه کاری را نیز بررسی نموده‌اند. یافته‌های به‌دست آمده از وجود رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و محافظه کاری سود حکایت دارند. به عبارت دیگر، با افزایش سطح مالکیت نهادی، تمایل شرکت‌ها به استفاده از رویه‌های محافظه کارانه بیشتر می‌گردد. در نتیجه، می‌توان ادعا کرد این سهامداران ناظران فعالی هستند که مدیران را به گزارش سود با کیفیت بالاتر (از طریق کاربرد رویه‌های حسابداری محافظه کارانه‌تر) تشویق می‌کنند. همچنین بعد از تفکیک مالکان نهادی به فعال و منفعل، رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت نهادی منفعل و محافظه کاری سود نیز یافت شد. البته در ارتباط با مالکیت نهادی فعال، نتیجه قابل اتکایی حاصل نشد [۱۰].

مشایخی و محمدآبادی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کیفیت سود حسابداری می‌پردازند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که با بیشتر شدن تعداد جلسات هیات مدیره و افزایش حضور مدیران غیرموظف در آن، کیفیت (پایداری و توان پیش‌بینی) سود حسابداری افزایش یافته است. این در حالی است که بین تفکیک مسؤولیت‌های مدیر عامل و رئیس هیات مدیره از یکدیگر و کیفیت (پایداری و توان پیش‌بینی) سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد. یافته‌های پژوهش حاکی از نبود رابطه معنی‌دار بین کیفیت اقلام تعهدی، به عنوان یکی از سنجه‌های کیفیت سود، با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتیِ مورد بررسی است [۹].

استا (۱۳۹۰)، به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت بر شیوه مدیریت سود پرداخته است. در این پژوهش ساختار مالکیت به چهار طبقه مالکیت نهادی، شرکتی و مدیریتی طبقه‌بندی شده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که رابطه منفی معناداری بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با مدیریت سود وجود دارد اما بین مالکیت شرکتی و مدیریت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۲].

فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، مالکیت سرمایه گذاران نهادی، میزان تمرکز مالکیت، استقلال اعضای هیئت مدیره، میزان سهام شناور آزاد، اندازه حسابرس و وجود حسابرسی داخلی در نظر گرفته شده است. بنابراین فرضیات این پژوهش به شرح زیر است:

۱- میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی بر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری اثر دارد.

۲- میزان تمرکز مالکیت بر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری اثر دارد.

۳- میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری اثر دارد.

٤- میزان سهام شناور آزاد برکیفیت اقلام تعهدی اختیاری اثر دارد.

۵- اندازه حسابرس بر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری اثر دارد.

٦- وجود حسابرس داخلی بر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری اثر دارد.

۷- میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی بر کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری اثر دارد.

۸- میزان تمرکز مالکیت بر کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری اثر دارد.

۹- میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری اثر دارد.

۱۰- میزان سهام شناور آزاد بر کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری اثر دارد.

۱۱- اندازه حسابرس بر کیفیت اقلام تعهدی غیر اختیاری اثر دارد.

۱۲- وجود حسابرس داخلی بر کیفیت اقلام تعهدی غیر اختیاری اثر دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر، پژوهش توصیفی است که از نظر هدف کاربردی است. در این پژوهش برای آزمون وجود ارتباط و معنی داری آن بین متغیرها و همچنین برازش مدل‌های مرتبط با فرضیه‌ها برای توضیح متغیر وابسته از روش تحلیل رگرسیون چند متغیره و روش آزمون مقایسه میانگین دو جامعه (T) استفاده شده است.

متغیرهای وابسته و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری بعنوان متغیر وابسته این پژوهش می‌باشد که برای تعیین آن ابتدا از مدل فرانسیس و دیگران (۲۰۰۵) کیفیت اقلام تعهدی برای هر شرکت در هر سال محاسبه می‌شود:

مدل (۱)

$$\Delta WC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times CFO_{i,t-1} + \beta_2 \times CFO_{i,t} + \beta_3 \times CFO_{i,t+1} + \beta_4 \times \Delta REV_{i,t} + \beta_5 \times PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

WC: اندازه‌گیری کامل تغییر اقلام تعهدی سرمایه در گردش، شامل تغییر در حساب‌های دریافتنی،

حساب‌های پرداختنی، موجودی کالا، سرمایه‌گذاری جاری و ذخیره‌های جاری است.

CFO_{t-1}: جریان وجوه نقد ناشی از عملیات سال t-1.

CFO_t: جریان وجوه نقد ناشی از عملیات سال t.

CFO_{t+1}: جریان وجوه نقد ناشی از عملیات سال t+1.

ΔREV_t:تغییر در درآمد عملیاتی از سال t-1 تا سال t.

PPE_t:اموال، ماشین آلات و تجهیزات گزارش شده در سال t.

ε_t: خطای برآورد.

تمامی متغیرها برای اینکه استاندارد شوند بر متوسط کل دارایی‌ها تقسیم می‌شوند.

سپس برای تفکیک اقلام تعهدی اختیاری از اقلام تعهدی غیراختیاری از مدل فرانسیس و دیگران (۲۰۰۵) [۱۶] استفاده شده است. خروجی این مدل برای هر شرکت یک عدد برای اقلام تعهدی اختیاری و یک عدد برای اقلام تعهدی غیراختیاری بدست می‌دهد.

مدل (۲)

$$AQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Size_{i,t} + \beta_2 \times Loss_{i,t} + \beta_3 \times OPCYC_{i,t} + \beta_4 \times SDOR_{i,t} + \varepsilon_t$$

AQ: کیفیت اقلام تعهدی (انحراف معیار رگرسیون مدل ۱ برای سال‌های۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸)

$Size$: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها

$Loss$: تعداد سال‌هایی است که در آن زیان برای سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸ ثبت شده

$OPCYC$: لگاریتم طبیعی میانگین دوره نگهداری موجودی کالا به علاوه میانگین روزانه دوره وصول مطالبات

$SDOR$: انحراف معیار درآمد عملیاتی تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها برای سال‌های۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸ است

مقادیر باقی مانده تخمین رگرسیون مدل (۲) به عنوان کیفیت اقلام تعهدی اختیاری (DAQ) و تفاوت آن با کل مقدار کیفیت اقلام تعهدی (AQ) به عنوان مقدار کیفیت اقلام تعهدی غیر اختیاری (IAQ) است.

متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش براساس مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به شرح نگاره (۱) در این پژوهش مد نظر بوده است و مورد استفاده قرار گرفته است:

نگاره ۱. نماد و عناوین متغیرهای تحقیق وتعاریف عملیاتی آن‌ها

نماد	عنوان متغیر	تعریف عملیاتی
INS	میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی	درصد مالکیت سهامداران شرکت‌ها نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری
OWN	تمرکز مالکیت	مجموع درصد سهام سه سهامدار عمده به عنوان میزان تمرکز مالکیت
IND	استقلال اعضای هیات مدیره	نسبت مدیران غیر موظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره
Free	سهام شناور آزاد	مقدار سهامی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. برای محاسبه درصد سهام شناور آزاد، درصد سهام متعلق به دارندگان سهام راهبردی را از کل سهام کسر کرده، باقیمانده به عنوان سهام شناور آزاد در نظر گرفته می‌شود.
Audit	نوع موسسه حسابرس	عبارت از دو طبقه کلی سازمان حسابرسی و موسسات خصوصی می‌باشد.
INT	حسابرسی داخلی	دو طبقه کلی وجود یا عدم وجود حسابرس داخلی در شرکت‌ها را شامل می‌شود.
Size	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها
Lev	اهرم مالی	کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها

پس از محاسبه متغیرهای وابسته و مستقل نتایج بدست آمده در مدل‌های نهایی زیر مورد سنجش قرار گرفته‌اند:

مدل (۳)

$$IAQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Ins_{i,t} + \beta_2 \times Own_{i,t} + \beta_3 \times Ind_{i,t} + \beta_4 \times Free_{i,t} + \beta_5 \times Audit_{i,t} + \beta_6 \times Int_{i,t} + \beta_7 \times Size_{i,t} + \beta_8 \times Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$DAQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Ins_{i,t} + \beta_2 \times Own_{i,t} + \beta_3 \times Ind_{i,t} + \beta_4 \times Free_{i,t} + \beta_5 \times Audit_{i,t} + \beta_6 \times Int_{i,t} + \beta_7 \times Size_{i,t} + \beta_8 \times Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جامعه آماری، حجم نمونه و روش گردآوری داده‌ها

جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و دوره مورد پژوهش سال‌های مالی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸ است. در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک برای رسیدن به نمونه استفاده می‌گردد که معیارهای اعمال شده برای انتخاب نمونه به شرح زیر است:

۱. شرکت از ابتدای سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

۲. سال مالی شرکت به ۲۹ اسفند ختم شود و شرکت در دوره مورد مطالعه، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

۳. ارزش دفتری سهام شرکت منفی نباشد.

٤. جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشد. زیرا افشاهای مالی و ساختارهای اصول حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت است.

جامعه آماری، کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که پس از اعمال شرایط فوق ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه قرار گرفتند. گزارش‌های مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان اصلی‌ترین منبع اطلاعاتی جهت انجام پژوهش استفاده شده است. این گزارش‌ها شامل صورت‌های مالی اساسی شرکت‌های مورد آزمون است که از طریق سایت اینترنتی سازمان بورس به نشانی www.Rdis.ir برای سال‌های ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۸ دریافت و مورد استفاده قرار گرفت و نیز از بانک اطلاعاتی نرم افزار تدبیرپرداز و همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار Excel و همچنین نرم افزار آماری SPSS استفاده شده است.

نتایج پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیات یک الی چهار

آزمون فرضیه‌های یک الی چهار در خصوص تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر اقلام تعهدی اختیاری از طریق مدل رگرسیون خطی چند متغیره مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت.

براساس نتایج آزمون‌های طبق نگاره (۱)، مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۸٤ است که نشان‌دهنده عدم همبستگی بین خطاها است. ضریب تعیین برابر ۰/٤٥۸ است. این رقم نشان می‌دهد که ٤٥٪ از تغییرات اقلام تعهدی اختیاری (متغیروابسته) می‌تواند توسط تغییرات درمتغیرهای مستقل (میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره، سهام شناور آزاد) توضیح داده شود و بقیه تغییرات در اقلام تعهدی اختیاری توسط عواملی غیر از موارد فوق توضیح داده می‌شود.

از طرف دیگر احتمال آماره F کمتر از ۵٪ است که نشان دهنده معنی‌داری کل مدل است. با توجه به اینکه احتمال متغیرهای مستقل فرضیه‌های اول و دوم

نیز کمتر از ۵٪ است، بنابراین فرض Ho در فرضیه‌های اول و دوم رد شده و فرض مقابل مورد تایید است و عدد به دست آمده برای ضریب فرضیه‌های فوق نیز نشانگر ارتباط معکوس و معنی‌دار بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش است. احتمال به دست آمده برای فرضیه‌های سوم و چهارم نیز حاکی از قبول فرض Ho است.

نگاره ۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیات یک الی چهار

روش آماری: مدل رگرسیون خطی چند متغیره			شرکت‌های مورد مطالعه:۱۲۰ شرکت
روش ورود متغیر :Enter			سطح خطا : ۵٪
ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون	معنی‌داری کل مدل
			آماره F / احتمال
۰/۳۸۸	۰/٤٥٨	۱/۸٤	٦/٥٥ / ۰/۰۰۰

متغیر وابسته:DAQ

فرضیه	متغیرهای مستقل	ضریب	معنی‌داری هر یک از متغیرها	
			آماره t	احتمال
اول(متغیر مستقل)	میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی	-۰/٥٦۲	-٥/٥۱	۰/۰۰۰
دوم(متغیر مستقل)	تمرکز مالکیت	-۰/۲۳۱	-۲/۱۹	۰/۰۳۲
سوم(متغیر مستقل)	تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره	۰/۰٦۲	۰/٦۳	۰/٥۳۲
چهارم(متغیر مستقل)	سهام شناور آزاد	۰/۰٥۹	۰/٦۲	۰/٥٤۰
متغیر کنترلی	اندازه شرکت	-۰/۰۰٤	-۰/۰٤	۰/۹۷۱
متغیر کنترلی	اهرم مالی	۰/۰۸۱	۰/۸٥	۰/۳۹۹

نتایج حاصل از آزمون فرضیات هفت الی ده

آزمون فرضیه‌های هفت الی ده در خصوص تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر اقلام تعهدی غیراختیاری نیز مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفته است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱/٥٦۲ است که نشان دهنده عدم همبستگی بین خطاها است. ضریب تعیین برابر ۰/٦۹٥ است. این رقم نشان می‌دهد که ٦۹/٥٪ از تغییرات اقلام تعهدی غیراختیاری (متغیروابسته) می‌تواند توسط تغییرات درمتغیرهای مستقل (میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره، سهام شناور آزاد) توضیح داده شود و بقیه تغییرات در اقلام تعهدی اختیاری توسط عواملی غیر از موارد فوق توضیح داده می‌شود. از طرف دیگر احتمال آماره F کمتر از ۵٪ است که نشان دهنده معنی‌داری کل مدل است. با توجه به اینکه احتمال متغیرهای مستقل فرضیه‌های هفتم و هشتم نیز کمتر از ۵٪ است بنابراین فرض Ho در فرضیه‌های هفتم و هشتم رد شده و فرض مقابل مورد تایید است و عدد به دست آمده برای ضریب فرضیه‌های فوق نیز نشانگر ارتباط مستقیم و معنی‌دار بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش است. احتمال به دست آمده

برای فرضیه‌های نهم و دهم نیز حاکی از قبول فرض Ho است.

نگاره ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیات هفت الی ده

روش آماری: مدل رگرسیون خطی چند متغیره			شرکت‌های مورد مطالعه: ۱۲۰ شرکت
روش ورود متغیر : Enter		سطح خطا : ۵٪	
ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون	معنی داری کل مدل
			آماره F / احتمال
۰/٦۷	۰/۷۰	۱/۵٦	۲۳/۵۵ / ۰/۰۰۰

متغیر وابسته: IAQ

فرضیه	متغیرهای مستقل	ضریب	معنی داری هر یک از متغیرها	
			آماره t	احتمال
هفتم (متغیر مستقل)	میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی	۰/٦۵۸	۸/۷٦	۰/۰۰۰
هشتم(متغیر مستقل)	تمرکز مالکیت	۰/۳	۳/۹۳	۰/۰۰۰
نهم(متغیر مستقل)	تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره	-۰/۰۵	-۰/۷	۰/٤۸۷
دهم(متغیر مستقل)	سهام شناور آزاد	-۰/۰۸۲	-۱/۱۵	۰/۲۵٦
متغیر کنترلی	اندازه شرکت	-۰/۰۱۷	-۰/۲۳	۰/۸۲۳
متغیر کنترلی	اهرم مالی	-۰/۲۲	-۳/۰۹	۰/۰۰۳

آزمون فرضیه‌های فرعی پنجم، ششم، یازدهم و دوازدهم

از آنجا که در فرضیه‌های پنجم، ششم، یازدهم و دوازدهم متغیرهای اندازه موسسه حسابرسی و حسابرس داخلی به صورت متغیرهای اسمی می‌باشند، بنابراین از آزمون تی (T) نمونه‌های مستقل برای بررسی فرضیه‌های فرعی پنجم، ششم، یازدهم و دوازدهم استفاده شده است.

نگاره ٤. نتایج آزمون T در خصوص متغیرهای اندازه حسابرس و حسابرس داخلی

فرضیه	گروه	تعداد	آزمون تساوی واریانس‌ها (آزمون لوین)		آزمون تی (T) با فرض برابر بودن واریانس‌ها	
			آماره F	احتمال	آماره T	احتمال
پنجم	موسسات خصوصی	۳۸	۰/۳۹۸	۰/۵۳۰	-۱/٦۳۱	۰/۱۱۱
	سازمان حسابرسی	٦۲				
ششم	موسسات خصوصی	۳۸	۰/٦۸۲	۰/٤۱۲	-۱/۱۷۸	۰/۲٤۳
	سازمان حسابرسی	٦۲				
یازدهم	وجود حسابرس داخلی	٤۲	۰/۷۸٦	۰/۳۷۸	۱/۲۳٤	۰/۲۲۱
	عدم وجود حسابرس داخلی	۵۸				
دوازدهم	وجود حسابرس داخلی	٤۲	۰/۷۵۵	۰/۳۸۸	-۰/۸۹٦	۰/۳۷٤
	عدم وجود حسابرس داخلی	۵۸				

با توجه به مقادیر آماره و احتمال آزمون لوین برای بررسی تساوی واریانس‌ها منعکس در نگاره (۵) نتایج به دست آمده تایید کننده فرض برابری واریانس‌ها در تمام فرضیه‌های پنجم، ششم، یازدهم و دوازدهم بوده است (احتمال بیشتر از ۰/۰۵). بنا بر نتیجه فوق، آزمون T برای بررسی ارتباط متغیرهای نوع موسسه حسابرسی و وجود یا نبود حسابرس داخلی با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری مورد استفاده قرار گرفته است. براساس نتایج آزمون T منعکس در نگاره (٤)، احتمال مربوط به ارتباط مطرح شده در این فرضیه‌ها بیشتر از ۰/۰۵ بوده است که نشانگر عدم تایید و فقدان رابطه معنی‌دار بین متغیرهای نوع موسسه حسابرسی و حسابرس داخلی با کیفیت اختیاری و غیر اختیاری اقلام تعهدی است.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های دوازده‌گانه در نگاره (۵) به شرح زیر آورده شده است.

نگاره ۵. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های دوازده‌گانه

شماره فرضیه	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نتیجه	شماره فرضیه	متغیر مستقل	متغیر وابسته	نتیجه
۱	مالکیت نهادی	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	تایید منفی	۷	مالکیت نهادی	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	تایید مثبت
۲	تمرکز مالکیت	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	تایید منفی	۸	تمرکز مالکیت	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	تایید مثبت
۳	استقلال اعضای هیئت مدیره	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد	۹	استقلال اعضای هیئت مدیره	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد
٤	میزان سهام شناور آزاد	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد	۱۰	میزان سهام شناور آزاد	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد
٥	اندازه حسابرس	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد	۱۱	اندازه حسابرس	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد
٦	وجود حسابرس داخلی	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد	۱۲	وجود حسابرس داخلی	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری	رد

نتیجه

نتایج آزمون فرضیه‌ها حاکی از ارتباط نسبتاً ضعیف بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری است. از بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد مطالعه در این پژوهش تنها میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت دارای ارتباط معکوس و معنی‌داری با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری هستند که این ارتباط نیز برای اقلام تعهدی غیراختیاری قوی‌تر از اقلام تعهدی اختیاری است. بین دیگر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد مطالعه با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری هیچ گونه رابطه معنی‌داری مشاهده نشد. یعنی میزان سهام شناور آزاد، ترکیب اعضای هیئت مدیره، نوع حسابرس و حسابرس داخلی هیچ تاثیری در کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری ندارد و از آنجایی که اقلام تعهدی

اختیاری ابزار مدیریت سود در شرکت‌ها است، می‌توان نتیجه گرفت که استقرار مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نمی‌تواند تاثیر چشمگیری در کاهش مدیریت سود داشته باشد. نتایج پژوهش مطابق با نتیجه پژوهش‌های پیشین از جمله مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵)، یگانه و یزدانیان (۱۳۸۸)، مهرانی و همکاران (۱۳۸۸)، استا (۱۳۹۰) در خصوص ارتباط معکوس ساختار مالکیت با کیفیت سود است ولی مغایر با نتایج پژوهش نهندی و محمود زاده (۱۳۸۸) رهنمای رودپشتی و نبوی هاشمی (۱۳۸۹) در این خصوص بوده است.

ضمنا با نتایج پژوهش ابراهیمی کردلر وسیدی (۱۳۸۷) در خصوص ارتباط نوع موسسه حسابرسی با کیفیت اختیاری اقلام تعهدی نیز مغایر است. در مورد متغیرهای کنترل نیز نتیجه پژوهش، در خصوص ارتباط اهرم مالی با کیفیت اختیاری با نتیجه پژوهش رهنمای رودپشتی و نبوی چاشمی منطبق بوده ولی رابطه اندازه شرکت مغایر با نتیجه پژوهش فوق بوده است.

منابع

۱- ابراهیمی کردلر، علی و عزیز سیدی. (۱۳۸۷). نقش حسابرسان مستقل در کاهش اقلام تعهدی اختیاری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ٥٤، صص۳-١٦.

۲- استا، سهراب. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۸، صص ۹۳-۱۰٦.

۳- اعتمادی، حسین و محمد ایمانی برندق. (۱۳۸۵). ارائه مدلی برای رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. رساله دکتری، دانشگاه تربیت مدرس.

٤- بادآور نهندی، یونس و سعید محمودزاده، (۱۳۸۸). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با محافظه کاری. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.

۵- بت شکن، محمدهاشم و مهسا رهبری خرازی. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری*، شماره ۲۲، تابستان ۱۳۸۷، صص۱-۲۲.

٦- حساس یگانه، یحیی و نرگس یزدانیان. (۱۳۸٦). تاثیر حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود. *مطالعات حسابداری*، شماره ۱۷، صص ۱۵۱-۱۷۲

۷- رحیمیان، نظام الدین و علی سالکی. (۱۳۸۸). رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانشگاه پیام نور. دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد.

۸- رهنمای رودپشتی، فریدون و علی نبوی. (۱۳۸۹). ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و پژوهش‌های تهران، رساله دکتری، رشته مدیریت بازرگانی.

۹- مشایخی، بیتا و مهدی محمدآبادی. (۱۳۹۰). رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره دوم، شماره ۸، صص۱۷-۳۲.

۱۰- مهرانی، ساسان، محمد مرادی و هدی اسکندر. (۱۳۸۸). رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه‌کارانه ،*پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره اول، شماره ۳، صص ٤٧-٦٢.

11- Arnold Wright, Jeffrey Cohen, and Ganesh Krishnamoorthy. (2002). Corporate Governance and the Audit Process, Contemporary *Accounting Research* Vol 19, No 4, Pp 573–594.

12- Ashbough, Holliss. (2004). Corporate Governance and Cost of Equity Capital. www.ssrn.com.

13- Ball, R., Robin A., Wu, J. (2003). Incentives versus standards: properties of Accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics.* Vol 36, Pp 235-270.

14- Chong-En Bai, Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song and JunxiZhang, en. (2006). empirical Study on Corporate Governance and Market Valuation in China. *Economic Research Journal*, Vol 2, Pp 83-111.

15- Davidson, R., J. Goodwin-Stewart, and P. Kent. (2005). Internal governance structures and earnings management, *Accounting and Finance*. Vol 45, Pp 241–267.

16- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2005). The Market pricing Of Accruals Quality *Journal of Accounting and Economics.* Vol 39, Pp 295-327.

17- La Rocca, M. (2007). The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. *Corporate Governance*,Vol 7, No 3.

18- Lara, G .Osma, G.and penalva, F. (2005). Accounting conservatism and Coorporate Governance, *Review of Accounting studies*, Vol 14, Pp 161-201.

19- Lim, R. (2009). The Relationship between Corporate Governance and Accounting conservatism, The university of New south wales.

20- Navissi ,F .and Noiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate value, *Managerial Finance*, Vol 32, No 3, Pp 247-256.

21- Nilsen, A. E. B. (2005). Corporate governance, Leverage and Dividend Policy, PrincetionUni., Department of Economics.

22- Kent, Palma, Routledge, J ,Stewart. (2010). Innate and discretionary accruals quality and corporate governance, *Accounting and Fnance*

23- Shankaraiahm. (2004). Corporate Governance and Accounting Standards in India: An Empirical Study on Practices Osmania University; Sultan Qaboos University - College of Commerce & Economics.

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۱/۷/۳
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۹/۱۸
صص ۲۶- ۱۵

بررسی عوامل موثر بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی اصغر انواری رستمی[*] رحمان سجادپور[۱] مالک یبلویی [***]**

[*] استاد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس
Anvary@modares.ac.ir
[**] مربی حسابداری دانشگاه لرستان
R.sajadpour@gmail.com
[***] دانشجوی دکتری حسابداری واحد علوم و تحقیقات، کرمانشاه
M.yaballuei@gmail.com

چکیده

سرمایه در گردش، نیازهای مالی کوتاه مدت واحد تجاری را برآورده می‌کند و مدیریت سرمایه در گردش به کنترل هزینه تامین مالی منجر و در نتیجه باعث افزایش در دسترس بودن وجه نقد برای سهامداران می‌شود. بر همین اساس، هدف این پژوهش، بررسی عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش، از جمله نسبت بدهی، نسبت بازده دارایی، جریان نقدی عملیاتی و سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش، از چرخه تبدیل وجه نقد استفاده شد. بدین منظور ۶۰۰ سال ـ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش در نظر گرفته و با استفاده از رگرسیون چند متغیره و روش داده‌های پنلی، آزمون شدند. نتایج آزمون بیانگر آن است که میان متغیرهای نسبت بدهی، نسبت بازده دارایی و سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت، با مدیریت سرمایه در گردش رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و میان متغیر جریان نقدی عملیاتی با مدیریت سرمایه در گردش رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. این پژوهش نشان داد که شرکت‌های با عمر بیشتر و جریان نقدی بهتر، چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. همچنین، شرکت‌های با نسبت بازدهی دارایی، نسبت بدهی، فرصت رشد و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بالاتر، دارای خط مشی جامع و بهتری در مدیریت سرمایه در گردش هستند.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سرمایه در گردش، چرخه تبدیل وجه نقد، نسبت بازده دارایی، نسبت بدهی، سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت، جریان نقدی عملیاتی.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: لرستان، دانشگاه لرستان، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری

مقدمه

یکی از موضوعات با اهمیتی که در سطح مدیریت مالی شرکت‌ها مطرح است، شیوه مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها است. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از: ترکیب بهینه اقلام سرمایه در گردش؛ یعنی دارایی‌ها و بدهی‌های جاری، به گونه‌ای که ثروت سهامداران را حداکثر کند. انتخاب مناسب نوع استراتژی مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در موقعیت مختلف، امکان دستیابی به بهترین استراتژی مدیریت سرمایه در گردش را فراهم می‌نماید [۱]. هدف این مطالعه یافتن عواملی است که بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها تاثیر دارند.

سرمایه در گردش نیازهای مالی کوتاه مدت واحد تجاری را برآورده می‌کند. نیاز کمتر سرمایه در گردش به کاهش نیاز برای تامین مالی و کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود. که این امر به نوبه خود، در دسترس بودن وجه نقد برای سهامداران را افزایش می‌دهد [۱]. مدیریت سرمایه در گردش اثر بخش[1] بسیار مهم است، زیرا بر سودآوری و نقدینگی شرکت اثر می‌گذارد. مدیریت سرمایه در گردش کارا[2] یک قسمت بنیادی از استراتژی کلی شرکت در ایجاد ارزش برای سهامداران است [۷]. بنابراین شرکت‌ها سعی می‌کنند سطح بهینه‌ای از مدیریت سرمایه در گردش را نگهداری کنند که ارزش شرکت را حداکثر کند. مدیریت کارای سرمایه در گردش نه تنها سبب ایمن شدن شرکت‌ها در تلاطم‌های مالی می‌شود، بلکه موقعیت رقابتی و سودآوری شرکت‌ها را نیز بهبود می‌بخشد. برای مثال، افزایش در سرعت چرخه تبدیل وجه نقد از طریق مدیریت دریافتی‌ها و پرداختی‌ها به ایجاد سودآوری و نقدینگی کمک می‌کند. علاوه بر این، مدیریت اثر بخش موجودی‌ها برای مدیریت نقدینگی و سودآوری شرکت ضروری است. بنابراین، نگهداری تعادل بهینه‌ای بین هر یک از اجزای سرمایه در گردش مهم است [٤]. در سازمان‌های با اندازه کوچکتر که دارایی‌ها و بدهی‌های جاری نسبت بزرگی از سرمایه در گردش آن‌ها را تشکیل می‌دهد، مدیریت سرمایه در گردش و سیاست‌های اتخاذ شده در این زمینه از اهمیت فراوانی برخوردار است. زیرا این سیاست‌ها، تعاملات مالی شرکت با تامین‌کنندگان و خریداران در زنجیره تامین مالی را مدیریت می‌کند [۳]. در عمل، یکی از با اهمیت‌ترین موضوعات در سازمان، مدیریت سرمایه در گردش است. مدیران مالی زیادی برای شناسایی محرک‌های مدیریت سرمایه در گردش و سطح مناسب سرمایه در گردش در تلاش هستند. عدم درک اثرات سرمایه در گردش مورد نیاز بر سودآوری، عدم شفافیت در مورد تعیین مدیریت سرمایه در گردش و عدم توانایی مدیریت برای برنامه‌ریزی و کنترل اجزای مدیریت سرمایه در گردش، به عدم سودآوری و ورشکستگی منجر می‌شود. بسیاری از شکست‌های تجاری از ناتوانی مدیران مالی در برنامه‌ریزی و کنترل دارایی‌ها و بدهی‌های جاری شرکت‌های خود ناشی می‌شود [۱۰]. شرکت‌ها می‌توانند ریسک را حداقل کنند و عملکرد کلی را با درک نقش و محرک‌های سرمایه در گردش بهبود بخشند [۱٦]. بنابراین، درک اجزای سرمایه در گردش برای داشتن سطح بهینه‌ای از آن مهم است. در این مقاله، از چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان شاخص مدیریت سرمایه در گردش استفاده شده است. ما در این مقاله به بررسی متغیرهایی

[1] Effective
[2] Efficient

می‌پردازیم که می‌توانند بر مدیریت سرمایه در گردش تاثیرگذار باشند.

مبانی نظری پژوهش

ظرفیت برای ایجاد منابع داخلی[1]

اطلاعات نامتقارن به معنی هزینه بالاتر منابع خارجی وجوه و سهم اعتباری شرکت‌هاست.

زیرا به تضاد منافع بین سهامداران و بستانکاران منجر می‌شود [۵]. با توجه به اولویت بستانکاران در صورت ورشکستگی، این تضاد منافع می‌تواند به مسأله عدم سرمایه‌گذاری کافی منجر شود. علاوه بر این، سهامداران به انتشار اوراق بدهی جدیدی مشتاق هستند که باعث افزایش ریسک و کاهش ارزش بدهی‌های موجود می‌شود. به عنوان یک نتیجه، بستانکاران صرف ریسک بالاتری را تقاضا می‌کنند.

اطلاعات نامتقارن بین افراد داخلی[2] و سرمایه‌گذاران بالقوه خارج سازمان، به هزینه‌های بالاتر برای منابع وجوه خارجی منجر می‌شود و با توجه به نظریه سلسله مراتب[3] [۸] شرکت مجبور می‌شود منابع ایجاد شده داخلی را بیش از بدهی و سهام جدید در اولویت قرار دهد. شرکت‌های با ظرفیت بالاتر برای ایجاد منابع داخلی، سطح دارایی‌های جاری بالاتری دارند، که ممکن است به خاطر هزینه پایین وجوه سرمایه‌گذاری شده در سرمایه در گردش این شرکت‌ها باشد. لذا ظرفیت ایجاد منابع داخلی که آن را با جریان‌های نقدی اندازه‌گیری می‌کنیم، یکی از عواملی است که می‌تواند بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت تاثیرگذار باشد.

در این پژوهش ما ظرفیت ایجاد منابع داخلی را که نشان دهنده جریان نقدی شرکت است، از طریق جمع سود خالص بعلاوه هزینه استهلاک تقسیم بر دارایی‌ها محاسبه می‌کنیم.

اهرم[4]

هزینه وجوه سرمایه‌گذاری شده در سرمایه در گردش شرکت‌های با اهرم بزرگتر، بیشتر است، زیرا آن‌ها مجبور هستند صرف ریسک بالاتری را پرداخت کنند. در حقیقت، شواهد تجربی نشان دهنده کاهش اندازه مدیریت سرمایه در گردش در زمانی است که شرکت‌ها اهرم خود را افزایش دهند [۱۶]. بنابراین، محتمل است که رابطه‌ای منفی بین نسبت اهرم و مدیریت سرمایه در گردش موجود باشد. اهرم با استفاده از نسبت بدهی به کل دارایی‌ها اندازه گرفته می‌شود.

فرصت رشد[5]

فرصت رشد نیز می‌تواند بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت اثرگذار باشد، همان‌گونه که در مطالعات تجربی گوناگون نشان داده شده است [۱۳]، این متغیر ممکن است بر تجارت اعتباری و دریافتی‌های شرکت، و سرمایه گذاری‌های آن‌ها در موجودی‌ها اثر گذار باشد. نرخ رشد فروش اثر مثبتی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت دارد.

شرکت‌های با نرخ رشد بالاتر می‌توانند به دو دلیل چرخه تبدیل وجه نقد کوچکتری داشته باشند: اول، مطابق با یافته‌های پژوهش‌ها شرکت‌های با رشد بالا تمایل به استفاده بیشتر از داد و ستد اعتباری به عنوان منبع تامین مالی برای رشد دارند [۱۵] و دوم، شرکت‌ها می‌توانند دادن اعتبار به مشتریان خود را افزایش دهند تا از این طریق در دوره‌ای که تقاضا پایین است، فروش خود را افزایش دهند [۱۳].

[1] Capacity to generate internal resources
[2] Insiders
[3] The pecking order theory
[4] Leverage
[5] Growth opportunities

اندازه شرکت[1]

اندازه شرکت متغیر دیگری است که مدیریت سرمایه در گردش را تحت تاثیر قرار می‌دهد. مطالعه کیس چن [۱۳] رابطه مثبت بین اندازه و سرمایه در گردش شرکت‌های آمریکایی را نشان دادند. سرمایه در گردش مورد نیاز با بزرگتر شدن اندازه شرکت، بالا می‌رود [٦]. این امر ممکن است به این خاطر باشد که هزینه وجوه استفاده شده برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری با اندازه شرکت کاهش می‌یابد.

برای مثال، شرکت‌های کوچکتر عدم تقارن اطلاعاتی و ابهام اطلاعاتی بیشتری دارند [۹]. بعلاوه، مطابق با تئوری تهاتر[2]، احتمال بیشتری برای ورشکستگی آن‌ها وجود دارد، درحالی که شرکت‌های بزرگتر تمایل به تنوع سازی دارند و کمتر شکست می‌خورند. این موضوع می‌تواند داد و ستد اعتباری ضمانت شده [3] را تحت تاثیر قرار دهد، زیرا مطابق با نظر نیسکانن و همکاران [۱۷]، شرکت‌های با دسترسی بالاتر به بازارهای سرمایه، داد و ستد اعتباری را بیشتر گسترش می‌دهند. در حقیقت، پژوهش‌های بعدی نشان داد که اندازه شرکت اثر مثبتی بر توسعه داد و ستد اعتباری دارد.

عمر شرکت[4]

عمر شرکت نیز مدیریت سرمایه در گردش را تحت تاثیر قرار می‌دهد. شرکت‌های قدیمی‌تر معمولا تامین مالی خارجی را راحت‌تر و تحت شرایط مناسب‌تری انجام می‌دهند [۱۱]. بنابراین، هزینه وجوه استفاده شده در این سرمایه‌گذاری‌ها در چنین شرکت‌هایی پایین‌تر است. پس می‌توان یک رابطه مثبت بین عمر شرکت و مدیریت سرمایه در گردش را انتظار داشت.

دارایی‌های ثابت مشهود[5]

از یک طرف، وقتی که شرکتی با محدودیت منابع روبه‌رو باشد، رقابتی بین وجوه سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های ثابت مشهود و سرمایه در گردش به‌وجود می‌آید. از این رو، می‌توان گفت که بین دارایی‌های ثابت مشهود و مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد [۱۲]. از طرف دیگر، دارایی‌های نامشهود بیشتر از دارایی‌های مشهود عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌کنند؛ بنابراین شرکت‌هایی با دارایی‌های مشهود بیشتر، در زمانی که وجوه لازم برای سرمایه گذاری در دارایی‌های جاری افزایش می‌یابد، هزینه‌های پایین‌تری خواهند داشت و لذا در این حالت دارایی ثابت مشهود با مدیریت سرمایه در گردش رابطه مثبتی دارد.

بازده [6]

بازده شرکت نیز بر اندازه مدیریت سرمایه در گردش مؤثر است. مطالعه نشان داد که مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت تأثیرات متقابل دارند [۹]. بعد از آن، کیس چن و همکاران [۱۳] دریافتند که بازده دارایی‌ها تاثیر منفی بر اندازه مدیریت سرمایه در گردش دارد. می‌توان این یافته را به دو صورت بیان نمود: اول، همان‌طور که شرکت‌های با عملکرد بهتر می‌توانند سرمایه خارجی بیشتری را به راحتی جذب نمایند، آن‌ها می‌توانند در دیگر سرمایه‌گذاری‌های با سودآوری بالاتر نیز سرمایه‌گذاری کنند. دوم، شرکت‌های با بازده بالاتر، به علت تسلط خود بر بازار، مدیریت سرمایه در

[1] Size
[2] Trade-off Theory
[3] The trade credit granted
[4] Age
[5] Tangible fixed assets
[6] Return

گردش بهتری دارند، زیرا آن‌ها قدرت چانه‌زنی بیشتری با تامین کنندگان و مشتریان دارند [۱٤].

پژوهش‌های پترسن و راجان نشان داد که شرکت‌های با سودآوری بالاتر، به شکل با اهمیتی اعتبارات بیشتری از تامین کنندگان دریافت می‌کنند.

بنابراین، متغیر بازده دارایی‌ها اثر منفی بر مدیریت سرمایه در گردش داشته باشد.

صنعت[1]

متغیر صنعت نیز می‌تواند بر اندازه مدیریت سرمایه در گردش تاثیر داشته باشد. به وضوح مشخص است که سطح مدیریت سرمایه در گردش در صنایع مختلف متفاوت است و این امر از ماهیت فعالیت هر صنعت ناشی می‌شود. مثلا ممکن است در صنعتی به‌طور معمول نیاز باشد که سطح موجودی زیاد و در صنعت دیگر کمتر نگهداری شود.

پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش به جریان‌های نقدی شرکت‌های تولیدی حساس است. شرکت‌های با ظرفیت بالاتر برای ایجاد منابع داخلی، سطح دارایی‌های جاری بالاتری دارند، که ممکن است به خاطر هزینه پایین وجوه سرمایه گذاری شده در سرمایه در گردش این شرکت‌ها باشد [۱٤].

سوئنن نزدیک به ۲۰۰۰ شرکت از ۲۰ صنعت مختلف را برای دوره ۱۹۷۰-۱۹۸۹ تحلیل کرد و رابطه‌ای منفی بین چرخه تجاری خالص شرکت و سودآوری آن‌ها که با بازده کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شد، به‌دست آورد. یافته‌ها نشان می‌داد که چرخه تجاری خالص کوتاهتر با افزایش سودآوری مرتبط است.

هسیا از داده‌های سه ماهه (فصلی) برای دوره ۱۹۸٤-۱۹۹۳ استفاده کرد و داده‌ها را از ۲۱٦ شرکت آمریکایی برای بحث در مورد سیاست‌های تهاجمی و محافظه‌کارانه مدیریت سرمایه در گردش جمع‌آوری کرد. نتایج این پژوهش نشان داد صنایع تفاوت با اهمیتی در سیاست‌های مدیریت دارایی‌های جاری دارند.

این مطالعه کشف کرد که تفاوت با اهمیتی بین صنایع در اندازه‌گیری مدیریت سرمایه در گردش و تغییرات این اندازه‌ها در طی زمان وجود دارد [۸].

چیو و همکاران تاثیر جریان‌های نقدی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌های تایوانی را بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که جریان‌های نقدی دارای تاثیر مثبتی بر خالص تراز نقدینگی است، اما تاثیر منفی بر سرمایه در گردش مورد نیاز دارد. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی بزرگتر، مدیریت سرمایه در گردش بهتری دارند. آن‌ها همچنین دریافتند که کاهش در اندازه مدیریت سرمایه در گردش زمانی رخ می‌دهد که شرکت‌ها اهرم را افزایش دهند.

پژوهش کیسچن ایچ و همکاران [۱۳] نشان داد که رشد فروش شرکت اثر مثبتی بر مدیریت سرمایه در گردش شرکت دارد و همچنین، دارایی‌های ثابت رابطه منفی با مدیریت سرمایه در گردش دارند. عمر شرکت تاثیری مثبت بر سرمایه در گردش مورد نیاز دارد و این ممکن است این گونه توضیح داده شود که شرکت‌های قدیمی‌تر می‌توانند تامین مالی خارجی را به راحتی و تحت شرایط مساعدتر انجام دهند [۱۲].

مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت اثرهای متقابل دارند و بازده دارایی‌ها تاثیر منفی بر اندازه مدیریت سرمایه در گردش دارد [۱۵].

[1] Industry

نظیر و افزا تعداد ۲۰٤ شرکت تولیدی از ۱٦ گروه صنعتی فهرست شده در بورس اوراق بهادار کراچی را برای دوره ۱۹۹۸-۲۰۰٦ بررسی کردند تا عواملی را که تعیین کننده سرمایه در گردش مورد نیاز هستند، به‌دست آورند. آن‌ها دریافتند که چرخه عملیاتی، اهرم و بازده دارایی‌ها تاثیر با اهمیتی بر سرمایه در گردش مورد نیاز دارند.

بانوس کابالرو و همکاران به تحلیل عوامل مؤثر بر چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان نماینده سرمایه در گردش برای شرکت‌های کوچک و متوسط در اسپانیا پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که میان مدیریت سرمایه در گردش به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل نسبت بدهی، نسبت بازده دارایی و نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت رابطه معنادار و منفی و با متغیر مستقل نسبت جریان نقدی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

رودپشتی و کیائی به بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. [۲]

متغیرهای مستقل این پژوهش شامل استراتژی مدیریت دارایی‌های جاری، استراتژی مدیریت بدهی‌های جاری واستراتژی مدیریت سرمایه درگردش بودند. در این پژوهش بازدهی، توان پرداخت بدهی و توان نقدینگی به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند. آن‌ها به رابطه معنی‌داری بین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش با توان نقدینگی و توان پرداخت بدهی دست یافتند و نتیجه گرفتند که شرکت‌ها بر روی اقلام دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری مدیریت بهینه چندان قوی اعمال نمی‌کنند.

رضازاده و حیدریان به بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی پرداختند. نمونه آن‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸٦ بود و از این شرکت‌ها تعداد ۱۳٥٦ مشاهده به صورت سال ـ شرکت به عنوان داده جمع‌آوری شد.[۱]

نتایج آن‌ها نشان داد که مدیریت می‌تواند با کاهش میزان موجودی و تعداد روزهای دوره وصول مطالبات برای شرکت ارزش آفرینی کند. یعنی سودآوری با این دو عامل رابطه منفی معنی‌داری دارد.

آن‌ها بین دوره پرداخت بدهی و سودآوری شرکت‌ها رابطه منفی معنی‌داری مشاهده نمودند.

همچنین، دریافتند که کوتاهتر ساختن چرخه تبدیل به وجه نقد نیز موجب بهبود سودآوری شرکت‌ها می‌شود.

روش‌شناسی پژوهش

هدف این پژوهش، بررسی عوامل مؤثر بر سرمایه در گردش و نوع تاثیری است که آن‌ها بر سرمایه در گردش شرکت‌ها دارند. به دلیل اینکه نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری مدیران مالی استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین، این پژوهش از لحاظ ماهیت توصیفی ـ همبستگی است، زیرا در این نوع پژوهش‌ها، پژوهشگر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. در این پژوهش، برای تجزیه و تحلیل داده‌های خام و تبدیل آن‌ها به اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیات از آزمون‌های رگرسیونی حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده شده است. این آزمون‌ها از

طریق نرم افزار آماری SPSS و در سطح اطمینان ۹۵٪ اجرا شده‌اند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به پیشینه پژوهش و ادبیات نظری فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه۱: بین نسبت بدهی و مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی وجود دارد.

فرضیه۲: بین نسبت بازده دارایی‌ها و مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی وجود دارد.

فرضیه۳: بین سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت و مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی وجود دارد.

فرضیه٤: بین جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت و مدیریت سرمایه در گردش رابطه مثبتی وجود دارد.

روش جمع‌آوری اطلاعات

برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مبانی نظری و ادبیات پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شد.

همچنین، اطلاعات و داده‌های مورد نیاز پژوهش از صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست شرکت‌ها و پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار، به ویژه نرم افزار ره‌آورد نوین و سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی بورس استخراج شد.

جامعه و نمونه آماری

با توجه به هدف پژوهش و با در نظر گرفتن امکان گردآوری اطلاعات همگن از همه اعضای جامعه و فقدان هر گونه منبع اطلاعاتی اطمینان‌پذیر در زمینه دسترسی به اطلاعات مالی شرکت‌های خارج از بورس اوراق بهادار، جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. روش نمونه‌گیری، حذفی سیستماتیک است و شرکت‌های نمونه بر اساس معیارهای زیر انتخاب می‌شوند:

۱- با توجه به دوره زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۸۹-۱۳۸۲)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۸۹ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد.

۲- به‌منظور افزایش توان همسنجی و همسان سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها به پایان اسفند ماه هر سال منتهی شود.

۳- به علت شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تامین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها و غیره)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند.

٤- شرکت‌ها نباید توقف فعالیت داشته و دوره مالی خود را در طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۸۲ تغییر داده باشند.

۵- اطلاعات مورد نیاز متغیرهای پژوهش (صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی) در دسترس باشد.

با توجه به مجموعه شرایط یاد شده، نمونه‌ای به حجم ۷۵ شرکت از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است.

مدل پژوهش

در این پژوهش متغیر وابسته مدیریت سرمایه در گردش بوده، از چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان شاخص مدیریت سرمایه در گردش استفاده شده است. در اینجا چرخه تبدیل وجه نقد به صورت مجموع دوره وصول مطالبات و دوره گردش

موجودی‌ها به کسر دوره پرداخت بدهی‌ها تعریف شده است. متغیرهای مستقل عبارتند از: نسبت بدهی، نسبت بازده دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و جریان نقدی عملیاتی. همچنین، از متغیرهای دیگری به عنوان متغیرهای کنترلی نیز استفاده شده است. برای آزمون فرضیات پژوهش، از مدل رگرسیونی چیئو و همکاران (۲۰۱۰) استفاده نموده و فرضیه‌ها را آزمون نموده‌ایم:

$$CCC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{i,t-1} + \beta_2 CFLOW_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 GROWTH + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 FA_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 IND_i + \varepsilon$$

در این مدل:

CCC: چرخه تبدیل وجه نقد (مجموع دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی به کسر دوره پرداخت بدهی)

CFLOW: جریان نقدی عملیاتی (سود خالص بعلاوه استهلاک تقسیم بر کل دارایی)

LEV: نسبت بدهی (جمع بدهی به کل دارایی)

FA: نسبت دارایی ثابت مشهود بر کل دارایی

ROA: نسبت بازده دارایی (نسبت سود قبل از بهره و مالیات برکل دارایی)

GROWTH: نرخ رشد شرکت (فروش سال جاری به کسر فروش سال گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته)

SIZE: اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها)

AGE: عمرشرکت (لگاریتم طبیعی میزان عمر شرکت)

IND: متغیر مصنوعی صنعت (اگر شرکت جزو صنایع تولیدی باشد ۱ و در غیر این صورت صفر)

تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای برآورد مدل بر اساس داده‌های پنل، روش‌های مختلفی همچون روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی وجود دارد. در روش اثرات ثابت، فرض بر این است که ضرایب مربوط به متغیرها ثابت هستند و اختلافات بین واحدها را می‌توان به صورت تفاوت عرض از مبدأ نشان داد. اما در روش اثرات تصادفی، فرض بر این است که جز ثابت مشخص کننده مقاطع مختلف، به صورت تصادفی بین مقاطع و واحدها توزیع شده است. به منظور تعیین اینکه کدام روش برای برآورد مدل مناسب‌تر است، آزمون هاسمن اجرا شده است که نتایج آن در نگاره (۱) نشان داده شده است.

نگاره ۱. نتایج آزمون هاسمن

مقدار آماره χ^2	درجه عملیاتی	P-Value	نتیجه	روش تأیید شده
۸/۵۲	۹	۰/۰۱۶	رد H_0	روش اثرات ثابت

به دلیل رد فرضیه صفر ما از روش اثرات ثابت استفاده می‌نماییم. یعنی برای آزمون مفروضات باید از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده شود. در این پژوهش ما با چهار فرضیه مواجه بودیم که در آن‌ها به بررسی روابط بین متغیرهای مستقل نسبت بدهی، نسبت بازده دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت با متغیر وابسته مدیریت سرمایه در گردش پرداخته شد. برای بررسی فرضیه‌های مذکور از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده و نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیونی برای انجام آزمون فرضیات در نگاره (۲) نشان داده شده است.

نگاره ۲. نتایج رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS)

متغیر	نوع متغیر	ضریب بتا	آماره-t	سطح معناداری
CCC_{t-1}	وابسته	۰/۷۳٦	٤۱/۷۰۹	۰,۰۰۰
ROA	مستقل	-۰/٦۳	-۷/۳۲	۰,۰۰۰
SIZE	کنترلی	۰/۰۰	-٤/۰۸٤	۰,۰۰۰
CFLOW	مستقل	۰/٤۳	۳/٦٤۲	۰,۰۰۰
LEV	مستقل	-۰/۰۰٤	-۳/۹۷٤	۰,۰۰۰
GROWTH	کنترلی	-۰/۰۰	-۹/۱۱٤	۰,۰۰۰
AGE	کنترلی	۰/۰۰۳	۰/۲۱۸	۰/۸۲۷
FA	مستقل	۰/۰۰	-۲/۲۷۱	۰/۰۲۳
IND	کنترلی	۰/۰۰۷	۱/٦۲٤	۰/۱۰
آماره-F		٤۲۷/۲۳٤	سطح معناداری(P-Value)	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj\text{-}R^2$)		٪۸٦/۵	آماره دوربین واتسون	۲/۱۹۳

طبق نگاره (۲)، P-Value=۰/۰۰۰ بیانگر معناداری کل مدل در سطح اطمینان ۹۹٪ است و نیز آماره دوربین واتسون به مقدار ۲/۱۹۳ مبین عدم خود همبستگی میان خطاها در مدل است. R^2 تعدیل شده برای مدل، ۸٦/۵٪ درصد به‌دست آمده است که نشان دهنده توان توضیح تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل انتخابی است. همچنین، طبق جدول۲، P-Value برابر صفر مربوط به متغیرهای مستقلLEV و ROA بیانگر وجود رابطه معنادار بین این متغیرها با متغیر وابسته است و ضرایب منفی آن‌ها نشان‌دهنده رابطه منفی و معکوس بین دو متغیر مستقل با متغیر وابسته و در نتیجه تایید فرضیه ۱ و ۲ است. در مورد فرضیه ۳ برای متغیر مستقل FA با توجه به نتیجه به‌دست آمده (P-Value=۰/۰۲۳) در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان بیان نمود که رابطه معنادار با متغیر وابسته دارد که ضریب منفی آن نیز رابطه معکوس و منفی بین این متغیر با متغیر وابسته را نشان می‌دهد. همچنینP-Value برابر ۰/۰۰۰ مربوط به متغیر مستقل CFLOW، وجود رابطه معنادار بین متغیر مستقل جریان نقدی با متغیر وابسته چرخه تبدیل وجه نقد به عنوان نماینده مدیریت سرمایه در گردش در سطح اطمینان ۹۹٪ را در فرضیه ٤ تأیید می‌کند و ضریب مثبت آن بیانگر رابطه مثبت و مستقیم بین متغیر مستقل با متغیر وابسته است. نتایج آماره t و ضرایب بتای متغیرهای کنترلی حاکی از آن است که متغیرهای کنترلی نرخ رشد شرکت (GROWTH) و اندازه شرکت (SIZE) در سطح اطمینان ۹۹٪ دارای رابطه معنادار و منفی با متغیر وابسته هستند و متغیر مصنوعی کنترلی (IND) در سطح اطمینان ۹۰٪ دارای رابطه معنادار و مثبت با متغیر وابسته است. ولی متغیر کنترلی عمر شرکت (AGE) با متغیر وابسته رابطه معناداری ندارد. با توجه به نتایج حاصل می‌توان بیان نمود که شواهدی برای رد چهار فرضیه پژوهش در دست نیست و می‌توان آن‌ها را تایید نمود.

نتیجه

در این پژوهش به بررسی عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش پرداخته شده است. برای این

منظور، نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۸۲ بررسی و تجزیه و تحلیل شدند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت بدهی و سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت با مدیریت سرمایه در گردش رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که میان جریان نقدی عملیاتی شرکت‌ها با مدیریت سرمایه در گردش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج به‌دست آمده از این پژوهش با مبانی نظری پژوهش منطبق است. این پژوهش نشان داد که شرکت‌های با عمر بیشتر و جریان نقدی بهتر، چرخه تبدیل وجه نقد طولانی‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

همچنین، شرکت‌های با نسبت بازدهی دارایی، نسبت بدهی، فرصت رشد و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بالاتر دارای خط مشی جامع و بهتری در مدیریت سرمایه در گردش هستند. نتایج به‌دست آمده از این پژوهش با نتایج پژوهش‌های ارائه شده توسط چیئو و همکاران (۲۰۰٦) و بانوس و همکاران (۲۰۱۰) نیز مطابقت دارد. بنابراین می‌توان بیان نمود که جریان نقدی عملیاتی، بازده دارایی‌ها، نسبت بدهی و سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت، مهمترین عوامل مؤثر بر مدیریت سرمایه در گردش هستند. در نهایت، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌ها با افزایش سطح بدهی و سرمایه گذاری در دارایی‌های خود با محدودیت در سرمایه در گردش مواجه خواهند شد، زیرا باید بخشی از سرمایه در گردش برای پرداخت جهت هزینه وجوه استقراضی و سرمایه گذاری شده باقی بماند. شرکت‌هایی که عملکرد و بازدهی بالایی دارند نیز می‌توانند سرمایه در گردش کمتری را نگهداری نمایند، زیرا به دلیل بازدهی خوب خود توان بالایی در برآوردن نیاز خود در تامین مالی و جذب سرمایه گذاری خارجی خواهند داشت. همچنین، وجود جریان نقد عملیاتی بیشتر در شرکت باعث افزایش انعطاف پذیری مالی شرکت شده و عملکرد شرکت افزایش می‌یابد.

منابع

۱- رضا زاده، جواد و جعفر حیدریان. (۱۳۸۹). "تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی". *نشریه پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ۷، صص ۲۰-۳۳.

۲- رهنمای رودپشتی، فریدون و علی کیائی. (۱۳۸۷). "بررسی و تبیین استراتژی‌های مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *دانش و پژوهش‌های حسابداری*، ش ۱۳، صص٦٦-۷۰.

۳- فتحی، سعید و سید یاسین توکلی. (۱۳۸۸). "بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی". *بررسی‌های بازرگانی*، ش ۳٦، صص ۱۰٤-۱۱٦.

٤- نمازی، محمد، زارع حسین آبادی، علی و محمدجواد غفاری. (۱۳۸۹). "بررسی ارتباط بین تغییرات در موجودی کالا، سودآوری و ارزش"، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال چهارم، ش۲، شماره پیاپی ۱۲، صص ۱-۱۸.

5- Garcı´a-Teruel, P. J., and P. Martı´nez-Solano. (2007b) .Short-term Debt in Spanish SMEs, *International Small Business Journa.* Vol 25, Pp 579–602.

6- Grablowsky, B. J. (1984). Financial Management of Inventory, *Journal of Small Business Management* Vol 22, Pp 59–65.

7- Hawawini, G., C. Viallet, and A. Vora. (1986). Industry Influence on Corporate

Working Capital Decisions, *Sloan Management Review.*Vol 27, Pp 15–24.

8- Hsiao, C,(1985). Benefits and Limitations of Panel Data, *Econometrics Review.*Vol 4, Pp 121–174.

9- Jordan, J., J. Lowe, and P. Taylor. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms, *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol 25, Pp 1–27.

10- Jose, M. L., C. Lancaster, and J. L. Stevens. (1996). CorporateReturn and Cash Conversion Cycle, *Journal of Economics and Finance* .Vol 20, Pp 33–46.

11- Kargar, J., and R. A. Blumental. (1994). Leverage Impact on Working Capital in Small Business, *TMA Journal* 14, Pp 46–53.

12- Kashyap, A. K., O. A. Lamont, and J. C. Stein. (1994). Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories, *Quarterly Journal of Economics.* Vol 109, Pp 565–592.

13- Kieschnich, R., M. LaPlante, and R. Moussawi. (2006). CorporateWorking Capital Management: Determinants and Consequences, *Working paper* (University of Texas, Dallas).

14- Michaelas, N., F. Chittenden, and P. Poutziouris. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Evidence from Company Panel Data, *Small Business Economics.* Vol 12, Pp 113 –130.

15- Modigliani, F., and M. H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review.* Vol 48, Pp 261–297.

16- Myers, S. C., (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39, Pp 575–592.

17- Niskanen, J., and M. Niskanen. (2006). The Determinants of Corporate Trade Credit Policies in a Bank-Dominated Financial Environment: the Case of Finnish Small Firms, *European Financial Management.* Vol 12, Pp 81–102.

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۸/۸
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۲/٦
صص ٤٤- ۲۷

تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی

داریوش فروغی*[۱]، زهرا نخبه فلاح**

* دانشیار حسابداری دانشگاه اصفهان

Foroghi@ase.ui.ac.ir

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

Zahra.nfallah@yahoo.com

چکیده

هدف این پژوهش، تعیین تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و محافظه‌کاری غیرشرطی است. برای دستیابی به هدف مذکور، دو فرضیه تدوین و نمونه‌ای متشکل از ۷۷ شرکت به روش حذف سیستماتیک از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰تا ۱۳۸۹ انتخاب گردید. برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری شرطی از مدل خان و واتس (۲۰۰۹) و برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری غیرشرطی از معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) و همچنین، برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی از دو معیار مبتنی بر پژوهش احمد و دوئلمن (۲۰۱۳) استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش حداقل مربعات وزنی و شیوه داده‌های ترکیبی استفاده گردید. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش گویای آن است که اثر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی منفی و معنی‌دار است، به عبارتی، وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیران ارشد، سبب کاهش محافظه‌کاری در فرآیند گزارشگری مالی می‌شود.

واژه‌های کلیدی: محافظه‌کاری شرطی، محافظه‌کاری غیرشرطی، اطمینان بیش از حد مدیریتی.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: اصفهان، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، گروه حسابداری

مقدمه

براساس مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران، هدف گزارشگری مالی، ارائه اطلاعات مفید برای استفاده‌کنندگان آن در جهت اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی است. سودمندی و مفید بودن اطلاعات، در قالب ویژگی‌های کیفی اطلاعات مالی نمود پیدا می‌کند. از مهمترین ویژگی‌های کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی، قابلیت اتکا و اطمینان است. قابلیت اتکا و اطمینان، به صورت عاری بودن از اشتباه و تمایلات جانبدارانه با اهمیت تعریف می‌شود. محافظه‌کاری[1] به عنوان مفهومی است که عدم اطمینان و ابهام در گزارش‌های مالی را کاهش می‌دهد. بنابراین، کاربرد محافظه‌کاری در گزارش‌های مالی باعث افزایش قابلیت اتکای این فرآیند می‌شود. محافظه‌کاری شرطی[2]، از طریق نیاز به تاییدپذیری بیشتر برای شناسایی سودها نسبت به زیان‌ها با پدیده عدم اطمینان و ابهام روبه‌رو می‌شود.

محافظه‌کاری غیرشرطی[3] نیز در زمان شناخت اولیه با لحاظ نمودن اندازه‌گیری کمتر از واقع برای ارزش دارایی‌ها با پدیده عدم اطمینان برخورد می‌کند.

نتایج پژوهش‌های انجام شده (نظیر پژوهش احمد و دوئلمن [۸]) نشان می‌دهد که یکی از عوامل تاثیرگذار بر محافظه‌کاری، مفهوم اطمینان بیش از حد مدیریتی است. اطمینان بیش از حد، یکی از مهمترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که طبق مبانی نظری، وجود این ویژگی در مدیران سبب تخمین بیش از حد بازده پروژه‌ها گردیده و بر نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی‌ها و بدهی‌ها تاثیرگذار است. به عبارت دیگر، محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی را تحت تاثیر قرار دهد. هدف این پژوهش آن است که با استفاده از معیارهای مبتنی بر سرمایه‌گذاری اطمینان بیش از حد، به بررسی تاثیرات اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و محافظه‌کاری غیرشرطی بپردازد.

مبانی نظری

محافظه‌کاری از ویژگی‌های بارز گزارشگری مالی است که از مدت‌ها پیش با تئوری و عمل حسابداری در آمیخته است. به نظر واتس [۳۲]، محافظه‌کاری دست کم از ابتدای قرن بیستم تاکنون، یک ویژگی برجسته و غالب در عرصه حسابداری و گزارشگری مالی بوده است. محافظه‌کاری را به دو دسته محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی تقسیم نموده‌اند.

محافظه‌کاری شرطی، محافظه‌کاری است که توسط استانداردهای حسابداری الزام شده است؛ یعنی شناخت به‌موقع زیان در صورت وجود اخبار بد و نامطلوب و عدم شناخت سود در مواقع وجود اخبار خوب و مطلوب، اما محافظه‌کاری غیرشرطی از طریق استانداردهای پذیرفته شده حسابداری، الزام نگردیده است. این نوع محافظه‌کاری، کمتر از واقع نشان دادن ارزش دفتری خالص دارایی‌ها به واسطه رویه‌های از پیش تعیین شده حسابداری است [۲۸]. از دیدگاه نظری، فرضیه سلسله مراتب بالاتر[4]، مطرح شده توسط همبریک و میسون [۱۵] بیان می‌کند که خصوصیات مدیران ارشد، سبک تصمیم‌گیری آنان را تحت تاثیر قرار می‌دهد. یکی از این ویژگی‌های جالب مدیریتی، اطمینان بیش از حد است.

روان‌شناسان به این نتیجه رسیده‌اند افرادی که دارای اطمینان بیش از حد بوده، امکان موفقیت خود

[1] Conservatism
[2] Conditional Conservatism
[3] Unconditional Conservatism
[4] Upper Theory

را بیش از حد ارزیابی می‌کنند، موفقیتشان را مدیون توانایی‌های خود دانسته و نقش شانس و عوامل خارجی را در این امر کمتر از حد ارزیابی می‌کنند [۳۵]. اطمینان بیش از حد سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کند که روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی‌که ممکن است در واقع این‌گونه نباشد [٤]. اطمینان بیش از حد یک ویژگی شخصی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هریک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود، در این‌صورت در برآورد میانگین اغراق خواهد شد [۳۰].

اطمینان بیش از حد مدیرعامل به‌صورت مستعد بودن مدیر عامل برای پیش‌بینی بسیار مثبت نتایج یا تخمین بیش از حد احتمال وقوع نتایج، تعریف می‌شود [۲۵]. یک مدیر با اطمینان بیش از حد، به‌طور سیستماتیک بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین زده، یا می‌توان گفت احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زند [١٦]. لذا انتظار می‌رود مدیران با اطمینان بیش از حد، دارای مخارج سرمایه‌ای بالاتری بوده [۱۱] ، سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند [٢٤].

تخمین‌های مدیریتی نقشی اساسی در کاربرد حسابداری محافظه‌کارانه دارد. مدیران با اطمینان بیش از حد، بازده آتی پروژه‌های شرکت را بیش از حد برآورد می‌نمایند. بنابراین، به احتمال زیاد، آنان احتمال و میزان شوک‌های مثبت بر جریان‌های نقدی آتی ناشی از پروژه‌های فعلی شرکت را بیش از حد تخمین زده، تاثیر شوک‌های منفی بر جریان‌های نقدی را کمتر از حد تخمین می‌زنند. تخمین بیش از حد بازده و جریان‌های نقدی آتی دارایی‌ها و پروژه‌های موجود، دست کم دارای دو پیامد برای تصمیم‌های حسابداری مدیران است: اول این‌که سبب سرعت بخشیدن به شناسایی درآمدها و تاخیر در شناسایی زیان‌ها می‌گردد و زمان شناسایی زیان، احتمال تخمین کمتر از حد زیان وجود دارد. بنابراین، اطمینان بیش از حد مدیریتی به محافظه‌کاری شرطی کمتری منجر می‌گردد و دوم اینکه مدیران با اطمینان بیش از حد، دارایی‌های شرکت را بیش از حد و بدهی‌های شرکت را کمتر از حد ارزیابی می‌نمایند؛ برای مثال، یک مدیر با اطمینان بیش از حد، احتمال وصول مطالبات شرکت را بیش از حد ارزیابی کرده و در نتیجه ذخیره مطالبات مشکوک الوصول را کمتر از حد در نظر می‌گیرد و همچنین، میزان ارزش اسقاط و عمر مفید دارایی‌ها را بیش از حد ارزیابی می‌کند و لذا این امر به تخمین بیش از حد ارزش دارایی‌ها منجر می‌شود و چنین تخمین‌های بیش از حدی، به کاهش محافظه‌کاری غیر شرطی منجر می‌گردد [۸].

پیشینه پژوهش

احمد و دوئلمن [۸] در پژوهشی با عنوان "اطمینان بیش از حد مدیریتی و محافظه‌کاری حسابداری" به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی برمحافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی پرداخته و همچنین، نقش نظارت خارجی قوی را بر این تاثیرات بررسی کرده‌اند و نشان دادند که اطمینان بیش از حد مدیریتی باعث کاهش محافظه کاری شرطی و غیر شرطی شده و نظارت خارجی قوی سبب کاهش

تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری نمی‌گردد.

رمالینگودا و یو [۲۶] در پژوهشی با "عنوان مالکیت نهادی و محافظه‌کاری" به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و محافظه‌کاری حسابداری پرداختند. آن‌ها در مطالعه خود از معیار باسو [۱۰] که توسط لافوند و رویچود هاری [۱۹] و لافوند و واتس [۲۰] اصلاح شده بود، استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها گویای آن بود که مالکیت نهادی با گزارشگری محافظه‌کارانه‌تر حسابداری در ارتباط است.

لارا و همکاران [۲۲] در مطالعه‌ای با عنوان "محافظه‌کاری شرطی و هزینه سرمایه"، به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری شرطی و هزینه سرمایه در کشور آمریکا پرداختند. در این پژوهش، محافظه‌کاری به دو نوع شرطی و غیرشرطی تفکیک و برای اندازه‌گیری آن از مدل کالن و همکاران [۱۲] استفاده شده است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین محافظه‌کاری شرطی و هزینه سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی از طریق کاهش عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی آتی و کاهش نوسان قیمت آتی سهام، به دقت بیشتر اطلاعات، افزایش ارزش شرکت و کاهش هزینه سرمایه آن منجر می‌شود.

کوتاری و همکاران [۱۸] در پژوهشی با عنوان "آیا مدیران از افشای اخبار بد خودداری می‌کنند؟" به بررسی عوامل مؤثر بر عدم افشای اخبار بد و تسریع در افشای اخبار خوب در کشور آمریکا پرداختند. آن‌ها در پژوهش خود از تغییرات سود تقسیمی به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری اخبار خوب و بد استفاده کردند؛ بدین صورت که افزایش سود تقسیمی را به عنوان معیار اخبار خوب و کاهش سود تقسیمی را به عنوان معیار اخبار بد در نظر گرفتند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان داد که مدیران به دلایل مختلف، از جمله مسائل مربوط به دوره تصدی و پاداش، افشای اخبار بد را به تأخیر انداخته و در افشای اخبار خوب تسریع می‌کنند. نتایج همچنین نشان داد که میزان واکنش منفی قیمت سهام نسبت به افشای اخبار بد، بیشتر از میزان واکنش مثبت قیمت سهام نسبت به افشای اخبار خوب است.

خان و واتس [۱۷] پژوهشی با عنوان "برآورد و ارزیابی ویژگی‌های یک معیار سال - شرکت از محافظه‌کاری" با گنجاندن متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، اندازه شرکت و اهرم مالی در مدل باسو [۱۰]، ضمن تکمیل این مدل بیان کردند که برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری باید تغییرات مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری را اندازه‌گیری کرد و اندازه‌گیری تغییرات مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری مستلزم اندازه‌گیری متغیرهای سه‌گانه فوق است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین محافظه‌کاری و ویژگی‌های خاص شرکت، نظیر: چرخه عمر، عدم اطمینان خاص شرکت و طول چرخه سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

فروغی و میرزایی [۳] در پژوهشی با عنوان "تاثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" با استفاده از نمونه‌ای از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۰ به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری شرطی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه معکوس وجود دارد و همچنین، نتایج پژوهش آنان نشان داد در شرایطی که بین مدیران و

سرمایه‌گذاران، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، توانایی محافظه‌کاری شرطی برای کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

کاظمی نوری [۵] در پژوهشی با عنوان "تاثیر هزینه‌های نمایندگی و ذخایر نقدی بر رابطه میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و حساسیت سرمایه‌گذاری ـ جریان‌های نقدی" با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹– ۱۳۸۵ به این نتیجه رسید که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری ـ جریان‌های نقدی شده است و همچنین، میزان ذخایر نقدی و هزینه‌های نمایندگی شرکت باعث افزایش تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری ـ جریان‌های نقدی شده، ولی تاثیر ذخایر نقدی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار نبوده است.

مجتهد زاده و فرشی [٦] در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه محافظه‌کاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، با استفاده از دو معیار محافظه‌کاری عدم تقارن زمانی شناسایی اخبار خوب در مقابل اخبار بد و معیار مبتنی بر ارزش بازار، نشان دادند که بین معیار عدم تقارن در شناسایی بهنگام برای اندازه گیری محافظه‌کاری با سودآوری آتی رابطه منفی وجود دارد و این رابطه از نظر آماری معنادار بوده، بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام برای سنجش محافظه‌کاری با سودآوری رابطه مثبت وجود داشته و رابطه از نظر آماری معنادار نیست.

ستایش و جمالیان پور [۲] در پژوهشی با عنوان "بررسی وجود محافظه‌کاری درگزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده دربورس اوراق بهادار تهران" نشان دادند که در اکثر موارد، پاسخ نامتقارن بین سود حسابداری و بازده سهام (چه در سطح کلیه شرکت‌ها و چه در سطح صنایع مختلف) وجود ندارد. همچنین، اقلام برآمده از محافظه‌کاری مدیران و حسابداران؛ یعنی اقلام تعهدی غیرعملیاتی، با گذشت زمان تغییر قابل ملاحظه‌ای نداشته است و نتایج حاصل از تفکیک اختلاف ارزش بازار و ارزش دفتری خالص دارایی‌ها نشان داد محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی در هر دو سطح پژوهش، اعم از کل شرکت‌ها و صنایع مختلف وجود داشته و روند آن نیز صعودی است.

حساس یگانه و شهریاری [۱] در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه‌کاری در بورس اوراق بهادار تهران"، به این نتیجه رسیدند که با درنظر گرفتن متغیرهای کنترلی، از قبیل: اندازه، رشد و ... رابطه منفی معناداری میان تمرکز مالکیت و محافظه‌کاری وجود دارد که این نتیجه‌گیری مطابق با فرضیه‌های منافع شخصی و اتحاد استراتژیک و ناهماهنگ با فرضیه نظارت فعال است.

فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش دارای دو فرضیه به شرح زیر است:

فرضیه اول: اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی تاثیر منفی دارد.

فرضیه دوم: اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری غیرشرطی تاثیر منفی دارد.

روش پژوهش

برای گردآوری داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش از نرم افزارهای اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین و همچنین از آرشیو الکترونیکی کتابخانه بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. علاوه بر این، از سایت‌های اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار [1] و سازمان بورس اوراق بهادار[2] نیز استفاده گردیده است. برای انجام آزمون‌های فرضیه‌های پژوهش از بسته نرم‌افزار Eviews7 و Stata 12 استفاده شده است. این پژوهش از لحاظ هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و از لحاظ ماهیت، از نوع پژوهش‌های همبستگی ـ علّی است. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی بهره گرفته شده است.

در این پژوهش، محافظه‌کاری شرطی و محافظه‌کاری غیرشرطی به عنوان متغیرهای وابسته و اطمینان بیش از حد مدیریتی به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، اهرم مالی، اندازه شرکت، رشد فروش، نسبت وجوه نقد عملیاتی و انحراف معیار درآمدها به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند.

محافظه‌کاری شرطی: مدل استفاده شده برای محاسبه متغیر محافظه‌کاری شرطی، مدل خان و واتس [۱۷] است که معیار سال ـ شرکت محافظه‌کاری را بر اساس مدل عدم تقارن زمانی سود باسو [۱۰] تخمین می‌زند. مبنای این مدل محافظه‌کاری، معیار عدم تقارن زمانی سود مدل باسو [۱۰] به صورت رابطه (۱) است.

$$NI_{i,t}\beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 RET_{i,t} + \beta_4 D_{i,t} * RET_{i,t} + \varepsilon \quad (۱)$$

در این رابطه:

$NI_{i,t}$: سود عملیاتی پس از کسر هزینه‌های مالی تقسیم بر ارزش بازار سرمایه شرکت i در پایان سال t-1.

$D_{i,t}$: متغیر مجازی. اگر RET<0 باشد، برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

$RET_{i,t}$: بازده سهام شرکت i طی سال t.

β_3: معیار بهنگام بودن اخبار خوب.

β_4: معیار بهنگام بودن تفاضلی اخبار بد نسبت به اخبار خوب (محافظه‌کاری).

ε:: باقیمانده یا پسماند مدل.

خان و واتس [۱۷]، بیان نمودند که به موقع بودن عایدات برای اخبار خوب (β_3) و محافظه‌کاری(β_4) توابع خطی از ویژگی‌های خاص شرکت بوده، به صورت G-Score و C-Score بر مبنای روابط (۲) و (۳) با تابع خطی ویژگی‌های شرکت محاسبه می‌شوند:

$$G - Score_{i,t} = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 MV_{i,t} + \mu_3 MTB_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t} \quad (۲)$$

$$C - Score_{i,t} = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 MV_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t} \quad (۳)$$

در روابط مذکور:

G-Score: معیار به موقع بودن اخبار خوب.

C-Score: معیار به موقع بودن تفاضلی اخبار بد نسبت به اخبار خوب (محافظه‌کاری).

[1] Www.rdis.ir
[2] Www.seo.ir

$MV_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال t.

$MTB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال t.

$LEV_{i,t}$: نسبت بدهی به دارایی‌های شرکت i در پایان سال t.

خان و واتس [۱۷] از طریق جاگذاری β_3 و β_4 با معادلات G-Score و C-Score در رابطه (۱)، مدل رگرسیونی رابطه (٤) را برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری شرطی ارائه دادند:

$$NI_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + RET_{i,t} * \left(\mu_1 + \mu_2 MV_{i,t} + \mu_3 MTB_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t}\right) + D_{i,t} * RET_{i,t} \left(\lambda_1 + \lambda_2 MV_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}\right) + \delta_1 MV_{i,t} + \delta_2 MTB_{i,t} + \delta_3 LEV_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} * MV_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} * MTB_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} * LEV_{i,t} + \varepsilon \quad (٤)$$

سپس با استفاده از تخمین‌های انجام شده در مدل رگرسیون مقطعی سالانه رابطه (٤) و استخراج ضرایب مورد نیاز، محافظه‌کاری شرطی (C-Score)، طبق رابطه (۳) برای هر سال ـ شرکت محاسبه می‌گردد.

در این پژوهش بازده سهام شرکت به صورت تفاوت قیمت هر سهم شرکت در پایان دوره و قیمت هر سهم در ابتدای دوره به علاوه تعدیلات ناشی از عایدات سهام (شامل سود تقسیمی و سهام جایزه و...) تقسیم بر قیمت هر سهم در ابتدای دوره تعریف شده است. همچنین، در این پژوهش دوره محاسبه بازده، ۱۲ ماهه منتهی به پایان تیر ماه سال بعد است.

با توجه به اینکه در پژوهش حاضر داده‌ها برای دوره‌های زمانی سالانه جمع‌آوری گردید، رابطه (٤) در هر یک از مقاطع سالانه مورد مطالعه (ده مقطع زمانی، سال‌های ۱۳۸۹ –۱۳۸۰) با استفاده از رگرسیون مقطعی سالانه برآورد شده است. به منظور قابلیت استفاده از نتایج مدل (٤)، باید از برقراری فروض رگرسیون خطی کلاسیک اطمینان حاصل گردد، که با توجه به مدل مورد استفاده به بررسی عدم همخطی، برقراری همسانی واریانس پرداخته شد. برای بررسی همخطی بین متغیرها از آزمون VIF[1] استفاده شد. نتایج نهایی استفاده از آزمون مذکور، نشان دهنده عدم همخطی بین متغیرهای پژوهش است. به منظور بررسی واریانس ناهمسانی از آزمون بروش پاگان استفاده شد و بررسی ناهمسانی واریانس برای همه مقاطع زمانی صورت گرفت و نتایج این آزمون نشان داد که در تمامی مقاطع زمانی مورد بررسی، به استثنای سال‌های ۱۳۸٤ و ۱۳۸۵، فرض همسان بودن واریانس‌ها برقرار نبوده، لذا به منظور رفع ناهمسانی واریانس در آن مقاطع، از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته و شیوه داده‌های مقطعی استفاده شد. سپس ضرایب حاصل از برآورد مدل (٤) با توجه به رابطه (۳) به منظور محاسبه محافظه‌کاری شرطی (Ϲ Score) استفاده شد.

محافظه کاری غیرشرطی: معیار محافظه‌کاری غیرشرطی، مبتنی بر اقلام تعهدی گیولی و هاین [١٤] است که بر اساس رابطه (۵) به دست می‌آید.

$$Con - Acc_{i,t} = (-1) * ((NI_{i,t} + DEP_{i,t}) - CFO_{i,t}) \quad (۵)$$

که در رابطه (۵):

NI: سود عملیاتی،

DEP: هزینه استهلاک و

CFO: وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی.

در رابطه (۵)، "(NI+DEP)-CFO" بیانگر کل اقلام تعهدی است. منطق این معیار بر این اساس

[1] Variance Inflation Factor

است که حسابداری محافظه‌کارانه به اقلام تعهدی همواره منفی منجر می‌گردد [١٤]. به عقیده گیولی و هاین [١٤] رشد اقلام تعهدی می‌تواند شاخصی از تغییر در درجه محافظه‌کاری حسابداری در طول یک دوره بلند مدت باشد. به بیانی دیگر، اگر اقلام تعهدی افزایش یابد، در آن صورت محافظه‌کاری کاهش می‌یابد و برعکس. از این رو، برای تعیین جهت تغییرات محافظه‌کاری اقلام تعهدی در عدد منفی یک ضرب می‌شود. با استفاده از میانگین گرفتن معیار مبتنی بر اقلام تعهدی طی چند دوره اطمینان حاصل می‌شود که اثر موقتی اقلام تعهدی بزرگ کاهش می‌یابد، زیرا اقلام تعهدی طی یک یا دو دوره معکوس می‌گردد [۲۷]. بنابراین، مطابق با پژوهش ریچاردسون و همکاران [۲۷]، لارا و همکاران [۲۱] و احمد و دوئلمن [۸]، از میانگین سه سال قبل معیار مبتنی بر اقلام تعهدی گیولی و هاین [١٤] در این پژوهش استفاده شده است. هر چقدر میانگین اقلام تعهدی طی دوره‌های مربوطه منفی‌تر باشد، حسابداری محافظه‌کارانه‌تر خواهد بود.

اطمینان بیش از حد مدیریتی: تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت حاوی اطلاعاتی درباره میزان اطمینان بیش از حد مدیریتی است [۱۳]. مطابق با پژوهش احمد و دوئلمن [۸] برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی (OverCon)، از دو معیار $CAPEX_{it}$ و $OverInv_{i,t}$، که مرتبط با سرمایه‌گذاری هستند، استفاده شده است.

الف) معیار اول ($CAPEX_{it}$): این معیار، به استناد پژوهش بن‌دیوید و همکاران [۱۱] و مالمندیر و تیت [٢٤]، یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی‌که نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت i در دوره مالی t بیشتر از میانه نسبت مخارج سرمایه‌ای همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر اطمینان بیش از حد مدیریتی بوده و $CAPEX_{it}$، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید. نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت درسال t بر اساس رابطه (٦)، از تقسیم مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال t-1 ، محاسبه می‌شود.

$$(C/A)_t = \frac{C.E_t}{TA_{t-1}} \qquad (٦)$$

که در این رابطه:

$C.E_t$: مخارج سرمایه‌ای، مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی‌های مولد مانند: ماشین‌آلات، ساختمان‌های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه و غیره در سال t می‌شود و بر اساس مطالعه لولن و بدریناس [۲۳]، از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت در ابتدا و پایان دوره به علاوه هزینه استهلاک محاسبه می‌گردد.

TA_{t-1}: کل دارایی‌ها در پایان سال t-1.

ب) معیار دوم ($OverInv_{i,t}$): مطابق با پژوهش احمد و دوئلمن [۸] و اسچراند و زچمن [۲۹]، عبارت است از مفهوم مازاد سرمایه‌گذاری که از رگرسیون رشد دارایی‌ها نسبت به رشد فروش در سطح صنعت به شرح رابطه (۷) به دست می‌آید و در صورتی که باقیمانده رابطه (۷) برای شرکتی مثبت باشد، به این معناست که در آن شرکت سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و برای متغیر $OverInv_{i,t}$ عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر لحاظ می‌شود.

$$ASSET.GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SALE.GR_{i,t} + \varepsilon_t \qquad (٧)$$

$ASSET.GR_t$: رشد دارایی‌ها در سال t :

$$\left(Assets_t / Assets_{t-1}\right) - 1$$

$SALE.GR_t$: رشد فروش در سال t :

$$\left(Sales_t / Sales_{t-1}\right) - 1$$

ε_t: باقیمانده مدل

در پژوهش حاضر، رابطه (۷) با استفاده از روش داده‌های ترکیبی در ۹ صنعت برآورد شده است. با توجه به استفاده از داده‌های ترکیبی، به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شد. با توجه به اینکه P-Value به دست آمده از آزمون F لیمر در تمامی صنایع بزرگتر از ۵٪ بود، به منظور برآورد این مدل در تمامی صنایع از شیوه داده‌های تلفیقی استفاده شد.

آزمون ناهمسانی واریانس با استفاده از نرم افزار Stata12 در ۹ صنعت انجام شد. با توجه به اینکه P-Value به دست آمده از آزمون ناهمسانی واریانس در تمامی صنایع به استثنای صنایع (سیمان، آهک و گچ) و (محصولات شیمیایی) کمتر از سطح معنی داری ۵٪ بود، مدل رگرسیونی رابطه (۷) در آن صنایع دارای ناهمسانی واریانس است. به منظور رفع این مشکل، در آن صنایع از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای برآورد مدل استفاده شد.

بعد از انجام آزمون‌های مورد نظر، باقیمانده‌های مدل را استخراج نموده و از آن‌ها برای تعیین اطمینان بیش از حد مدیریتی استفاده گردید.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام: این متغیر، از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت به ارزش دفتری آن در پایان سال مالی محاسبه می‌شود. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصل‌ضرب تعداد سهام عادی در پایان سال مالی در قیمت سهام در پایان سال مالی به دست می‌آید. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نیز از مجموع سرمایه ثبت شده، اندوخته قانونی، اندوخته احتیاطی، اندوخته طرح و توسعه و سود و زیان انباشته مندرج در ترازنامه شرکت حاصل می‌شود.

شرکت‌های با نرخ بالای MTB، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری پیش روی خود دارند. وجود گزینه‌های مختلف رشد با هزینه‌های نمایندگی رابطه مثبت دارد [۳۱] و محافظه‌کاری، ابزاری کارآمد در پاسخ به هزینه‌های نمایندگی است. لذا تقاضای قراردادی بالاتری برای محافظه‌کاری از طرف این شرکت‌ها وجود دارد.

اهرم مالی: این متغیر از نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید. شرکت‌های با درجه اهرم بالا، دارای تعارض‌های نمایندگی بین اعتباردهندگان و سهامدارن هستند. این مسأله سبب تقاضای قراردادی بالاتری برای محافظه‌کاری از طرف این شرکت‌هاست [۳٤]، همچنین، احمد و همکاران [۹] در پژوهشی با عنوان "نقش حسابداری محافظه‌کارانه در کاهش تنش بین اعتباردهندگان و سهامداران" به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌های دارای تعارض‌های نمایندگی زیاد بین سهامداران و اعتباردهندگان، حسابداری محافظه‌کارانه‌تری دارند.

اندازه شرکت: این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی اندازه‌گیری شده است. واتس و زیمرمن [۳۳] بیان نمودند که شرکت‌های بزرگتر به علت وجود حساسیت‌های سیاسی بیشتر، محافظه‌کاری بیشتری اعمال می‌نمایند.

رشد فروش: درصد اختلاف در کل فروش در صورت سود و زیان دو دوره متوالی است. دلیل استفاده از این متغیر به عنوان متغیر کنترلی این است که رشد فروش می‌تواند معیار محافظه‌کاری مبتنی بر اقلام تعهدی را به علت افزایش اقلام تعهدی در حساب‌هایی از قبیل: موجودی کالا و حساب‌های دریافتنی، تحت تاثیر قرار دهد [۷].

نسبت وجوه نقد عملیاتی: نسبت وجوه نقد عملیاتی از تقسیم وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به متوسط کل دارایی‌های دوره مالی محاسبه می‌شود، که وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی از صورت جریان وجوه نقد به دست آمده است و متوسط کل دارایی‌های دوره مالی، از میانگین کل دارایی‌های ابتدا و انتهای دوره مالی به دست می‌آید. جریان‌های نقدی عملیاتی می‌تواند به عنوان یکی از معیارهای سوددهی استفاده شود. احمد و همکاران [۹] اظهار کردند که در شرکت‌های با سوددهی پایین‌تر، کاهش سود ناشی از اعمال محافظه‌کاری، نسبتا پرهزینه خواهد بود، به عبارتی دیگر، شرکت‌های با سوددهی بالاتر، بیشتر استطاعت تصمیم‌های محافظه‌کارانه را دارند و انتظار می‌رود شرکت‌های با سوددهی بیشتر از حسابداری محافظه‌کارانه‌تری استفاده نمایند.

انحراف معیار درآمدها: انحراف معیار لگاریتم طبیعی درآمدهای عملیاتی از دوره t-5 تا t-1 است که بیانگر عدم قطعیت عملیاتی است. عدم قطعیت عملیاتی زیاد، سبب تعارض بیشتر بین اعتباردهندگان و سهامداران در مورد سود تقسیمی می‌گردد و چنین شرکت‌هایی احتمالا، دارای حسابداری محافظه‌کارانه‌تری هستند [۹].

آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون رابطه (۸) استفاده شده است:

$$\begin{aligned}\mathrm{Con}_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \mathrm{OverCon}_{i,t-1} \\ &+ \beta_2 \mathrm{MTB}_{i,t} + \beta_3 \mathrm{LEV}_{i,t} \\ &+ \beta_4 \mathrm{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \mathrm{SALE.GR}_{i,t} \\ &+ \beta_6 \mathrm{CFO}_{i,t} + \beta_7 \sigma\mathrm{REV}_{i,t} + \varepsilon\end{aligned} \quad (۸)$$

که در آن:

Con: محافظه‌کاری شرطی یا غیرشرطی (برای آزمون فرضیه اول از معیار محافظه‌کاری شرطی مدل خان و واتس [۱۷] و برای آزمون فرضیه دوم از معیار محافظه‌کاری غیرشرطی گیولی و هاین [۱٤] استفاده شده است.)

OverCon: متغیر ساختگی اطمینان بیش از حد مدیریتی (یکی از دو معیار CAPEX و OverInv)

$\mathrm{MTB}_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t.

$\mathrm{LEV}_{i,t}$: نسبت بدهی به دارایی‌های شرکت i در سال t .

$\mathrm{SIZE}_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t .

$\mathrm{SALE.GR}_{i,t}$: رشد فروش شرکت i در سال t.

$$\left(\mathrm{Sales}_t / \mathrm{Sales}_{t-1}\right) - 1;$$

$\mathrm{CFO}_{i,t}$: نسبت وجوه نقد عملیاتی شرکت i در سال t.

$\sigma\mathrm{REV}_{i,t}$: انحراف معیار درآمدهای شرکت i در سال t

برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم، از ضریب β_1 الگوی فوق استفاده می‌شود. در صورتی که $\beta_1 < ۰$ باشد، بیانگر تاثیر منفی اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری است.

جامعه آماری و روش و طرح نمونه‌برداری

جامعه آماری این پژوهش، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

قلمرو زمانی پژوهش یک دوره ۱۰ ساله شامل سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. روش نمونه‌گیری در این مطالعه، روش حذف سیستماتیک است. شرکت‌هایی به عنوان نمونه انتخاب شدند که:

۱) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.

۲) طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۳) قبل از سال ۱۳۷۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

٤) اطلاعات مالی آن‌ها در قلمرو زمانی پژوهش در دسترس باشد.

۵) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (بانک‌ها و لیزینگ) نباشند.

٦) معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش، در دوره ۱۲ ماهه محاسبه بازده (از اول مرداد تا پایان تیر سال آتی) در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

با اعمال شرایط فوق، تعداد ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۹ صنعت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

نگاره (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش را برای ۷۷ شرکت عضو نمونه، طی ۱۰ سال، نشان می‌دهد.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر		میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
عنوان	نماد							
محافظه‌کاری شرطی	C-Score	۰/۳۱٦	۰/۲٤۹	۲/۵۳۲	-۲/٤٤۷	۰/۳۷۹	۰/۰۷٦	۹/۱۷۹
محافظه‌کاری غیرشرطی	Con-Acc	-۰/۰٦٤	-۰/۰۵۸	۰/۳۲٤	-۰/۵٤٦	۰/۰۷٦	-۰/۵۹۳	٦/٦۳۵
نسبت وجوه نقد عملیاتی	CFO	۰/۱۵۷	۰/۱۳۲	۰/۷۸۸	-۰/۲۲۳	۰/۱۵۸	۰/۹۰۷	٤/۲۸۹
نسبت بدهی به دارایی‌ها	LEV	۰/٦۵۸	۰/٦٦۷	۰/۹۵۲	۰/۲۱۵	۰/۱٤٤	-۰/٤۰۲	٦/۰٤۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	۳/۵٤۷	۱/۹۵۹	٤۲/۰۵۲	۰/۲۸۰	۵/۲۸۳	٤/۲٦۳	۲۰/۷۵۱
رشد فروش شرکت	SALE.GR	۰/۱۸۳	۰/۱٦۱	۲/۰۰٦	-۰/٦۸۰	۰/۲۷۲	۱/٤۲۱	٦/۷۹۸
انحراف معیار درآمدها	σREV	۰/۳۲۳	۰/۲۹۸	۱/۳٦۱	۰/۰۵۰	۰/۱٦۵	۲/۰۹۹	۷/۸۸۵
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۰٦٤	۱۲/۷۷۲	۱۸/۳۲۱	۱۰/٤٤۱	۱/۳۵۷	۱/۲۳۲	٤/۸۳۲
اطمینان بیش از حد مدیریتی- معیار اول	CAPEX	۰/۵۱۵	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۰۰	-۰/۰٦۰	۱/۰۰٤
اطمینان بیش از حد مدیریتی- معیار دوم	OverInv	۰/٤٦۱	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/٤۹۹	۰/۱۵٦	۱/۰۲٤

به منظور برآورد مدل رگرسیونی رابطه (۸) برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و شیوه داده‌های ترکیبی استفاده شد و سپس به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شد. با توجه به اینکه P-Value به دست آمده از آزمون F لیمر در تمامی موارد (با استفاده از هر دو معیار محافظه‌کاری و هر دو معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی) کوچکتر از ۵٪ بود، به منظور برآورد این مدل در تمامی موارد برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از شیوه داده‌های تابلویی استفاده شد. سپس برای تعیین اینکه الگوی مورد استفاده در آزمون فرضیه‌ها، در قالب کدام یک از روش‌های اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی انجام شود، آزمون هاسمن انجام شد. نتایج این آزمون، تعیین کننده استفاده از روش اثرهای ثابت در تمامی موارد برای مدل مورد

استفاده برای آزمون فرضیه‌ها است. برای بررسی فروض کلاسیک رگرسیون، آزمون ناهمسانی واریانس انجام شده است. در این پژوهش، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس در تمامی موارد در مدل رگرسیونی رابطه (۸)، از روش حداقل مربعات وزنی "WLS" برای رفع آن استفاده شده است.

مدل استفاده شده برای آزمون فرضیه اول به صورت رابطه (۸) و با استفاده از دو معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی است و در آن Con_t معیار محافظه‌کاری شرطی بر اساس مدل خان و واتس [۱۷] است، به عبارتی، همان $C-Score$ محاسبه شده از طریق رابطه (۳) است. با توجه به آزمون‌های انجام شده برای برآورد رابطه (۸) با استفاده از محافظه‌کاری شرطی و با استفاده از هر دو معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی، از روش WLS استفاده شده است که نتایج آن در نگاره (۲) برای هر معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی، جداگانه ارائه شده است.

نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

$$C-Score_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OverCon_{i,t-1} + \beta_2 MTB_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 SALE.GR_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 \sigma REV_{i,t} + \varepsilon$$

عنوان	نماد	معیار اول: اطمینان بیش از حد مدیریتی			معیار دوم: اطمینان بیش از حد مدیریتی		
		ضریب برآورد شده	آماره Z	P-Value	ضریب برآورد شده	آماره Z	P-Value
عرض از مبدأ	β_0	-۰/۸٤۲۱۸۵۹	-٦/٦۰	۰/۰۰۰	-۰/۸۵۰۲٤۰۵	-٦/۸۱	۰/۰۰۰
اطمینان بیش از حد مدیریتی	$OverCon_{i,}$	-۰/۰۷۲۳۸۵۳	-۳/۹۸	۰/۰۰۰	-۰/۱۰۰۱۷۹۹	-۵/۳٦	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	$MTB_{i,t}$	-۰/۰۲۳٦۹۸٤	-۵/٦۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۲٤۰٤۳۱	-۵/۷۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	$LEV_{i,t}$	۰/۱۲۰۲٦٦۱	۱/٤۲	۰/۱۵۵	۰/۱۸۳۰٦٦۵	۲/۲٤	۰/۰۲۵
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	۰/۱۰۲۱۸٦۲	۱۱/۱۲	۰/۰۰۰	۰/۰۹۷۵٤۵٤	۱۰/۸۳	۰/۰۰۰
رشد فروش شرکت	$SALE.GR_i$	-۰/۰٤۳۱٦۹۵	-۱/٤٦	۰/۱٤۳	-۰/۰۱۸۱۱۷	-۰/٦۸	۰/٤۹٤
نسبت وجوه نقد عملیاتی	$CFO_{i,t}$	۰/۱٦۷۵٤٦۵	۱/٦۳	۰/۱۰۲	۰/۱۳۸٦۱۲۳	۱/۳٦	۰/۱۷٤
انحراف معیار درآمدها	$\sigma REV_{i,t}$	-۰/٤٦۵٦۸۳	-۷/۵۲	۰/۰۰۰	-۰/۳٦۱۸۲٤۸	-۵/۸۹	۰/۰۰۰
		Wald chi2(7) = ۲۳۳/۰۰			Wald chi2(7) = ۲۳۵/٤۲		
		Prob> chi2 = ۰/۰۰۰			Prob> chi2 = ۰/۰۰۰		

همان‌گونه که نتایج مندرج در نگاره (۲) نشان می‌دهد، P-Value محاسبه شده برای متغیر اطمینان بیش از حد مدیریتی در هر دو مدل، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. از این‌رو، می‌توان نتیجه گرفت که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی تاثیر معناداری دارد. از سوی دیگر، ضریب برآورد شده برای متغیر اطمینان بیش از حد مدیریتی در سطح خطای ۵٪، منفی است؛ یعنی اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی تاثیر منفی دارد.

به بیان دیگر، می‌توان گفت که اطمینان بیش از حد مدیریتی، محافظه‌کاری شرطی در گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد. بنابراین، با توجه به نتایج

مندرج در نگاره (۲) و در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه نخست این پژوهش رد نخواهد شد.

همان‌طور که قبلا بیان شد، مدل استفاده شده برای آزمون فرضیه دوم به صورت رابطه (۸) و با استفاده از دو معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی است و در آن Con_t معیار محافظه‌کاری غیر شرطی گیولی و هاین [۱٤] است. با توجه به آزمون‌های انجام شده برای برآورد رابطه (۸) به منظور آزمون فرضیه دوم با استفاده از هر دو معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی از روش WLS استفاده شده است که نتایج آن در نگاره (۳) برای هر معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی، جداگانه ارائه شده است.

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم– معیار محافظه‌کاری غیرشرطی مبتنی بر اقلام تعهدی

$$Con-Acc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OverCon_{i,t-1} + \beta_2 MTB_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 SALE.GR_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 \sigma REV_{i,t} + \varepsilon$$

عنوان	نماد	معیار اول اطمینان بیش از حد مدیریتی			معیار دوم اطمینان بیش از حد مدیریتی		
		ضریب برآورد شده	آماره z	P-Value	ضریب برآورد شده	آماره z	P-Value
عرض ازمبدأ	β_0	-۰/۱۷۱۲۵۷۸	-۸/۵۰	۰/۰۰۰	-۰/۲۷٤۹۸٤۲	-۱٤/۰۷	۰/۰۰۰
اطمینان بیش از حد مدیریتی	OverCo	-۰/۰۲٤٤۰۲۲	-۸/۹۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۲۵۲٤۵	-۳/۸۵	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	$MTB_{i,t}$	-۰/۰۱۵۱۸۸۳	-۱۱/۸٦	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱۱۷۵۸	-۳/۵۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	$LEV_{i,t}$	۰/۰٤۸۳٦۵۹	۲/٦۳	۰/۰۰۸	۰/۱۲۰۲۰۲	۹/۵٤	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	۰/۰۱۰۷۱۰۵	٦/۹۹	۰/۰۰۰	۰/۰۱۲٦۹۰٦	۹/٤۱	۰/۰۰۰
رشد فروش شرکت	SALE. G	۰/۰۹۳٤۸۷۵	۱٤/۷۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۷۷۸٤۱	-۱/۳٤	۰/۰۱۸
نسبت وجوه نقد عملیاتی	$CFO_{i,t}$	۰/٤۵۱۹۳۱٦	۱٤/٤۷	۰/۰۰۰	۰/۱۹۹۱۲۲۵	۱۳/۷۹	۰/۰۰۰
انحراف معیار درآمدها	$\sigma REV_{i,t}$	-۰/۳۱٤۵۷۸۳	-۲۸/۰	۰/۰۰۰	-۰/۱٦۵۵٤۳۳	-۱۳/۹۱	۰/۰۰۰
		Wald chi2(7) = ۳۱۵۵/۷٤			Wald chi2(7) = ٤۲۳/۵۱		
		Prob> chi2 = ۰/۰۰۰			Prob> chi2 = ۰/۰۰۰		

نتایج مندرج در نگاره (۳) نشان می‌دهد P-Value محاسبه شده برای متغیر اطمینان بیش از حد مدیریتی در هر دو مدل، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. از این‌رو، می‌توان نتیجه گرفت که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری غیرشرطی تاثیر معناداری دارد. از سوی دیگر، ضریب برآورد شده برای متغیر اطمینان بیش از حد مدیریتی، منفی است. این موضوع بدین معنی است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری غیرشرطی تاثیر منفی دارد. به بیان دیگر می‌توان گفت که اطمینان بیش از حد مدیریتی، محافظه‌کاری غیرشرطی در گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد. بنابراین با توجه به نتایج مندرج در نگاره (۳) و در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه دوم این پژوهش رد نخواهد شد. نگاره (٤) نتایج حاصل از

آزمون فرضیه‌های پژوهش را به طور خلاصه نشان می‌دهد.

نگاره ٤. خلاصه نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	موضوع فرضیه	معیار محافظه‌کاری	معیار اطمینان بیش از حد مدیریتی	نتیجه آزمون	نتیجه‌گیری کلی
اول	اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی تاثیر منفی دارد.	معیار محافظه‌کاری شرطی- C-Score	- معیار اول CAPEX	عدم رد فرضیه	اطمینان بیش از حد مدیریتی، محافظه‌کاری شرطی گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد.
			- معیار دوم OverInvest	عدم رد فرضیه	
دوم	اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری غیرشرطی تاثیر منفی دارد.	معیار محافظه‌کاری غیرشرطی اقلام تعهدی- Con-Acc	- معیار اول CAPEX	عدم رد فرضیه	اطمینان بیش از حد مدیریتی، محافظه‌کاری غیرشرطی گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد.
			- معیار دوم OverInvest	عدم رد فرضیه	

نتیجه

نتایج آزمون فرضیه اول مشابه نتایج پژوهش احمد و دوئلمن [۸] است که به این نتیجه رسیدند که اطمینان بیش از حد مدیریتی، محافظه‌کاری شرطی در گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد. همچنین، نتایج آزمون فرضیه اول مطابق با مبانی تئوریک اطمینان بیش از حد مدیریتی است، زیرا وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت شرکت سبب تخمین بیش از حد بازده و جریان‌های نقدی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شده و این امر مانع از اتخاذ رویکرد محافظه‌کارانه در شناسایی سود و زیان شده و نهایتا به کاهش محافظه‌کاری شرطی منجر می‌گردد. نتایج آزمون فرضیه دوم نیز مشابه نتایج پژوهش احمد و دوئلمن [۸] است که به این نتیجه رسیدند که اطمینان بیش از حد مدیریتی، محافظه‌کاری غیرشرطی در گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد. نتایج آزمون فرضیه دوم نیز مطابق مبانی تئوریک اطمینان بیش از حد مدیریتی است، زیرا اطمینان بیش از حد، مدیریت را به سمت ارزش‌گذاری بیش از حد خالص دارایی‌ها و به عبارتی، کاهش محافظه‌کاری غیرشرطی سوق می‌دهد.

محدودیت‌های پژوهش

۱- قلمرو زمانی مطالعه حاضر از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. بنابراین، باید در تعمیم نتایج پژوهش به سال‌های قبل از ۱۳۸۰ و بعد از ۱۳۸۹ با احتیاط عمل شود.

۲- امکان استفاده از برخی مدل‌های محاسبه محافظه‌کاری، گروهی به علت نبود اطلاعات آن مدل‌ها در ایران، و گروهی دیگر به علت اینکه عدم امکان انتخاب نمونه‌های بزرگتر، وجود نداشت.

۳- ویژگی اطمینان بیش از حد مدیریتی، خصیصه رفتاری بوده، بهتر است اندازه‌گیری آن در بازه بلند مدت صورت پذیرد، و تاثیرات گردش مدیریتی بر آن لحاظ شود، ولی به علت گردش بالای مدیریتی، امکان لحاظ نمودن آن در اندازه‌گیری این متغیر وجود نداشت.

٤- داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از بابت تورم تعدیل نگردیده است. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور، ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.

پیشنهادهای پژوهش

١- بر مبنای یافته‌های حاصل از این پژوهش، وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیران، تاثیر منفی بر محافظه‌کاری گزارشگری مالی دارد. از آنجا که محافظه‌کاری می‌تواند با افزایش کیفیت اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران مطلع و بی‌اطلاع گردد، توصیه می‌گردد از روش‌هایی به منظور افزایش محافظه‌کاری شرکت‌هایی که مدیریت آن‌ها دارای ویژگی اطمینان بیش از حد هستند، به منظور جبران اثرهای منفی آن استفاده نمود.

٢- مدل‌های این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه آماری به صورت یکجا برآورد شده‌اند. از این‌رو، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی هر یک از مدل‌های این پژوهش برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود.

٣- معیارهای گوناگونی برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی وجود دارد که در این پژوهش تنها از معیار محافظه‌کاری شرطی خان و واتس [١٧] و معیار محافظه‌کاری غیرشرطی مبتنی بر اقلام تعهدی گیولی و هاین [١٤] استفاده شده است، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی، محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی با استفاده از سایر معیارهای موجود اندازه‌گیری گردد.

منابع

١- حساس یگانه، یحیی و علیرضا شهریاری. (١٣٨٩). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه‌کاری در بورس اوراق بهادار تهران»، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ش ٢، صص ٧٧-٩٤.

٢- ستایش، محمدحسین و مظفر جمالیان‌پور. (١٣٨٩). «بررسی وجود محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پیشرفت‌های حسابداری*، ش ١، صص ٨٥-١١٩.

٣- فروغی، داریوش و منوچهر میرزایی. (١٣٩١). «تاثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پیشرفت‌های حسابداری*، ش ٢، صص ٧٧-١١٧.

٤- فلاح شمس لیالستانی، میرفیض؛ قالیباف اصل، حسن و سمیرا سرابی نوبخت. (١٣٨٩). «بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ش١٢، صص ٢٥-٤٢.

٥- کاظمی نوری، سپیده. (١٣٩١). *تاثیر هزینه‌های نمایندگی و ذخایر نقدی بر رابطه میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و حساسیت سرمایه‌گذاری ـ جریان‌های نقدی*، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.

٦- مجتهدزاده، ویدا و زهرا فرشی. (١٣٩١). «بررسی رابطه محافظه‌کاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ٦٧، صص ٩١-١٠٤.

7- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 43, No 2, Pp 411-437.

8- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, Vol 51, No 1, Pp 1-30.

9- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review,* Vol 77, No 4, Pp 867-890.

10- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*,Vol 24, No 1, Pp 3-37.

11- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). Managerial miscalibration (No. w16215). National Bureau of Economic Research.

12- Callen, J. L., Segal, D., & Hope, O. K. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*, Vol 15, No 1, Pp 145-178.

13- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, Vol 101, No 3, Pp 695-712.

14- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 29, No 3, Pp 287-320.

15- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, Vol 9, No 2, Pp 193-206.

16- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, Vol 31, No 2, PP 33-45.

17- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 48, No 2, Pp 132-150.

18- Kothari, S.P., Shu, S. Wysocki. (2009b). Do Managers Withhold Bad News?.*Journal of Accounting Research*, Vol 47, No 1, Pp 241-276.

19- Lafond, R., &Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, Vol 46, No 1, Pp 101-135.

20- Lafond, R., Watts, R.L., (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*, Vol 83, Pp 447-478.

21-.Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, Vol 14, No 1, Pp 161-201.

22- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2011). Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies*, Vol 16, No 2, Pp 247-271.

23- Lewellen, W. G., & Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*, Vol 44, No 1, Pp 77-122.

24- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, Vol 60, No 6, Pp 2661-2700.

25- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, Vol 89, No 1, Pp 20-43.

26- Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2012). Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 53, No 1, Pp 98-114.

27- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 39, No 3, Pp 437-485.

28- Ryan, S. G. (2006). Identifying conditional conservatism. *European accounting review*, Vol 15, No 4, Pp 511-525.

29- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2011). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 53, No 1, Pp 311-329.

30- Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance-an interdisciplinary literature review. *Bank iKredyt*, Vol 4, Pp 33-50.

31- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation

policies. *Journal of financial Economics*, Vol 32, No 3, Pp 263-292.

32- Watts, R.L., (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, Vol 17, Pp 207-221.

33- Watts, R.L., Zimmerman, J.L., (1978). Toward a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, Vol 53, Pp 112–134.

34- Watts, R.L., Zimmerman, J.L., (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, New Jersey

35- Wen, F. H., Huang, D. L., Lan, Q. J., & Yang, X. G. (2007). Numerical simulation for influence of overconfidence and regret aversion on return distribution. *Systems Engineering-Theory & Practice*, Vol 27, No 7, Pp 10-18.

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۱/۲۱
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۸/۱۱
صص ٥٦- ٤٥

بررسی رابطه بین رشد سود و بازده سهام با استفاده از مدل سود باقی مانده در بورس اوراق بهادار تهران

باقر شمس زاده*[1] مجید صادقی فر بهنام الماسی*****

* استادیار حسابداری دانشگاه بوعلی سینا
Shamszadeh@basu.ac.ir
** استادیار آمار دانشگاه بوعلی سینا
Sadeghifar@basu.ac.ir
*** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان
Behnamalmasi1368@gmail.com

چکیده

موضوع اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین رشد سود و بازده سهام با استفاده از مدل سود باقی مانده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از مدل سود باقی مانده برای تفکیک رشد سود به رشد سرمایه به کار رفته و رشد سود باقی مانده و بررسی رابطه آن‌ها با بازده جاری و آتی سهام استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز برای دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ جمع آوری و برای آزمون فرضیه‌ها از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد بین رشد سود باقی مانده و بازده جاری سهام رابطه مثبت و معنی‌دار و بین رشد سرمایه به کار رفته و بازده جاری سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد، همچنین بین رشد سود باقی‌مانده و بازده آتی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و بین رشد سرمایه به کار رفته و بازده آتی سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: رشد سود، مدل سود باقی‌مانده، بازده سهام.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: همدان، دانشگاه بوعلی سینا، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، گروه حسابداری

مقدمه

مدت طولانی بود که هم به لحاظ نظری و هم به لحاظ تجربی، سود و رشد سود به عنوان تبیین کننده‌های اصلی بازده سهام تلقی می‌شدند [۲۱]. سود حسابداری از جمله برترین شاخص‌های اندازه‌گیری فعالیت‌های یک واحد اقتصادی است [۳]. منطق ارتباط سود حسابداری و بازده سهام در سال ۱۹٦۸ توسط بال و براون ارائه شده است [۱۵]. در سال ۱۹۹۲ تئوری، مفاهیم و متغیرهای ضروری برای ارزیابی همبستگی بین سود حسابداری و بازده سهام در یک دوره بلند مدت از سوی ایستون، هریس و اولسون پایه گذاری شد [۲۲].

اما ایراد سود حسابداری به عنوان تبیین کننده بازده سهام این است که در این معیار ارزیابی، تنها به کمیّت سود توجه می‌شود، در حالی‌که برای تعیین ارزش واقعی شرکت باید به کیفیت سود نیز توجه کرد [۹]. به این معنا که سود با چه میزان سرمایه گذاری به دست آمده؟ هزینه سرمایه چقدر بوده است؟ آیا همین که شرکت نسبت به سال قبل توانسته باشد سود بیشتری کسب کند کافی است؟ مطمئناً این طور نخواهد بود چرا که این سؤال پیش می‌آید که این میزان سود در ازای چه میزان سرمایه به دست آمده است؟ بنابراین سود حسابداری به تنهایی معیار مناسبی برای ارزیابی بازده سهام نیست زیرا در محاسبه آن هزینه سرمایه در نظر گرفته نمی‌شود.

در این پژوهش، از مفهوم سود باقی مانده برای تفکیک رشد سود به رشد سود باقی‌مانده، رشد سرمایه به کار رفته و اجزای دیگر استفاده شده است.

با استفاده از این تفکیک پرسش‌هایی مطرح می‌شود؛ اول اینکه آیا می‌توان تغییرات بازده سهام را با استفاده از این تفکیک، بهتر تشریح کرد؟ دوم اینکه، آیا رشد سود باقی مانده و سایر اجزای رشد سود ارتباط متفاوتی با بازده دارند؟ سوم اینکه، آیا رشد سود باقی مانده و رشد سرمایه به کار رفته بازده آتی سهام را پیش‌بینی می‌کند؟

مبانی نظری

این موضوع که شرکت باید سودی بیش از هزینه سرمایه به کار رفته ایجاد کند، از مدت‌ها قبل مورد توجه اقتصاددانان بوده است [۱۷]. سال‌ها پیش اقتصاددانان معروفی از جمله آلفرد مارشال عقیده داشتند که شرکت‌ها برای ایجاد ارزش، باید سودی بیش از هزینه سرمایه به کار رفته ایجاد کنند [۱۹].

پیتر دراکر می‌گوید: «تا زمانی‌که یک شرکت سودی بیش از هزینه سرمایه ایجاد نکند دارای زیان است» [۱۹]. در قرن بیستم این مفهوم با عناوین متفاوتی از جمله سود باقی‌مانده[1] تعریف شد [۸].

سود باقی مانده عبارت است از: سود عملیاتی پس از کسر مالیات، منهای هزینه سرمایه به کار رفته.

این مدل با مفهوم با ارزش افزوده اقتصادی (EVA) تفاوت دارد. در مدل ارزش افزوده اقتصادی بایستی تعدیلاتی مانند: هزینه مطالبات مشکوک‌الوصول، هزینه مزایای پایان خدمت کارکنان، هزینه‌های تبلیغات، بازاریابی، آموزش، تحقیق و توسعه و اجاره، هزینه‌های معوق و... در سود عملیات پس از کسر مالیات و کل سرمایه به کار گرفته شده صورت گیرد که این تعدیلات، اصل محافظه‌کاری و رعایت یکنواختی در اجرای اصول پذیرفته شده حسابداری را نقض خواهد کرد و هم‌چنین قضاوت‌های شخصی را بالا می‌برد و فرآیند جمع‌آوری اطلاعات برای محاسبه ارزش ذاتی شرکت را نیز طولانی می‌کند [۸].

[1] Residual Income

در محاسبه سود حسابداری، تنها هزینه تأمین مالی از طریق بدهی منظور می‌شود و مدیران وجوه فراهم شده توسط سهامداران را بدون هزینه فرض می‌کنند اما در مفهوم سود باقی‌مانده، هزینه تأمین مالی از طریق صاحبان سهام نیز منظور می‌شود. معیار سود باقی مانده شرایطی را فراهم می‌کند تا با در نظر گرفتن هزینه سرمایه به کار رفته، هم هزینه بدهی و هم هزینه حقوق صاحبان سهام، سود حسابداری را به سود اقتصادی تبدیل کرده و به این صورت عملکرد واقعی شرکت را بررسی و ارزیابی کرد.

بنابراین از آنجا که بازده سهام تابعی از رشد سود اقتصادی است، استفاده از یک شاخص اندازه‌گیری بهتر و مناسب‌تر می‌تواند توانایی بهتری برای تبیین بازده سهام داشته باشد. مدل سود باقی مانده یک معیار اقتصادی مناسب برای سهام داران است [۱۳].

به نظر می‌رسد سود باقی مانده شروع خوبی برای اصلاح روابط تجربی بین رشد سود حسابداری و بازده سهام باشد. محققین حسابداری مدت‌هاست که سود حسابداری را به عنوان معیار ناقص سودآوری شرکت از دیدگاه سهام‌داران مورد انتقاد قرار داده‌اند زیرا سود حسابداری هزینه فرصت سرمایه به کار رفته را منعکس نمی‌کند [۱٤]. این محققین سود باقی مانده را نماینده بهتری برای سودهای اقتصادی می‌دانند زیرا که هزینه سرمایه به کار گرفته شده را لحاظ می‌کند. آنتونی (۱۹۷۳)، استفاده از سود باقی مانده برای تجزیه و تحلیل سودآوری شرکت را حمایت می‌کند. او اعتقاد دارد که «جامعه مالی بهتر می‌تواند نتایج عملکرد شرکت را قضاوت کند، اگر گزارش‌های شرکت با شناخت هزینه سرمایه تجزیه و تحلیل شود» [۱۳].

سود باقی مانده (Residual Income)

مدل سود باقی مانده یکی از معمول‌ترین ابزارهایی است که برای ارزشیابی سهام و عملکرد شرکت استفاده می‌شود. این مفهوم در دهه ۱۹۲۰ توسط شرکت جنرال موتور و در دهه ۱۹۵۰ توسط شرکت جنرال الکتریک استفاده شد و از چهار دهه قبل در متون حسابداری مدیریت قرار داده شده است.

علی‌رغم این که مدل سود باقی مانده قابلیت‌ها و کارایی لازم جهت استفاده را دارد اما در عمل تا سال‌ها، کمتر مورد استفاده قرار می‌گرفت اما در چند سال اخیر توجه انجمن‌های علمی را بیشتر به خود جلب نموده است. این مدل چارچوبی را در اختیار حسابداران قرار می‌دهد تا عملکرد شرکت را در شرایط حسابداری تعهدی تجزیه و تحلیل کنند [۷].

سود باقی مانده یک معیار مناسب برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مدیریت است [۱٤] و همچنین یک معیار اندازه‌گیری مناسب برای گزارشگری مالی است [۱۳].

سود باقی مانده بر مدیریت ترازنامه تأکید دارد. مدیریت نادرست ترازنامه سبب افزایش غیر ضروری دارایی و در نتیجه افزایش سرمایه و زیاد شدن هزینه سرمایه می‌شود. این بدان معنی است که شرکت‌ها برای افزایش سرمایه باید به هزینه سرمایه نیز توجه کنند و مثلاً با یک استقراض غیرضروری هزینه زیادی را در مقابل سودی که از آن منابع کسب می‌کنند، متحمل نشوند.

سود باقی مانده عبارت است از سود عملیاتی پس از کسر مالیات منهای هزینه سرمایه. برای محاسبه سود عملیاتی پس از کسر مالیات (NOPAT) صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از هزینه‌های تأمین مالی از سود کسر می‌گردد [۱٤]. ما در این جا به سود قبل از

کسر بهره و بعد از مالیات نیاز داریم چرا که اگر هزینه بهره در محاسبه سود باقی مانده اضافه نشود موجب اندازه گیری مضاعف هزینه بهره می‌شود ولی از آن جایی که هزینه بهره یک هزینه قابل قبول مالیاتی است صرفه‌جویی ناشی از آن را لحاظ می‌کنیم.

$$RI_t = NI_t + INT_t \times (1 - t) - WACC_t \times IC_{t-1}$$

در مدل بالا RI_t سود باقی مانده سال جاری؛ NI_t سود خالص سال جاری؛ INT_t هزینه بهره سال جاری؛ $WACC_t$ میانگین موزون هزینه سرمایه و IC_{t-1} سرمایه به کار رفته در سال گذشته است که شامل مجموع سهام عادی و تمام بدهی‌های بهره‌دار شرکت می‌باشد.

میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC[1])

هزینه تأمین سرمایه برابر است با هزینه فرصت سرمایه برای تأمین کنندگان سرمایه؛ به بیان دیگر تأمین‌کنندگان سرمایه، سرمایه خود را در اختیار شرکت قرار نمی‌دهند مگر این که به اندازه هزینه فرصت خود، بازده کسب نمایند.

منظور از هزینه سرمایه، هزینه تأمین مالی شرکت برای انجام سرمایه‌گذاری یا تأمین سرمایه در گردش است که از دو بخش تشکیل شده است: یک بخش هزینه تأمین مالی از محل بدهی بلند مدت با بهره و بخش دیگر هزینه تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام است. هر یک از این راه‌ها هزینه خاص خود را دارد. رایج‌ترین راه برای محاسبه هزینه سرمایه، محاسبه هزینه تأمین سرمایه از هر یک از روش‌های ممکن (انتشار سهام عادی یا ممتاز و انتشار اوراق قرضه یا دریافت وام) و محاسبه میانگین موزون این اعداد است.

به همین دلیل این عدد را میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) می‌نامند [۱].

رابطه بین سود و بازده سهام با استفاده از مدل سود باقی مانده

بالاچاندران و موهان رام در سال ۲۰۱۲ رابطه بین رشد سود و بازده سهام (R) را به شکل رابطه (۱) بیان کردند [۱۴]:

$$R_t = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{t-1} + \alpha_2 \Delta NI_t + \varepsilon \qquad (۱)$$

حال با استفاده از مدل سود باقی‌مانده رشد سود را تفکیک می‌کنیم که روش انجام کار به شرح زیر است:

سود باقی مانده (RI) سال جاری برابر است با:

$$RI_t = NI_t + INT_t \times (1 - t) - WACC_t \times IC_{t-1} \qquad (۲)$$

به‌طور مشابه (RI) دوره قبل برابر است با:

با کسر کردن معادله (۳) از معادله (۲) تغییرات RI را می‌توان به صورت زیر بیان کرد:

(۳)

$$\Delta RI_t = \Delta NI_t + \Delta INT_t \times (1 - t) - WACC_t \times IC_{t-1} + WACC_{t-1} \times IC_{t-2}$$

به‌منظور ساده کردن مدل، متغیر $WACC_{t-1} \times IC_{t-2}$ را به معادله (٤) اضافه و مجدداً کسر می‌کنیم:

(٤)

$$\Delta RI_t = \Delta NI_t + \Delta INT_t \times (1 - t) - WACC_t \times IC_{t-1} + WACC_{t-1} \times IC_{t-2} - WACC_{t-1} \times IC_{t-2} + WACC_{t-1} \times IC_{t-2}$$

با ساده کردن مدل (٤) مدل (۵) به دست می‌آید:

$$\Delta NI_t = \Delta RI_t + \Delta IC_{t-1} \times WACC_t - \Delta INT_t \times (1 - t) + IC_{t-2} \times \Delta WACC_t$$

با جاگذاری معادله بالا در مدل (۱) رابطه بین سود و رشد سود با بازده به شرح زیر است:

(۵)

$$R_t = \alpha + \lambda_1 * NI_{t-1} + \lambda_2 \Delta RI_t + \lambda_3(\Delta IC_{t-1} \times WACC_t) + \lambda_4(\Delta INt_t \times (1 - t)) + \lambda_5(IC_{t-2} \times \Delta WACC_t) + \varepsilon_0$$

مدل (۵) رابطه بین متغیرهای مستقل با بازده جاری سهام را نشان می‌دهد. برای پیش‌بینی بازده آتی سهام هم دقیقاً از مدل بالا استفاده می‌شود. فقط متغیر

[1] Weighted Average Cost of Capital

وابسته به بازده آتی سهام تغییر می‌کند. به عبارت دیگر متغیرهای مستقل مدل بالا هم برای توضیح بازده جاری سهام به کار می‌رود و هم بازده آتی سهام. لازم به ذکر است که در مدل بالا متغیرهای مستقل با ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت تعدیل می‌شوند به این صورت که متغیرهای مستقل بر ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت تقسیم می‌شوند.

در مدل بالا R بازده سهام، NI_{t-1}؛ سود خالص دوره قبل، ΔRI_t؛ رشد سود ناشی از رشد سود باقی مانده، $\Delta IC_{t-1} \times WACC_t$؛ رشد سود ناشی از رشد سرمایه به کار رفته، $\Delta INT_t \times (1-t)$: رشد سود ناشی از تغییر هزینه بهره بعد از مالیات، $IC_{t-2} \times \Delta WACC_t$؛ رشد سود ناشی از تغییر هزینه سرمایه است.

پیشینه پژوهش

بیدل و همکاران [۱۷] در پژوهشی با عنوان «بازده سهام با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط بیشتری دارد یا با سود باقی مانده و جریان نقدی حاصل از عملیات» با بررسی ۷۷۳ شرکت در آمریکا به این نتیجه رسیدند که سود باقی مانده و جریان نقدی حاصل از عملیات نسبت به ارزش افزوده اقتصادی ارتباط بیشتری با بازده سهام دارد.

لوگران و ریتر [۲۶] به بررسی ۱۳۳۸ شرکت در سال‌های ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۹ در کشور آمریکا پرداختنند.

پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که ۱) بازده آتی سهام با عرضه سهام جدید کاهش پیدا می‌کند و این روند تا ۵ سال بعد از انتشار سهام جدید ادامه دارد. ۲) شرکت‌هایی که به سرعت میزان فروش و یا مخارج سرمایه‌ای خود را افزایش می‌دهند بازده آتی سهام آن‌ها نسبت به سایر شرکت‌ها پایین‌تر است.

چن و داد [۲۰] همبستگی بین بازده سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد که شامل ارزش افزوده اقتصادی، بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم، بازده دارایی‌ها و سود باقی‌مانده می‌باشد را برای ۵۶۶ شرکت در کشور آمریکا مورد مطالعه قرار دادند.

نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می‌دهد که بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سایر معیارها دارای همبستگی بیشتری با بازده سهام هستند. همچنین سود باقی مانده با بازده سهام دارای همبستگی است.

بنیش و همکاران [۱۶] نشان دادند که افزایش هزینه‌های سرمایه موجب کاهش بازده سهام شرکت می‌شود.

بیلت [۱۸] با بررسی ۱۰۶۱۹ شرکت برای سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۰ در آمریکا به این نتیجه رسید که بازده آتی سهام شرکت با اخذ وام بانکی کاهش می‌یابد که این روند تا سه سال ادامه دارد.

ابرهات و سیدیکیو [۲۳] در پژوهش خود به بررسی ۱۸۹ شرکت آمریکا در سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۲ پرداختند. پژوهش آن‌ها بیانگر این است که بازده آتی سهام با انتشار سهام جدید و همچنین افزایش بدهی شرکت کاهش می‌یابد.

تیتمان و همکاران [۲۷] در پژوهشی که به بررسی ۱۶۳۵ شرکت در آمریکا پرداختند به این نتیجه رسیدند که افزایش غیرعادی در میزان مبالغ سرمایه‌گذاری شده در شرکت موجب کاهش بازده سهام می‌شود و این کاهش تا پنج سال متوالی ادامه دارد.

هوانگ و ژانگ [۲۵] به بررسی سودمندی اطلاعات صورت‌های مالی در بیان بازده سهام در کشور هنگ کنگ پرداختند. نتیجه پژوهش آن‌ها که شامل بررسی ۲۱۸٦ شرکت در سال‌های ۱۹۸٦ تا ۲۰۰۷ می‌باشد نشان می‌دهد که بازده سهام با سود شرکت و همچنین تغییرات سود که شامل تغییر سودآوری و تغییر ارزش سرمایه شرکت می‌باشد، رابطه معناداری وجود دارد.

بالاچاندران و موهان رام [۱٤] در مقاله‌ای تحت عنوان «استفاده از سود باقی مانده برای پالایش رابطه بین رشد سود و بازده سهام» با بررسی ۲۸۳٦ شرکت برای سال‌های ۱۹۷۵ تا ۲۰۰۸ به این نتیجه رسیدند که رشد سود ناشی از رشد سود باقی مانده و رشد سود ناشی از رشد سرمایه به کار رفته با بازده جاری سهام رابطه مثبت دارد. نتایج دیگر این پژوهش نشان می‌دهد که رشد سود ناشی از رشد سود باقی مانده با بازده آتی سهام رابطه مثبت و رشد سود ناشی از رشد سرمایه به کار رفته با بازده آتی سهام رابطه منفی دارد.

مهرانی و مهرانی [۱۰] در پژوهشی با عنوان «رابطه بین نسبت‌های سودآوری و بازده سهام در بازار بورس تهران» به بررسی نمونه‌ای از شرکت‌ها در ۱۹ نوع صنعت مختلف طی دو سال پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین بازده سهام و حاشیه سود، بازده حقوق صاحبان سهام، سود قبل از مالیات، بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین بازده سهام و رشد سود، رشد فروش و گردش دارایی‌ها رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

مهرانی و همکاران [۱۱] در پژوهشی برای توضیح بازده سهام از شاخص‌های مالی و غیرمالی استفاده کردند. نتایج به دست آمده از پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین متغیرهای مالی شامل: فروش، سود و بازده حقوق صاحبان سهام و متغیرهای غیرمالی شامل: حجم معاملات، تعداد خریداران و تعداد دفعات معاملات، با بازده سهام همبستگی وجود دارد.

محمودآبادی [۸] با بررسی ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که مدل ارزشیابی سود باقی مانده به خوبی توانایی پیش‌بینی ارزش شرکت را دارد.

نوروش و مشایخی [۱۲] محتوا نسبی و فزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی، سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات را با بازده سهام شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۸ بررسی کردند. نتیجه تجزیه و تحلیل اطلاعات نشان داد که سود حسابداری دارای بیشترین ارتباط با بازده سهام است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه۱: بین بازده جاری سهام و رشد سود باقی مانده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه۲: بین بازده جاری سهام و رشد سرمایه به کار رفته رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه۳: بین بازده آتی سهام و رشد سود باقی مانده رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه٤: بین بازده آتی سهام و رشد سرمایه به کار رفته رابطه معنی‌داری وجود دارد.

نوع و روش پژوهش

پژوهش‌های علمی بر اساس دو مبنا یعنی هدف و ماهیت و روش، تقسیم‌بندی می‌شوند. پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. هدف پژوهش‌های کاربردی، توسعه

دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هم‌چنین پژوهش حاضر، از نظر روش و ماهیت از نوع پژوهش‌های توصیفی ـ همبستگی است. هدف این نوع پژوهش‌ها، تعیین میزان رابطه بین متغیرها است [٤].

جامعه، نمونه آماری و دوره زمانی پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی یک دوره ۵ ساله می‌باشد به این صورت که دوره زمانی دو فرضیه اول از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ و دوره زمانی دو فرضیه بعدی که متغیر وابسته بازده آتی است سال‌های ۱۳۸٦ تا ۱۳۹۰ است. همچنین از آن‌جا که برای محاسبه متغیرهای پژوهش نیاز به اطلاعات سال‌های قبل هم هست به منظور تکمیل اطلاعات مورد نیاز، اطلاعات سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸٤ نیز جمع‌آوری شده است. در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های زیر بودند طبق روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند:

۱- اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مربوط، در طول دوره پژوهش وجود داشته باشد.

۲- این شرکت‌ها نباید در هیچ یک از سال‌های مورد مطالعه (۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰) وقفه عملیاتی بیش از سه ماه داشته باشند، زیرا وقفه عملیاتی بازده سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۳- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

٤- شرکت‌ها نباید در طول سال‌ها مورد نظر تغییر سال مالی داده باشند.

۵- جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، شرکت‌های سرمایه گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.

٦- در طول دوره مورد رسیدگی زیان ده نباشند.

با توجه به موارد بالا تعداد ۷۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

پس از جمع‌آوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز پژوهش با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از نرم افزار صفحه گسترده اکسل جهت طبقه‌بندی اطلاعات و محاسبه متغیرها استفاده گردید و در نهایت اطلاعات حاصل با استفاده از نرم‌افزار SPSS ۱۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

به منظور آزمون فرضیه‌ها از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است برای تعیین اینکه آیا همبستگی بین دو متغیر تصادفی و شانسی است یا واقعی باید معنی‌دار بودن ضریب همبستگی مورد آزمون قرار گیرد که برای این منظور از آزمون T-Student استفاده گردید. در آزمون همبستگی اگر سطح معنی‌داری به دست آمده کمتر از ۵ درصد باشد وجود همبستگی بین دو متغیر تأیید می‌شود.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

بازده سهام: در حالت کلی، بازده سهام، مجموعه مزایایی است که در طول یک دوره به سهم تعلق می‌گیرد. مانند افزایش قیمت سهام، سود نقدی، مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه، افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی. فرمول کلی محاسبه بازده سهام به شرح زیر است [۵].

$$\text{بازده سهام} = \frac{P_t(1+\alpha+\beta)-(P_{t-1}+C\alpha)+D_t}{P_t+C\alpha}$$

در این فرمول:

P_t :قیمت سهم در پایان دوره.

P_{t-1} : قیمت سهم در ابتدای دوره.

α: درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی مانند حق تقدم.

β: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها مانند سهام جایزه.

متغیرهای مستقل

ΔRI_t: رشد سود باقی مانده؛ که برابر است با سود باقی مانده سال جاری منهای سود باقی مانده سال گذشته.

$\Delta IC_{t-1} \times WACC_t$: رشد سرمایه به کار رفته؛ با توجه به مدل (۵) که در سال ۲۰۱۲ توسط بالاچاندارن و موهان‌رام ارائه شد، رشد سرمایه به کار رفته برابر است با تغییرات سرمایه سال گذشته و دو سال قبل ضرب در میانگین موزون هزینه سرمایه سال جاری.

میانگین موزون هزینه سرمایه ($WACC_t$) از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$WACC = W_E \times R_E + W_D \times R_D \times (1 - T_C)$$

T_C: نرخ مالیات شرکت؛ نرخ مالیات شرکت‌ها ۲۵٪ می‌باشد ولی طبق ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم مصوب سال ۱۳۶۶ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۱۰٪ تخفیف مالیاتی برخوردارند، بنابراین نرخ مالیات ۲۲/۵٪ در نظر گرفته شده است.

W_E: میزان استفاده از سهام عادی در تأمین سرمایه شرکت (بر حسب درصد). در محاسبه میزان سهام عادی شرکت ارزش بازار سهام در نظر گرفته شده است چرا که نسبت به ارزش اسمی سهام رقم مربوط‌تری است.

W_D: میزان استفاده از بدهی در تأمین سرمایه شرکت (بر حسب درصد)؛ در محاسبه میزان بدهی شرکت ذکر دو نکته ضروری است: اولاً، فقط بدهی‌های بهره‌دار در نظر گرفته می‌شود و دوم اینکه از ارزش اسمی بدهی‌های بهره‌دار استفاده می‌شود که بیانگر تعهد واقعی شرکت در قبال وام‌دهندگان و بستانکاران است.

R_E: هزینه سهام عادی؛ در این پژوهش برای محاسبه هزینه سهام عادی از الگوی سود تقسیمی رو به رشد (DDM) استفاده می‌کنیم؛ در این روش با فرض این که سود تقسیمی شرکت با نرخ ثابت g رشد کند، هزینه سهام عادی را می‌توان به صورت زیر محاسبه کرد [۶].

$$R_E = \frac{D_0 \times (1+g)}{P_0} + g$$

در این رابطه، D_0، مبلغ سود تقسیمی تازه پرداخت شده و g نرخ رشد سود تقسیمی شرکت است و برای نشان دادن نرخ بازده مورد انتظار سهام داران، از R_E استفاده کرده‌ایم. برای برآورد نرخ رشد سود تقسیمی دو روش وجود دارد: ۱) استفاده از نرخ‌های رشد تاریخی و ۲) استفاده از پیش‌بینی‌های تحلیل گران [۶]. در این پژوهش برای برآورد نرخ رشد سود تقسیمی، از میانگین هندسی رشد سود تقسیمی شرکت طی پنج سال استفاده شده است.

R_D: هزینه بدهی: تفکیک کامل بدهی‌های بهره‌دار شرکت و محاسبه هزینه هر یک با توجه به نرخ بهره مختص آن کاری بسیار وقت گیر و مشکلی است.

بنابراین برای محاسبه هزینه بدهی، از تقسیم هزینه بهره بعد از مالیات شرکت بر میزان بدهی‌های بهره‌دار اول دوره استفاده می‌کنیم. از طرفی هزینه بدهی محاسبه شده در این روش یک عدد واقعی است نه برآوردی.

آزمون فرضیه اول

بین بازده جاری سهام و رشد سود باقی‌مانده رابطه معنی‌داری وجود ندارد. $H_0 : \rho = 0$

بین بازده جاری سهام و رشد سود باقی مانده رابطه معنی‌داری وجود دارد. $H_1 : \rho \neq 0$

نگاره ۱. نتیجه آزمون فرضیه اول

حجم نمونه	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	سطح معنی‌داری
۳۵۰	۰/٤۷۳	۰/۲۲٤	۰/۲۲۱	۰/۰۰۰

طبق نگاره (۱) ضریب همبستگی پیرسون بین دو متغیر بازده جاری سهام و رشد سود باقی‌مانده ۰/٤۷۳ است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه مثبت و معنی‌داری را بین دو متغیر بازده جاری سهام و رشد سود باقی مانده نشان می‌دهد از آن جا که سطح معنی‌داری کمتر از پنج درصد است، فرض H_0 در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود و وجود همبستگی بین این دو متغیر تأیید می‌شود. بنابراین چنانچه مقدار سود باقی‌مانده شرکت رشد داشته باشد، بازده جاری سهام نیز افزایش خواهد یافت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با یافته‌های حاصل از پژوهش‌های چـن و داد [۲۰]، بالاچاندران و موهان رام [۱٤] همخوانی دارد. از طرفی از آن جا که با افزایش سود شرکت یا کاهش هزینه سرمایه و به تبع آن رشد سود باقی‌مانده، بازده جاری سهام هم افزایش خواهد یافت، این نتیجه با پژوهش‌های بنیش و همکاران [۱٦]، هوانگ و ژانگ [۲۵]، مهرانی و مهرانی [۱۰]، مهرانی و همکاران [۱۱]، نیز همخوانی دارد.

آزمون فرضیه دوم

بین بازده جاری سهام و رشد سرمایه به کار رفته رابطه معنی‌داری وجود ندارد. $H_0 : \rho = 0$

بین بازده جاری سهام و رشد سرمایه به کار رفته رابطه معنی‌داری وجود دارد. $H_1 : \rho \neq 0$

نگاره ۲. نتیجه آزمون فرضیه دوم

حجم نمونه	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	سطح معنی داری
۳۵۰	-۰/٤۲۱	۰/۱۷۸	۰/۱۷۵	۰/۰۰۰

طبق نگاره (۲) ضریب همبستگی پیرسون بین دو متغیر بازده جاری سهام و رشد سرمایه به کار رفته ۰/٤۲۱- است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه منفی و معنی‌داری را بین دو متغیر بازده جاری سهام و رشد سرمایه به کار رفته نشان می‌دهد. از آن جا که سطح معنی‌داری کمتر از پنج درصد است، فرض H_0 در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود و وجود همبستگی بین این دو متغیر تأیید می‌شود. بنابراین با افزایش سرمایه به کار رفته شرکت بازده جاری سهام کاهش پیدا می‌کند. این نتیجه با نتیجه حاصل از پژوهش تیتمان و همکاران [۲۱] همخوانی دارد و نتیجه حاصل از پژوهش بالاچاندران و موهان رام [۱٤] را رد می‌کند.

آزمون فرضیه سوم

بین بازده آتی سهام و رشد سود باقی‌مانده رابطه معنی‌داری وجود ندارد. $H_0 : \rho = 0$

بین بازده آتی سهام و رشد سود باقی مانده رابطه معنی‌داری وجود دارد. $H_1 : \rho \neq 0$

نگاره ۳. نتیجه آزمون فرضیه سوم

حجم نمونه	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	سطح معنی داری
۳۵۰	۰/۲۰۱	۰/۰٤۱	۰/۰۳۸	۰/۰۰۰

طبق نگاره (۳) ضریب همبستگی پیرسون بین دو متغیر بازده آتی سهام و رشد سرمایه به کار رفته ۰/۲۰۱ است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه مثبت و معنی‌داری را بین دو متغیر بازده آتی سهام و رشد سود باقی‌مانده نشان می‌دهد، از آن جا که سطح معنی‌داری کمتر از پنج درصد است، فرض H_0 در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود و وجود همبستگی بین این دو متغیر تأیید می‌شود. بنابراین رشد سود باقی مانده شرکت باعث رشد بازده آتی سهام می‌شود. این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش بالاچاندران و موهان رام [١٤] همخوانی دارد.

آزمون فرضیه چهارم

بین بازده آتی سهام و رشد سرمایه به کار رفته رابطه معنی‌داری وجود ندارد. $H_0 : \rho = 0$

بین بازده آتی سهام و رشد سرمایه به کار رفته رابطه معنی‌داری وجود دارد. $H_1 : \rho \neq 0$

نگاره ٤. نتیجه آزمون فرضیه چهارم

حجم نمونه	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	سطح معنی‌داری
۳۵۰	-۰/۰۵۵	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۳۰۱

طبق نگاره (٤) ضریب همبستگی پیرسون بین دو متغیر بازده آتی سهام و رشد سرمایه به کار رفته ۰/۰۵۵- است، از آن جا که سطح معنی‌داری بیشتر از پنج درصد است، فرض H1 ما در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود و وجود همبستگی بین این دو متغیر تأیید نمی‌شود.

نتیجه و پیشنهادها

هدف از انجام این پژوهش بررسی رابطه بین رشد سود و بازده سهام با استفاده از یک معیار مناسب‌تر و کامل‌تر بود. معیار سود باقی مانده به دلیل در نظر گرفتن هزینه سرمایه به کار رفته، شاخص اندازه‌گیری بهتری نسبت به سود حسابداری است. در این پژوهش رابطه بین رشد سود و بازده جاری و آتی سهام با استفاده از مدل سود باقی مانده اصلاح شد و مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد، بین رشد سود باقی‌مانده و بازده جاری سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و همچنین رابطه بین رشد سرمایه به کار رفته و بازده جاری سهام منفی و معنادار می‌باشد. از طرفی بین رشد سود باقی‌مانده و بازده آتی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین رشد سرمایه به کار رفته و بازده آتی سهام رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین با توجه به نتایج حاصل و مرور ادبیات تحقیق، پیشنهادهایی به شرح زیر به مدیران شرکت‌ها، سازمان و کارگزاران بورس اوراق بهادار و سایر تصمیم‌گیران و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی ارائه می‌شود:

۱- به مدیران پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات تأمین مالی به معیار سود باقی‌مانده توجه بیشتری داشته باشند و وجوه فراهم شده توسط حقوق صاحبان سهام را به عنوان یک منبع آزاد و ارزان به حساب نیاورند، چرا که با افزایش هزینه سرمایه شرکت و

کاهش سود باقی مانده، بازده جاری و آتی سهام شرکت کاهش پیدا می‌کند.

۲ـ به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود تا شرایط الزام شرکت‌ها را به گزارش رقم سود باقی‌مانده به منظور ارائه اطلاعات مربوط‌تر به استفاده کنندگان صورت‌های مالی، بررسی نماید.

۳ـ به سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود در تصمیمات خود از مدل سود باقی مانده به عنوان معیاری کامل‌تر و اقتصادی‌تر نسبت به سود حسابداری، استفاده کنند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱ـ بررسی تأثیر نرخ تورم و سایر شاخص‌های کلان اقتصادی بر رابطه بین رشد سود و بازده سهام.

۲ـ انجام پژوهش حاضر در دوره زمانی طولانی‌تر و هم چنین محاسبه متغیرهای پژوهش بر اساس داده‌های فصلی.

۳ـ شناسایی و بررسی سایر متغیرهای مؤثر بر بازده سهام.

٤ـ انجام مطالعه دیگری در مورد بازده سهام به تفکیک در تالار اصلی و فرعی بورس اوراق بهادار یا به تفکیک نوع صنعت.

۵ ـ به دلیل اینکه در پژوهش حاضر بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، شرکت‌های سرمایه گذاری و واسطه‌گری مالی از جامعه ما حذف شده‌اند لذا نتیجه این پژوهش قابل تعمیم به آن شرکت‌ها نمی‌باشد. توصیه می‌شود پژوهشی با همین عنوان برای این گونه شرکت‌ها انجام شود.

منابع

۱- احمدی، محمد. (۱۳۹۰). آمادگی آزمون اصول بازار سرمایه، جلد اول، تهران: انتشارات آریانا قلم.

۲- ثقفی علی و مهدی سدیدی. (۱۳۸٦). تأثیر محافظه کاری حسابداری بر کیفیت سود و بازده سهام، *مطالعات حسابداری*، ش ۱۸، صص ۱-۲٤.

۳- ثقفی، علی و محمد علی آقایی. (۱۳۷۳). رفتار سود حسابداری، *بررسی‌های حسابداری*، پاییز، ش ۹، صص۵-۲۱.

٤- حافظ نیا، محمدرضا. (۱۳۸۸). مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، تهران: انتشارات سمت.

۵- حقیقت حمید و سید مصطفی علوی. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین شفافیت سود حسابداری و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ش ۱۵، صص۱-۱۲.

٦- راس، استفان. (۱۳۸۹). *مدیریت مالی نوین جلد دوم*، علی جهانخانی، تهران: انتشارات سمت.

۷- قدیری مقدم ابوالفضل، اسماعیل عنایتی و افشین حسن زاده. (۱۳۸٦). بررسی کارایی شاخص RI در ارزیابی شرکت‌های عضو بورس در مقایسه با نسبت‌های ROI، ROE، P/B، P/E، *فصلنامه مدیریت صنعتی دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد سنندج*، ش ۳، صص ٤۹-٦۷.

۸- محمود آبادی حمید و انور بایزیدی. (۱۳۸۷). مقایسه قدرت توضیحی مدل‌های ارزیابی سود باقی مانده و رشد غیرعادی سود در تعیین ارزش شرکت‌ها، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۳۸۷، ش ٥٤، صص ۱۰۱-۱۱٦.

۹- مهدوی غلامحسین و نجیمه رستگاری. (۱۳۸٦). محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی برای پیش‌بینی سود، *فصلنامه علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز*، ش ۵۰، صص ۱۳۷-۱۵٦.

۱۰- مهرانی ساسان و کاوه مهرانی. (۱۳۸۲). رابطه بین نسبت‌های سود آوری و بازده سهام در بازار بورس تهران، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ۳۳، صص ۹۳-۱۰۵.

۱۱- مهرانی ساسان، آقایی محمد علی و فریدون مرادی. (۱۳۸٦). رابطه بین اطلاعات حسابداری و بازده سهام، *فصلنامه بصیرت*، ش ۳۸، صص۹۳-۱۱۳.

۱۲- نوروش ایرج و بیتا مشایخی. (۱۳۸۸). محتوای فزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ۱۷، صص ۱۳۱-۱۵۰.

13- Anthony, R. N (1973). Accounting for the cost of equity. *Harvard Business Review* , Vol 51, No 6, Pp 88-102.

14- Balachandran, S. , & Mohanram, P(2012). Using residual income to refine the relationship between erarnings growth and stock returns. *Review of Accounting Studies*, Vol 17, No 1, Pp 134-165.

15- Ball, R. & ,Brown, P (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research,* Vol 6, No 2, Pp 159-178.

16- Beneish, M. D. , Lee, C. M. & ,Tarpley, R. L (2001). Contextual Fundamental Analysis Through the Prediction of Extreme Returns. *Review of Accounting Studies* , Vol 6, No 2-3, Pp 89-165.

17- Biddle, G. C. , Bowen, R. M. , & Wallace, J. S. (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Association with Stock Returns and Firm Value. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 24, No 3, Pp 301-336.

18- Billett, M. T. , Flannery, M. J. & , Garfinkel, J. A (2006). Are Bank Loans Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Bank Borrowers. *Journal of financial and quantitative analysis,* Vol 41, No 4, Pp 733-751.

19- Calabrese, v. j. (1999). Economic Value Added: Finance 101 on Steroids, *Journal of Bank Cost & Management Accounting*, Vol 12, No 1, Pp 3-34.

20- Chen, S. & ,Dodd, J. L. (2001). Operating Income, Residual Income and EVA(TM):which Metric Is More Value Relevant ?*Journal of Managerial Issues*, Vol 13, No 1, Pp 65-87.

21- Easton, P. & , Haris, H. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, Vol 29, No 1, Pp 19-36.

22- Easton, P. , Haris, T. , & Ohlson, J(1992). Aggregate accounting earnings can explain most of security returns:the case of long return intervals. *Journal of Accounting and Economics* , VOL 15, No 2-3, PP 119-142.

23- Eberhart, A. C. & ,Siddique, A (2002). The Long-Term Performance of Corporate Bonds (and Stocks) Following Seasoned Equity Offerings. *The Review of Financial Studies*, Vol 15, No 5, Pp 1385-1406.

24- Financial Acoounting Standards Boards (1978). Objectives of financial reporting by businesess enterprises, statement of financial accounting concepts, No 1, pp 1-28.

25- Huang, Y. & , Zhang, G (2012). An Examination of the Incremental Usefulness of Balance-Sheet Information Beyond Earnings in Explaining Stock Returns. *Journal of Accounting,Auditing & Finance*, Vol 27, No 2, Pp 267-293.

26- Loughran, T. & ,Ritter, J. R (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *The journal of finance*, Vol 52, No 5, Pp 1823-1850.

27- Titman, S. , John Wei, K. C. & ,Xie, F. (2004). Capital Investments and Stock Returns. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol 33, No 9, Pp 677-700.

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۵/۷
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۱/٦
صص ۷٤- ۵۷

بررسی تاثیر انگیزه‌های شخصی مدیران بر عدم تقارن هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران

عبد الله خانی*[۱] هادی امیری محمدعلی شامحمدی*****

*استادیار حسابداری دانشگاه اصفهان
dr.a. khani@gmail.com
**استادیار اقتصاد دانشگاه اصفهان
amiri1705@gmail.com
*** کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان
m_ali1527@yahoo.com

چکیده

فرض اساسی در حسابداری صنعتی این است که تغییرات هزینه در رابطه با افزایش و کاهش سطح فعالیت، متقارن باشد، اما پژوهش‌های اخیر، بیانگر رفتار نامتقارن هزینه‌ها هنگام نوسان‌های تقاضاست. در این پژوهش با در نظر گرفتن عوامل سنتی (عوامل اقتصادی) مؤثر بر چسبندگی هزینه‌ها، انگیزه‌های شخصی مدیران در قالب عوامل نمایندگی مؤثر بر عدم تقارن هزینه‌ها، مورد آزمون قرار گرفته است. جامعه آماری این پژوهش شامل ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ هستند. نتایج این پژوهش حاکی از تاثیر معنادار متغیرهای نمایندگی بر عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش است. از این رو، عدم تقارن هزینه‌ها به علت مساله نمایندگی رابطه مثبتی با انگیزه‌های شخصی و حکومتی مدیران دارد.

واژه‌های کلیدی: رفتار هزینه، چسبندگی هزینه، عدم تقارن هزینه، مساله نمایندگی، حکمت طلبی مدیر.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: اصفهان، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، گروه حسابداری

مقدمه

گرایش هزینه‌ها به چگونگی واکنش هزینه‌ها در برابر تغییر سطح فعالیت اشاره دارد. فرض اساسی در مدل سنتی رفتار هزینه این است که روابط بین هزینه و سطح فعالیت برای افزایش و کاهش، متقارن باشد. به عبارت دیگر، هزینه‌های متغیر، متناسب با تغییرات سطح فعالیت تغییر می‌کنند [۹]، در حالی که در مدل نوین رفتار هزینه، چسبندگی هزینه [1] رخ می‌دهد. چسبندگی هزینه به معنی افزایش بیشتر در هزینه هنگام افزایش سطح فعالیت، نسبت به کاهش هزینه‌ها هنگام کاهش سطح فعالیت است [٤و٧].

چسبندگی هزینه یکی از ویژگی‌های رفتار هزینه‌ها نسبت به تغییرات سطح فعالیت است. این ویژگی رفتار هزینه، با مدل نوین رفتار هزینه سازگار است. در واقع، چسبندگی هزینه‌ها به این علت رخ می‌دهد که اختلافات نامتقارنی در تعدیل منابع وجود دارد. به عبارت دیگر، عواملی که در تعدیل منابع دخیل هستند، از تعدیل کاهش منابع ممانعت به عمل می‌آورند یا موجب کاهش سرعت انجام تعدیلات کاهش در مقایسه با تعدیلات افزایش می‌شوند [۸]. چسبندگی هزینه‌ها زمانی روی می‌دهد که به هنگام کاهش تقاضا، مدیران برای اجتناب از هزینه‌های تعدیل، تصمیم به حفظ منابع بلااستفاده می‌گیرند (نظریه اقتصادی چسبندگی هزینه‌ها). بنابراین، از جمله دلایل عدم تمایل مدیریت برای کاهش هزینه‌ها به دنبال کاهش فعالیت را می‌توان عدم اطمینان مدیران در خصوص تداوم کاهش، سیاست‌های سازمانی یا ترس از لکه‌دار شدن عمومی شرکت، ملاحظات شخصی آنها و ... بیان کرد. هر کدام از این عوامل در شرایط خاص باعث ایجاد چسبندگی هزینه‌ها خواهند شد.

در نظریه نوین چسبندگی هزینه‌ها، به جای بررسی رفتار متغیرهای اقتصادی، رفتار مدیران با عنوان عدم تقارن هزینه [2] مورد پژوهش و بررسی قرار گرفت. بر اساس پژوهش‌های انجام شده، دلایل چسبندگی هزینه‌ها را می‌توان به دو دسته اصلی انگیزه‌های شخصی مدیران در قالب عوامل نمایندگی موثر بر عدم تقارن هزینه‌ها و تصمیمات سنجیده مدیران در قالب عوامل اقتصادی موثر بر چسبندگی هزینه‌ها، تقسیم کرد [۱۵]. تصمیم مدیریت مبنی بر نگه داشتن منابع اضافی یا اجتناب از هزینه‌های تعدیل، ممکن است ناشی از منافع شخصی مدیران باشد؛ منافعی که می‌تواند با منافع سهامداران در تضاد باشد. به این تضاد منافع در تئوری نمایندگی توجه شده است. اندرسون و همکاران [3] [۷] حدس زده‌اند که بخشی از عدم تقارن هزینه‌ها، ممکن است به هزینه‌های نمایندگی مربوط باشد. این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر عوامل نمایندگی بر عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش (SG&A[4])، با فرض وجود عوامل اقتصادی است که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفته است.

از طرف دیگر، در ادبیات مربوط به مساله نمایندگی، نظریه‌ای با عنوان امپراتورسازی [5] و کوچک

[1] Cost Stickiness

[2] Cost Asymmetry
[3] Anderson & etal
[4] Selling, General, and Administrative Costs
[5] Empire Building

سازی [1] سازمان وجود دارد؛ به این معنا که مدیر تمایل به بزرگ شدن اندازه شرکت برای بسط فرمانروایی خود دارد [۱۶]. بنابراین، در هنگام کاهش سطح تقاضای شرکت، در مقابل کاهش هزینه‌ها مقاومت می‌نماید. از این رو، نسبت تغییر هزینه در هنگام افزایش سطح تقاضا، با هنگام کاهش سطح تقاضا یکسان نبوده، این امر می‌تواند بر عدم تقارن هزینه تاثیر بگذارد [۱۷و۲۹].

ادبیات حسابداری تنها برروی هزینه‌های اداری، عمومی و فروش تمرکز نکرده است، اما آن را یکی از عوامل پشتیبان ارزیابی می‌کند؛ بدین معنی که مدیران به وسیله چسبندگی هزینه‌های اداری، عمومی و فروش در مقابل کوچک شدن اندازه شرکت مقاومت می‌کنند [۱۳ و ۱۹]. نتایج پژوهش‌های صورت گرفته بیان می‌کند که مساله نمایندگی مکملی از عوامل اقتصادی در توضیح تغییرات مقطعی عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش است. از این رو، دلایل رفتاری که از آن پس، با عنوان عدم تقارن هزینه بیان می‌شود، می‌تواند باعث رفتار نامتقارن هزینه‌ها شود؛ حتی این عامل می‌تواند قوی‌تر از عامل اقتصادی در تعیین رفتار هزینه باشد. این امر نشان دهنده رابطه مثبت بین حکومت طلبی مدیران و رفتار نامتقارن هزینه است و با افزایش این رفتار مدیران، عدم تقارن هزینه افزایش می‌یابد [۱۷ و ۲۹] (نظریه انگیزه‌های شخصی مدیران).

پیشینه پژوهش

پژوهش‌های داخلی

خانی و شفیعی (۱۳۹۱) عدم تقارن یا چسبندگی هزینه‌های فروش، عمومی و اداری را در قالب محتوای اطلاعاتی آن بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد زمانی که تغییرات هزینه مذکور نسبت به تغییرات سطح فعالیت در کنترل مدیریت و با هدف خلق دارایی نامشهود باشد، بیان کننده کارایی عملیاتی در زمینه رقم هزینه مذکور خواهد بود [۱].

کردستانی و مرتضوی (۱۳۹۱) تاثیر تصمیمات سنجیده مدیران را بر چسبندگی هزینه‌ها بررسی کردند. برای این منظور از پیش‌بینی فروش توسط مدیریت به عنوان نشانه انتظارات مدیریت استفاده شده و فرضیه تصمیمات سنجیده در مورد هزینه‌ها را به‌طور تجربی آزمون کردند. نتایج نشان می‌دهد، مدیران درصدد جلوگیری از وقوع زیان‌های ناشی از دست رفتن فرصت‌ها هستند و چون تحصیل و آماده‌سازی مجدد منابع، نیازمند زمان و هزینه مضاعف است، در صورت پیش‌بینی افزایش فروش آتی، منابع را حفظ می‌کنند تا از بازگشت فروش به سطح قبلی، حداکثر مزیت را کسب کنند و هر چه خوش‌بینی مدیریت بیشتر باشد، منابع بیشتری حفظ می‌شود.

بنابراین، پیش‌بینی افزایش فروش آتی توسط مدیریت، موجب افزایش چسبندگی هزینه‌ها می‌شود [۲].

نمازی و همکاران (۱۳۹۱) به تحلیل بنیادی رفتار چسبنده هزینه‌ها و بهای تمام شده با تأکید بر دامنه تغییرات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در

[1] Downsizing

این پژوهش رفتار چسبنده هزینه‌ها در ازای سطوح مختلف تغییرات درآمد فروش و رفتار چسبنده هزینه‌های اداری، عمومی و فروش، بهای تمام شده و مجموع این دو بررسی و تحلیل شده است. نتایج بیانگر وجود رفتار چسبنده برای هزینه‌های اداری، عمومی و فروش، بهای تمام شده و مجموع این دو هزینه است [۵].

کردستانی و مرتضوی (۱۳۹۱) به شناسایی عوامل تعیین کننده چسبندگی هزینه‌های شرکت‌ها پرداختند.

در این پژوهش، وارونگی چسبندگی هزینه‌ها در دوره پس از کاهش فروش، طول دوره مطالعه، استمرار کاهش فروش، رشد اقتصادی، میزان دارایی‌ها و تعداد کارکنان، به عنوان عوامل احتمالی مؤثر بر چسبندگی هزینه‌ها در نظر گرفته شده است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که در صورت کاهش فروش، مدیران تصمیمات مربوط به کاهش یا عدم کاهش منابع مربوط به فعالیت‌های اداری، عمومی و فروش را به تعویق می‌اندازند تا اطلاعات بیشتری برای ارزیابی به‌دست آورند [۳].

نمازی و دوانی‌پور (۱۳۸۹) به بررسی تجربی رفتار چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش هزینه‌های اداری، عمومی و فروش به عنوان شاخص نشان دهنده چسبندگی بررسی شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد میزان افزایش در هزینه‌ها هنگام افزایش در سطح فعالیت، بیشتر از میزان کاهش در هزینه‌ها هنگام کاهش در سطح فعالیت است. افزون بر این نتایج نشان می‌دهد، شدت چسبندگی هزینه‌ها در دوره‌هایی که در دوره قبل از آن کاهش درآمد رخ داده، کمتر است. همچنین، شدت چسبندگی هزینه‌ها برای شرکت‌هایی که نسبت جمع دارایی‌ها به فروش بزرگتری دارند، بیشتر است [٤].

پژوهش‌های خارجی

چن و همکاران[1] (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "تاثیر مساله نمایندگی، حاکمیت شرکتی و رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش" به این نتیجه رسیدند که میزان عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش به علت وجود مساله نمایندگی، رابطه مستقیمی با انگیزه‌های حاکمیتی مدیران دارد.

علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که حاکمیت شرکتی قوی، رابطه مستقیم بین مساله نمایندگی و میزان عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش را کاهش می‌دهد [۱۵].

بنکر و همکاران[2] (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "رفتار چسبندگی هزینه: تئوری و شواهد" مدل جایگزینی برای رفتار هزینه ارائه کردند و به این نتیجه رسیدند که مدیران در زمان عدم اطمینان تقاضا، به تعدیلات تدریجی دست می‌زنند و این به رفتار نامتقارن هزینه نسبت به تغییرات فروش منجر می‌شود. در نتیجه، در مدل جایگزین رفتار هزینه برای تعیین رفتار هزینه علاوه بر تغییرات فروش فعلی به فروش مورد انتظار، روند تقاضای گذشته و جهت تغییر تقاضا در دوره فعلی توجه می‌شود، در حالی که این موارد در مدل سنتی رفتار هزینه نادیده گرفته می‌شود [۹].

[1] Chen & etal
[2] Banker & etal

بنکر و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "خوش‌بینی مدیریت و رفتار هزینه" استدلال می‌کنند که، رفتار هزینه به طور اتوماتیک تابعی از حجم فروش نیست، بلکه ممکن است مدیران زمانی که در مورد تقاضای آینده اطمینان ندارند، کاهش در هزینه‌ها را به تاخیر اندازند. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که پیش‌بینی‌های فروش تحلیلگران، رشد تولید ناخالص داخلی، حجم کارهای سفارش شده عقب افتاده و تغییرات متوالی هم جهت فروش در قضاوت مدیران مبنی بر عدم اطمینان از آینده تاثیر می‌گذارد. در نتیجه، هرچه خوش‌بینی (بدبینی) مدیران بیشتر باشد، چسبندگی هزینه بیشتر (کمتر) گزارش می‌شود [۱۱].

ویس[1] (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی رفتار نامتقارن هزینه ها و اثر آن بر پیش‌بینی سود تحلیلگران پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که دقت پیش‌بینی سود توسط تحلیلگران در شرکت‌هایی که هزینه‌های چسبنده‌تری دارند، کمتر است و چسبندگی هزینه‌ها بر اولویت‌های تحلیلگران و نظر سرمایه‌گذاران درباره ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد [۳۵].

اندرسون و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "درک مدیریت هزینه: از شواهد تجربی در مورد چسبندگی هزینه چه جنبه‌ای می‌توان یاد گرفت؟" به مرور مبانی نظری، آزمون‌های تجربی و داده‌های به کار گرفته شده در ادبیات چسبندگی هزینه پرداختند و استدلال کردند که رفتار چسبندگی هزینه، بین نظریه‌های مدیریتی و مکانیکی مدیریت هزینه، تبعیضی قائل نیست. آن‌ها همچنین بر هزینه‌های تعدیل شده برای تاثیر تصمیمات مدیریت هزینه در پیوند با رفتار چسبندگی هزینه تمرکز کرده و به این نتیجه رسیده‌اند که رفتار هزینه با مدیریت هزینه سازگار است [۸].

اندرسون و همکاران (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان "رفتار هزینه‌ها و تجزیه و تحلیل اساسی هزینه‌های اداری، عمومی و فروش" به تخمین مدل پیش‌بینی سود پرداختند. در این پژوهش، افزایش آگاهانه هزینه‌های اداری، عمومی و فروش بر مبنای انتظارات مدیران، مبنی بر اینکه درآمدها در دوره‌های آتی افزایش خواهد یافت، به عنوان نماینده هزینه‌های چسبنده مطرح شده است. نتایج حاصل از پژوهش، حاکی از آن است که در زمان کاهش فروش به جای این که هزینه‌ها متناسب با فروش کاهش یابد، نسبت هزینه‌ها به فروش را افزایش می‌دهد. همچنین، سودهای آتی در دوره‌هایی که درآمدها کاهش می‌یابد، دارای ارتباط مثبتی با تغییرات نرخ هزینه‌های اداری، عمومی و فروش است [٦].

بنکر و چن[2] (۲۰۰٦) طی پژوهشی، با در نظر گرفتن چسبندگی هزینه‌ها، به طراحی و آزمون مدلی برای پیش‌بینی سود پرداختند. نتایج نشان داد که استفاده از مدل مبتنی بر رفتار نامتقارن هزینه‌ها، دقت بالاتری نسبت به سایر مدل‌های پیش‌بینی سود دارد [۱۰].

کلجا و همکاران[3] (۲۰۰٦) در پژوهشی به بررسی چسبندگی هزینه‌های عملیاتی در چند کشور پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها رفتار چسبنده هزینه‌ها

[1] Weiss

[2] Banker & Chen

[3] Calleja & etal

را تایید کرد و نتایج نشان داد که نوع صنعت، نوع شرکت و ساختار حاکمیت آن‌ها با چسبندگی هزینه در ارتباط است [١٤].

اندرسون و همکاران (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی چسبندگی هزینه‌های اداری، عمومی و فروش، و مقایسه مدل سنتی رفتار هزینه که در آن هزینه‌ها با توجه به سطح فعالیت به طور متناسب تغییر می‌کنند، با مدلی متناوب که در آن چسبندگی هزینه‌ها با توجه به دستکاری مدیریت در منابع رخ می‌دهد، پرداختند.

آن‌ها به این نتیجه رسیدند که انجام برآوردها بدون در نظر گرفتن چسبندگی هزینه‌ها منجر به این می‌شود که رفتار هزینه‌ها نسبت به افزایش سطح فعالیت‌ها کمتر و رفتار هزینه‌ها نسبت به کاهش سطح فعالیت‌ها، بیشتر تخمین زده شود. همچنین، میزان چسبندگی هزینه‌های اداری، عمومی و فروش با افزایش طول دوره مطالعه و طول دوره کاهش فروش، کاهش و با افزایش رشد اقتصادی، میزان دارایی‌ها و تعداد کل کارکنان، افزایش می‌یابد [۷].

فرضیه‌های پژوهش

جریان وجه نقد آزاد و عدم تقارن هزینه

اثر جریان وجه نقد آزاد بر عدم تقارن هزینه، بر اساس میزان تمایل مدیران به حکومت طلبی، به علت وجود مساله نمایندگی بیان می‌شود. زمانی که جریان وجه نقد آزاد در شرکت زیاد باشد، احتمالا مدیران این وجوه نقد مازاد را صرف هزینه‌های غیر ضروری می‌کنند. بنابراین، انگیزه حکومت طلبی مدیران به وسیله جریان وجه نقد آزاد، باعث عدم تقارن هزینه‌ها می‌شود. از طرفی، پرداخت سود سهام به عنوان یکی از ابزارهای مؤثری تلقی می‌شود که می‌تواند به وسیله مدیران، برای کاهش تعارض‌های نمایندگی در شرکت به کار گرفته شود [۱۲]، زیرا پرداخت سود سهام باعث کاهش جریان وجه نقد مازاد و هدر رفتن آن می‌شود [۲۷]. با توجه به موارد ذکر شده می‌توان فرضیه اول را به صورت زیر مطرح کرد:

فرضیه اول: با افزایش جریان وجه نقد آزاد شرکت، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش افزایش می‌یابد.

دوره تصدی مدیر عامل شرکت و عدم تقارن هزینه

دوره تصدی مدیر عامل، بیان کننده تعداد سال‌هایی است که مدیریت در سمت خود بوده است.

در مورد دوره تصدی مدیر عامل، استدلال می‌شود که مدیر عامل در جایگاهی است که ترکیب هیأت مدیره را کنترل می‌کند و بنابراین، توانایی نظارت توسط هیأت مدیره را کاهش می‌دهد [۲۳و۲۱]. یکی از راه‌های شناسایی این موضوع، از طریق طول مدت خدمت او با عنوان مدیر عامل است. از آنجایی که در صورت افزایش تصدی مدیر عامل، جایگاه مدیر عامل ممکن است ثبات و قدرت بیشتری پیدا کند، بنابراین احتمال کمتری دارد منافع سهامداران را دنبال کند [۲۱]. همچنین، بین مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره و مدیریت سود رابطه معنی‌دار مثبت وجود دارد. با افزایش دوره تصدی مدیریت، بحث افزایش حکومت طلبی مدیران(امپراتوری سازی) مطرح می‌شود. این رفتار مدیریت، عدم تقارن هزینه‌ها

را به وجود می‌آورد. بنابراین، فرضیه دوم را می‌توان به صورت زیر مطرح کرد:

فرضیه دوم: با افزایش دوره تصدی مدیر عامل شرکت، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش افزایش می‌یابد.

افق فکری مدیر عامل شرکت و عدم تقارن هزینه

افق فکری مدیر عامل از طریق مقایسه تغییرات مدیر عامل یک شرکت در دو سال پیاپی محاسبه می‌شود. مدیران برای ایجاد امپراتوری انگیزه دارند، زیرا آن‌ها انتظار دارند در صورت افزایش اندازه شرکت، پاداش بیشتر و مقام بالاتری کسب کنند [۳۲، ۲۵ و ۳۳]. از آنجایی که مزایای انباشته مورد انتظار از قبیل پاداش و مقام با افق مدیران افزایش می‌یابد (یعنی تعداد سال‌هایی که مدیر انتظار دارد در شرکت باقی بماند)، انگیزه‌های امپراتوری باید با افق مدیر افزایش یابد. دیچو و اسلون [۲۰] دریافتند که مدیران در خلال سال‌های آخر مدیریتشان در شرکت مخارج پژوهش و توسعه کمتری خرج می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود مدیرانی که در سال‌های آخر خدمتشان هستند، به احتمال کمتری امپراتوری سازند و به احتمال زیاد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش را کاهش می‌دهند. بنابراین، عدم تقارن هزینه در سال تغییر مدیر عامل و یا بلافاصله قبل از تغییر مدیر عامل، کاهش می‌یابد. با توجه به موارد ذکر شده می‌توان فرضیه سوم را به صورت زیر مطرح کرد:

فرضیه سوم: با افزایش افق فکری مدیر عامل شرکت، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش کاهش می‌یابد.

میزان پاداش پرداختی به مدیر عامل و عدم تقارن هزینه

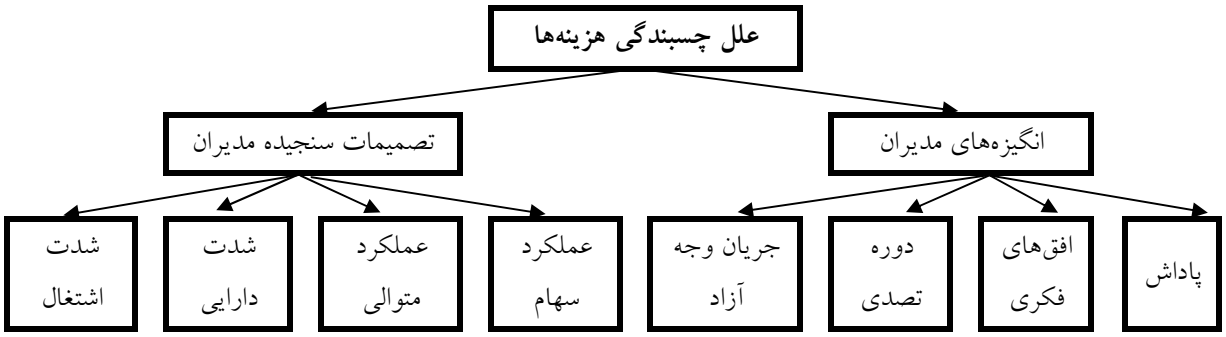
با توجه به ادبیات امپراتوری سازی، مدیران مایل به رشد بیش از اندازه مطلوب سهامداران یا نگه‌داشتن منابع بدون استفاده، با هدف افزایش مطلوبیت شخصی خود هستند. مطلوبیت شخصی مدیر می‌تواند به شکل به دست آوردن اعتبار، مقام، قدرت یا پاداش باشد [۳۴،۲۴،۳۰و۲۲]. ساختار طرح پاداش مدیران، انگیزه‌های امپراتوری سازی آن‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. کانیاینن[1] [۲۶] دریافت که تحت مفروضات کاهش ریسک‌گریزی مطلق، انگیزه‌های امپراتوری سازی یک مدیر زمانی که پاداش او توسط یک درآمد ثابت پوشش داده می‌شود، ضعیف هستند. نتایج پژوهش کانیاینن نشان می‌دهد که قراردادهای انگیزشی در واقع انگیزه‌های بیشتری برای امپراطوری سازی ایجاد می‌کند. بر اساس این دیدگاه، پیش‌بینی می‌شود زمانی که درصدهای پرداخت پاداش مدیر عامل شرکت در معرض ریسک (غیرثابت) قرار بگیرد، مدیران باید مشوق‌های امپراتوری سازی بیشتر داشته باشند، که به عدم تقارن هزینه بیشتری منجر می‌شود. در مقابل، با افزایش میزان پرداختی‌های ثابت به مدیر عامل، عدم تقارن هزینه کاهش می‌یابد [۲۶].

مطابق با استدلال کانیاینن، بنکر و همکاران [۹] پرداخت (پاداش) نقدی دارای رابطه منفی با تغییر در هزینه‌های اداری، عمومی و فروش است. بنابراین، فرضیه چهارم را می‌توان به صورت زیر مطرح کرد:

[1] Kanniainen

فرضیه چهارم: با افزایش میزان پاداش پرداختی به مدیر عامل شرکت، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش کاهش می‌یابد.

شکل ۱. عوامل مؤثر بر چسبندگی هزینه‌ها



روش پژوهش

در این پژوهش به بررسی و تحلیل تاثیر متغیرهای مساله نمایندگی بر عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش، با فرض وجود عوامل اقتصادی پرداخته شده است. بنابراین، پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌ها شبه تجربی و روش‌شناسی آن از نوع پس رویدادی است. همچنین، به علت اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، سهامداران، حسابرسان، مدیریت بورس اوراق بهادار و تحلیلگران مالی استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. داده‌های مورد نیاز این پژوهش، مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت هاست که از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار[1] و با استفاده از نرم افزارهای تدبیر پرداز و ... جمع آوری و بررسی شده است. همچنین، برای طبقه‌بندی و مرتب کردن داده‌ها، تجزیه و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزارهای Excel، Eviews 7 و Stata 12 استفاده شده است.

جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ (دوره یازده ساله) هستند. با توجه به این که در آزمون فرضیه‌ها، برای تعیین متغیر عملکرد متوالی نیاز به داشتن میزان فروش دو سال قبل بوده، داده‌ها از سال ۱۳۷۷ جمع‌آوری شده است.

به علت ماهیت این پژوهش که مستقیما به بررسی اثر مساله نمایندگی بر رفتار نامتقارن هزینه‌ها می‌پردازد، از این جامعه، شرکت‌های دارای شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند:

۱- سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۲- جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه گذاری ها و لیزینگ) نباشد.

۳- کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.

[1] Www.Rdis.Ir

٤- شرکت‌ها در دوره مورد نظر، سال مالی خود را تغییر نداده و توقف فعالیت نداشته باشند.

با توجه به محدودیت‌های بیان شده، از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۱۰۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

مدل‌های آماری پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش از مدل چن و همکاران [۱۵] که بسط مدل آندرسون و همکاران [۷] است، استفاده شده است.

برای آزمون هر چهار فرضیه که حاکی از تاثیر متغیرهای مساله نمایندگی بر عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش است، از رابطه (۱) استفاده شده است [۱۵]:

رابطه (۱)

$$\log\left(\frac{SG\&A_{i,t}}{SG\&A_{i,t-1}}\right) = \beta_0 + \beta_1 \log\left(\frac{Sales_{i,t}}{Sales_{i,t-1}}\right) + \beta_2 DecDummy.\log\left(\frac{Sales_{i,t}}{Sales_{i,t-1}}\right) + \beta_3 DecDummy.\log\left(\frac{Sales_{i,t}}{Sales_{i,t-1}}\right).AgencyVar_{m,i,t} + \sum_{p=4}^{7}\beta_p DecDummy.\log\left(\frac{Sales_{i,t}}{Sales_{i,t-1}}\right).EconVar_{p,i,t} + \beta_8 AgencyVar_{q,i,t} + \sum_{s=9}^{12}\beta_s\, EconVar_{s,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل از سه دسته متغیر وابسته، مستقل و کنترلی استفاده می‌شود:

$\log\left(\frac{SG\&A_{i,t}}{SG\&A_{i,t-1}}\right)$ (نرخ رشد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش): رشد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش شرکت i در دوره t را نشان می‌دهد و به صورت لگاریتم طبیعی نسبت این هزینه‌ها در دوره t به همان هزینه‌ها در دوره t-1 در نظر گرفته شده است.

$\log\left(\frac{Sales_{i,t}}{Sales_{i,t-1}}\right)$ (نرخ رشد فروش): رشد فروش شرکت i در دوره t را نشان می‌دهد و به صورت لگاریتم طبیعی نسبت خالص فروش در دوره t به خالص فروش همان شرکت در دوره t-1 محاسبه شده است.

$DecDummy_{i,t}$ (متغیر مصنوعی کاهش فروش): متغیر مصنوعی است که اگر فروش شرکت i در دوره t نسبت به فروش همان شرکت در دوره t-1 کاهش داشته باشد، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

$AgencyVar_{m,i,t}$ (متغیرهای مساله نمایندگی): متغیرهای مساله نمایندگی (m=1,2,3,4) مرتبط با شرکت i در دوره زمانی t شامل جریان وجه نقد آزاد (m=1)، دوره تصدّی مدیر عامل (m=2)، افق‌های فکری مدیر عامل (m=3) و پاداش مدیر عامل (m=4) است [۷]، که به عنوان متغیر مستقل در ادامه به توضیح آن‌ها پرداخته شده است:

$AgencyVar_{1,i,t}$:: عبارت است از جریان وجه نقد آزاد[1] (FCF)، که از طریق رابطه (۲) به‌دست می‌آید:

رابطه(۲)

$$FCF_{i,t} = \frac{CFO_{i,t} - CPD_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

$FCF_{i,t}$: جریان وجه نقد آزاد که بیانگر جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی منهای سود سهام

[1] Free Cash Flow

تقسیمی برای سهام عادی و تقسیم نمودن نتیجه آن بر مجموع دارایی‌هاست [۲۸و۱۸].

$CFO_{i,t}$: جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی[1]

$CPD_{i,t}$: سود سهام تقسیمی برای سهام عادی[2]

$TA_{i,t}$: مجموع دارایی‌ها[3]

$AgencyVar_{2,i,t}$: عبارت است از دوره تصدّی مدیر عامل[4] که برابر با تعداد سال‌هایی است که مدیر عامل در سمت خود بوده است.

$AgencyVar_{3,i,t}$: عبارت است از افق‌های فکری مدیر عامل[5] که مقدار آن برابر یک، اگر مدیر عامل در طول سال مالی یا در دوره قبل تغییر کند و در غیر این صورت صفر است.

$AgencyVar_{4,i,t}$: عبارت است از پاداش مدیر عامل[6] که برابر با نسبت پاداش تقسیم بر مجموع کل پرداختی در طول سال t است که مجموع کل پرداختی شامل حقوق و دستمزد و پاداش است.

$EconVar_{p,i,t}$ (متغیرهای اقتصادی): چهار عامل اقتصادی (p=1,2,3,4) مرتبط با شرکت i در دوره زمانی t که به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده [۷] و شامل متغیرهای زیر است:

$EconVar_{1,i,t}$: عبارت است از شدت اشتغال[7] و برابر با نسبت مجموع تعداد کارکنان به درآمد فروش است.

$EconVar_{2,i,t}$: عبارت است از شدت دارایی[8] و برابر با نسبت مجموع دارایی‌ها به درآمد فروش است.

$EconVar_{3,i,t}$: عبارت است از عملکرد متوالی[9] که مقدار آن برابر یک، اگر فروش شرکت i در دوره t-1 کوچکتر از فروش همان شرکت در دوره t-2 باشد و در غیر این صورت صفر است.

$EconVar_{4,i,t}$: عبارت است از عملکرد سهام[10] که برابر با بازده سهام شرکت i در دوره t است که بر اساس رابطه (۳) محاسبه شده است:

رابطه (۳)

$$RETM_{i,t} = \frac{(1+\alpha)P_{i,t} - P_{i,t-1} - \alpha\beta + (1+\alpha)D_{i,t}}{P_{i,t-1} + \alpha\beta}$$

$RETM_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در طول ۱۲ ماه در دوره t است که با استفاده از قیمت بازار سهام شرکت در اول و آخر هر دوره و نیز منافع مالکیت سهامدار در آن دوره، به صورت ماهانه است و در آن:

$P_{i,t}$: قیمت سهم شرکت i در دوره t

$P_{i,t-1}$: قیمت سهم شرکت i در دوره t-1

$D_{i,t}$: سود نقدی هر سهم شرکت i در دوره t

α: درصد سهام جایزه شرکت i

β: مبلغ اسمی هر سهم شرکت i

در رابطه (۱) ارزش متغیر $DecDummy_{i,t}$ در زمان افزایش سطح فروش صفر است، بنابراین، ضریب $\beta 1$ درصد افزایش در هزینه‌ها را در نتیجه ۱درصد افزایش درسطح فروش نشان می‌دهد. همچنین، از آنجا که ضریب متغیر $DecDummy_{i,t}$ در هنگامی‌که سطح فروش کاهش می‌یابد برابر ۱ است، بنابراین مجموع ضرایب $\beta 1+\beta 2$ بیانگر درصد کاهش در هزینه‌ها در نتیجه ۱ درصد کاهش در سطح فروش است. اگر

[1] Cash Flow From Operating Activities
[2] Common And Preferred Dividends
[3] Total Assets
[4] CEO Tenure
[5] CEO Horizon
[6] CEO Fixed Pay
[7] Employee Intensity
[8] Asset Intensity
[9] Successive Performance
[10] Stock Performance

هزینه‌ها چسبنده باشند، باید درصد افزایش در هزینه‌ها در دوره‌های افزایش سطح فروش بیشتر از درصد کاهش هزینه‌ها در دوره‌های کاهش سطح فروش باشد. به عبارت دیگر، باید $\beta1>0$ و $\beta2<0$ باشد. سایر ضرایب تاثیر، هر یک برای آزمون یکی از فرضیه‌های اول تا چهارم استفاده شده است؛ به این صورت که مثبت شدن ضرایب برآوردی هر یک از متغیرهای نمایندگی، باعث کاهش عدم تقارن هزینه‌ها و منفی شدن آن‌ها، باعث افزایش عدم تقارن هزینه‌ها می‌شود. بر این اساس، آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم انجام گردید.

آمار توصیفی

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
بخش اول: درآمد فروش و هزینه‌های SG&A					
درآمد فروش*	۱۳۱٤۷٦۷	۲۲٥۹٤۲	٦۱۱۳٦٤۱	۹۸۷۰۰۰۰۰	۱۰۹۳۷
هزینه‌های SG&A**	٥۹٤۰۹/٦٥	۱٤۲۲۸	۲۱۹۸٥٥/٦	۳۱۹۰۹۹٦	٤۰
هزینه‌های SG&A به درآمد فروش	۰/۰۷٤۷	۰/۰٦٤٦	۰/۰٥۲٥	۰/۸٤٦۱	۰/۰۰۰۷
بخش دوم: متغیرهای اقتصادی					
شدت اشتغال	۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۲۸	۰/۰۳۲۷	۰/۰۰۰۱
شدت دارایی	۱/٦۲۳٥	۱/۲۷۳۷	۱/٦۸۳۲	۲٦/۹۰٦۱	۰/۲٤۷٦
عملکرد متوالی	۰/۱۷٤٥	۰	۰/۳۷۹۸	۱	۰
عملکرد سهام***	٤۱/۹۹٦۳	۱٤/۲٤٥	۱۳۸/٥٤۰۳	۳٦۹۸/٥	-۸۲/٤٥
بخش سوم: متغیرهای نمایندگی					
جریان وجه نقد آزاد	-۰/۰۱	۰/۰۳٤۲	۰/۳۷۸٦	۰/٦۲۷۲	-۷/۷۲٤٥
دوره تصدی مدیر عامل	۳/۰۱٥٥	۲	۲/۲٦۹٥	۱۱	۱
افق فکری مدیر عامل	۰/۲۳٤٦	۰	۰/٤۲۳۹	۱	۰
پاداش پرداختی به مدیرعامل	۰/۰۳۱٥	۰	۰/۰۷٦٥	۰/٦۹٦۲	۰

(* و **: ارقام درآمد فروش و هزینه‌های SG & A به میلیون ریال)
(***: شاخص عملکرد سهام به درصد)

بخش اول از این نگاره آمار توصیفی درآمد سالانه و هزینه‌های اداری، عمومی و فروش برای نمونه آزمایشی ارائه می‌دهد. به طور متوسط، شرکت‌های نمونه دارای ۱۳۱٤۷٦۷ میلیون ریال در سال درآمد فروش سالانه (میانه = ۲۲٥۹٤۲ میلیون ریال) و ٥۹٤۰۹/٦٥ میلیون ریال هزینه‌های اداری، عمومی و فروش (میانه = ۱٤۲۲۸ میلیون ریال) است. همچنین متوسط ارزش هزینه اداری، عمومی و فروش به

عنوان درصدی از درآمد فروش ۷/۴۷٪ (میانه=۶/۴۶٪) است.

در بخش دوم نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای اقتصادی تشریح شده است. به طور متوسط، شرکت‌های نمونه از ۰/۰۰۲۸ (میانه = ۰/۰۰۱۹، انحراف معیار = ۰/۰۰۲۸) کارکنان و ۱/۶۲۳۵ میلیون ریال (میانه = ۱/۲۷۳۷، انحراف معیار = ۱/۶۸۳۲) دارایی برای حمایت از هر یک میلیون ریال درآمد فروش استفاده شده است. میانه شرکت‌ها در دو سال گذشته، کاهش فروش در دو سال متوالی را تجربه نکرده است (میانگین = ۰/۱۷۴۵ و انحراف معیار = ۰/۳۷۹۸) و متوسط عملکرد سهام ۴۱/۹۹۶۳ درصد (میانه = ۱۴/۲۴۵٪، انحراف معیار = ۱/۳۸۵۴)است.

بخش سوم از این نگاره آمار توصیفی متغیرهای نمایندگی شرکت را ارائه می‌دهد. به طور متوسط، جریان وجه نقد آزاد برای یک درصد کل دارایی‌ها محاسبه شده است(میانه = ۳/۴۲٪). همچنین، متوسط تعداد سال‌هایی که مدیرعامل شرکت‌ها در سمت خود مشغول فعالیت بوده‌اند، ۳/۰۱۵۵ سال (میانه= ۲) است. تنها ۲۳/۴۶ درصد از مشاهدات، مدیر عامل آن‌ها در سال مالی تغییر کرده‌اند. به طور متوسط، میزان پاداش ثابت پرداختی به مدیرعامل ۳/۱۵ درصد کل پرداختی‌هاست.

آزمون‌های انتخاب نوع مدل

برای انتخاب مدل مناسب از بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون F لیمر برای هر چهار فرضیه در نگاره (۲) ارائه شده است.

نگاره ۲. نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدا)

فرضیه صفر (H_0)	مدل‌های پژوهش	آماره F	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون	مدل انتخابی
یکسان بودن عرض از مبداها	فرضیه اول	۰/۵۸۵۲	(۹۸۶ و ۹۹)	۰/۹۹۹۵	H_0 رد نمی‌شود	تلفیقی
	فرضیه دوم	۰/۶۷۳۸	(۹۸۶ و ۹۹)	۰/۹۹۳۲	H_0 رد نمی‌شود	تلفیقی
	فرضیه سوم	۰/۵۸۹۹	(۹۸۶ و ۹۹)	۰/۹۹۹۴	H_0 رد نمی‌شود	تلفیقی
	فرضیه چهارم	۰/۶۰۷۸	(۹۸۶ و ۹۹)	۰/۹۹۹۰	H_0 رد نمی‌شود	تلفیقی

پس از انجام آزمون F لیمر، برای انتخاب از بین روش‌های آثار تصادفی یا ثابت برای برآورد مدل رگرسیون در روش داده‌های تابلویی، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. از آنجایی که مدل این پژوهش در هر چهار فرضیه از نوع تابلویی انتخاب نشده است، به انجام آزمون هاسمن نیازی نیست.

نتایج آزمون‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول که با استفاده از رابطه (۱) صورت گرفته، در نگاره (۳) ارائه شده است. در این فرضیه پیش بینی شده است که اگر جریان وجه نقد آزاد شرکت افزایش یابد، میزان عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش افزایش می‌یابد. در این صورت، اگر ضریب تاثیر جریان وجه نقد آزاد در رابطه (۱) منفی و معنادار باشد، فرضیه اول رد نمی‌شود (β_3<۰). نتایج نشان می‌دهد که ضریب تاثیر جریان وجه نقد آزاد (β_3) منفی و معنادار است. در این صورت، اگر فروش به میزان ۱٪ کاهش یابد، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش در شرکت‌هایی که جریان وجه نقد آزاد بالایی دارند، به

میزان ۲/۲۷۵۳٪ بیشتر افزایش می‌یابد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش، مبنی بر وجود رابطه مثبت بین جریان وجه نقد آزاد شرکت و عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش، رد نمی‌شود.

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه اول در مورد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش

متغیرهای توضیحی	ضرایب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
β_0	۰/۰۲۳۲	۰/۰۰۷۳	۳/۱۷۷۲	۰/۰۰۱۵
β_1	۰/٤٦۲۸	۰/۰۳۸۸	۱۱/۹۰۲۷	۰/۰۰۰۰
β_2	−۰/۳۵۸٦	۰/۱۲۷۷	−۲/۸۰۸۱	۰/۰۰۵۱
β_3	−۲/۲۷۵۳	۰/٤۹۵۸	−٤/۵۸۸٦	۰/۰۰۰۰
آماره F (احتمال)		۲۵/٦۳۱٦ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین	۰/۲۲۰۹
آماره دوربین واتسن		۲/۳۳٤۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱۲۳

نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم که با استفاده از رابطه (۱) صورت گرفته، در نگاره (٤) ارائه شده است. بر اساس این فرضیه، انتظار می‌رود که اگر دوره تصدی مدیر عامل شرکت افزایش یابد، میزان عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش افزایش می‌یابد.

در این صورت، فرضیه دوم زمانی رد نمی‌شود که ضریب تاثیر دوره تصدی مدیر عامل شرکت در رابطه (۱) منفی و معنادار باشد (β_3<۰). نتایج نگاره (٤) نشان می‌دهد که ضریب تاثیر دوره تصدی مدیر عامل (β_3) منفی و معنادار است. بنابراین، اگر فروش به میزان ۱٪ کاهش یابد، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش در شرکت‌هایی که دوره تصدی مدیر عامل آن‌ها بالاتر است، به میزان ۰,۰۵۲۳٪ بیشتر افزایش می‌یابد. از این رو، فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود.

نگاره ٤. نتایج آزمون فرضیه دوم در مورد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش

متغیرهای توضیحی	ضرایب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
β_0	۰/۰۲۷۰	۰/۰۰۹۳	۲/۸۹۳۵	۰/۰۰۳۹
β_1	۰/٤۸۵۰	۰/۰۳۹۳	۱۲/۳٤۹٤	۰/۰۰۰۰
β_2	−۰/۲٤٤۵	۰/۱٦۵۱	−۱/٤۸۱۵	۰/۱۳۸۸
β_3	−۰/۰۵۲۳	۰/۰۲٤۰	−۲/۱۷٤۷	۰/۰۲۹۹
آماره F (احتمال)		۲۰/۰۹۰۹ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین	۰/۲٤۰۳
آماره دوربین واتسن		۲/۳۲۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۲۸۳

نتایج آزمون فرضیه سوم

نتایج آزمون فرضیه سوم که با استفاده از رابطه (۱) صورت گرفته، در نگاره (۵) ارائه شده است. در این فرضیه پیش بینی شده است که اگر افق فکری مدیر عامل شرکت افزایش یابد، میزان عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش کاهش می‌یابد. در این صورت، اگر ضریب تاثیر افق فکری مدیر عامل شرکت در رابطه (۱) مثبت و معنادار باشد، فرضیه سوم رد نمی‌شود (β_3>۰). نتایج نشان می‌دهد که ضریب تاثیر افق فکری مدیر عامل (β_3) مثبت و معنادار است. بنابراین، اگر فروش به میزان ۱٪ کاهش یابد، عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش در شرکت‌هایی که افق فکری مدیر عامل آن‌ها بالاتر

است، به میزان ۰/۳۸۲٦٪ کاهش می‌یابد. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش رد نمی‌شود.

نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم در مورد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش

متغیرهای توضیحی	ضرایب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
β_0	۰/۰۲۲۵	۰/۰۰۷۵	۲/۹۹۵۸	۰/۰۰۲۸
β_1	۰/٤٦۳۲	۰/۰۳۹۱	۱۱/۸۵٤۳	۰/۰۰۰۰
β_2	-۰/٤۹٦٤	۰/۱۳۱۵	-۳/۷۷۵۲	۰/۰۰۰۲
β_3	۰/۳۸۲٦	۰/۱٤۷۱	۲/٦۰۱۷	۰/۰۰۹٤
آماره F (احتمال)	۲٤/۱۵٤۹۱ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین		۰/۲۱۰۸
آماره دوربین واتسن	۲/۳۵۹۲	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۰۲۱

نتایج آزمون فرضیه چهارم

نتایج آزمون فرضیه چهارم که با استفاده از رابطه (۱) صورت گرفته، در نگاره (٦) ارائه شده است. در این فرضیه پیش بینی شده است که اگر میزان پاداش پرداختی به مدیر عامل شرکت افزایش یابد، میزان عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش کاهش می‌یابد. در این صورت، فرضیه چهارم زمانی رد نمی‌شود که ضریب تاثیر میزان پاداش پرداختی به مدیر عامل شرکت در رابطه (۱) مثبت و معنادار باشد (β_3>۰). نتایج بیانگر منفی شدن ضریب تاثیر میزان پاداش پرداختی به مدیر عامل (β_3) و عدم تایید پیش‌بینی فوق است. بنابراین، شواهدی برای تایید فرضیه چهارم در مورد عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش وجود ندارد و این فرضیه پژوهش رد می‌شود.

نگاره ٦. نتایج آزمون فرضیه چهارم در مورد هزینه‌های اداری، عمومی و فروش

متغیرهای توضیحی	ضرایب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
β_0	۰/۰۲۷۵	۰/۰۰۷٦	۳/٦۲۷۹	۰/۰۰۰۳
β_1	۰/٤٦۲۵	۰/۰۳۸۷	۱۱/۹٤٦۹	۰/۰۰۰۰
β_2	-۰/۱٤۸۰	۰/۱۳۷۵	-۱/۰۷٦۵	۰/۲۸۱۹
β_3	-٤/۸۹۸۲	۰/۹٦۷٤	-۵/۰٦۳٤	۰/۰۰۰۰
آماره F (احتمال)	۲٦/۰۸۳۹ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین		۰/۲۲۳۹
آماره دوربین واتسن	۲/۳۳۹۷	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۱۵۳

نتیجه

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر متغیرهای نمایندگی بر عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش پرداخته است. بر طبق پژوهش‌های خارجی صورت گرفته رابطه معناداری بین مساله نمایندگی و عدم تقارن هزینه‌ها پیش بینی شده است. در واقع، نتایج این پژوهش را می‌توان در قالب انگیزه‌های شخصی مدیران، جدا از تصمیمات سنجیده آن‌ها بیان کرد. از این رو، با اثبات اثرهای عوامل نمایندگی بر عدم تقارن هزینه‌ها، این پژوهش دید وسیع‌تری نسبت به نقش مدیران در تعدیل هزینه‌ها، هنگام رو به رو شدن با نوسان‌های تقاضا، فراهم می‌آورد.

مطابق با نتایج آزمون فرضیه اول، انگیزه حکومت طلبی مدیران به وسیله جریان وجه نقد آزاد، باعث عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش می‌شود، زیرا مدیران در هنگام کاهش فروش، به

علت انگیزه‌هایی که دارند، تصمیمات مربوط به کاهش یا عدم کاهش منابع را به تعویق می‌اندازند. از این رو، افزایش جریان وجه نقد آزاد، در هنگام کاهش فروش باعث ایجاد هزینه‌هایی توسط مدیر می‌شود که در هنگام افزایش فروش این هزینه‌ها وجود ندارد. این رفتار مدیران عدم تقارن هزینه‌ها را به وجود می‌آورد. شایان ذکر است که نتایج آزمون فرضیه اول با نتایج حاصل از پژوهش‌های چن و همکاران [۱۶] و لاپورتا و همکاران [۲۷] مطابقت دارد.

مطابق با نتایج آزمون فرضیه دوم، هرچه طول مدت خدمت مدیر عامل شرکت افزایش یابد، جایگاه مدیر عامل ممکن است ثبات و قدرت بیشتری پیدا کند. لذا مدیر عامل با احتمال کمتری در جهت منافع سهامداران پیش می‌رود. از این رو، ممکن است در هنگام کاهش فروش، منابع را با انگیزه‌های شخصی خود تعدیل کند، که این رفتار باعث عدم تقارن هزینه‌ها خواهد شد. نتایج آزمون فرضیه دوم با نتایج حاصل از پژوهش هرمالین و ویزبچ [۲۱] مطابقت دارد.

مطابق با نتایج آزمون فرضیه سوم، هرچه مدیران به سال‌های آخر مدیریتشان نزدیک می‌شوند، انگیزه‌های حکومت‌طلبی آن‌ها کاهش می‌یابد. از طرفی، در خلال این سال‌ها مخارج پژوهش و توسعه کمتری هزینه می‌کنند. با توجه به این که منافع این هزینه‌ها به دوره‌های آتی باز می‌گردد، مدیریت در سال‌های آخر تصدی خود انگیزه زیادی برای کاهش این هزینه‌ها، برای نمایش عملکرد بهتر خود دارند.

این انگیزه مدیران باعث کاهش هزینه‌های عمومی، اداری و فروش می‌شود. بنابراین، عدم تقارن هزینه‌ها در طی این سال‌ها، کاهش می‌یابد. نتایج آزمون این فرضیه از پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش دیچو و اسلون [۲۰] و رز و شپارد [۳۳] مطابقت دارد.

نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا سوم این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش چن و همکاران [۱۵] مطابقت دارد.

مطابق با نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش، افزایش میزان پرداختی‌های ثابت به مدیر عامل، موجب کاهش عدم تقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش نمی‌شود. از این رو، نتایج آن با پژوهش‌های چن و همکاران [۱۵]، بنکر و همکاران [۱۱] و کانیاینن [۲۶] مطابقت ندارد. از جمله دلایل عدم پذیرش این فرضیه در ایران، می‌توان به عدم افشای کامل پاداش و پرداختی‌های ثابت به مدیر عامل و کاربرد کم آن اشاره کرد.

پیشنهادهای پژوهش

در حالی که تمرکز مطالعات پیشین بر روی تاثیر تصمیمات اقتصادی مدیران بر رفتار هزینه‌هاست، مطالعه ما به ادبیات رو به رشد عدم تقارن رفتار هزینه‌ها که به بررسی تاثیر عوامل نمایندگی و انگیزه‌های شخصی مدیران می‌پردازد، کمک می‌کند.

از آنجایی که تا کنون پژوهشی در خصوص تاثیر متغیرهای نمایندگی در قالب انگیزه‌های شخصی مدیریت در ایران صورت نگرفته است، انتظار می‌رود با استفاده از نتایج این پژوهش سرمایه گذاران و تحلیلگران مالی بتوانند با انتخاب سهام برتر، سرمایه گذاری مطلوبی داشته باشند و حداکثر بازدهی مدنظر را کسب نمایند. همچنین، امید است که این پژوهش، زمینه ساز سایر پژوهش‌ها باشد. لذا موارد زیر به پژوهشگران توصیه می‌شود:

پیشنهادهای مبتنی بر یافته‌های پژوهش

۱- به سرمایه گذاران، حسابرسان، تحلیلگران و سایر ذی نفعان پیشنهاد می‌شود که هنگام شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار هزینه، علاوه بر تصمیمات اقتصادی مدیران به انگیزه‌های شخصی آن‌ها نیز توجه کنند.

۲- با توجه به اهمیت عدم تقارن هزینه‌ها در تصمیمات اقتصادی و مالی سرمایه گذاران و همچنین، نیاز حسابرسان و تحلیلگران به تحلیلی درست از صورت‌های مالی، عملکرد شرکت و تصمیمات مدیریت، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها را به افشای بیشتر و کامل‌تر اطلاعات، از جمله پاداش و پرداختی‌های ثابت به مدیر عامل و هیأت مدیره ملزم کنند.

۳- همچنین، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که با توجه به علل و پیامدهای ناشی از عدم تقارن هزینه‌ها، درصدد افزایش ظرفیت واکنش و انعطاف شرکت در برابر کاهش تقاضای کالاها و خدمات برآیند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱- انجام پژوهشی مشابه، برای بررسی رفتار هر یک از اجزای بهای تمام شده کالای فروش رفته و هزینه‌های اداری، عمومی و فروش.

۲- بررسی سایر متغیرهای نمایندگی مؤثر بر عدم تقارن هزینه‌ها.

۳- بررسی و انجام پژوهشی مشابه، برای بررسی عدم تقارن هزینه‌ها با تفکیک شرکت‌ها بر اساس صنایع مختلف.

منابع

۱- خانی، عبداله و حسین شفیعی. (۱۳۹۱). "بررسی محتوای اطلاعاتی هزینه‌های فروش، عمومی و اداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ش ۵، صص ۱۵-۲۶.

۲- کردستانی، غلامرضا و سید مرتضی مرتضوی. (۱۳۹۱). "بررسی تاثیر تصمیمات سنجیده مدیران بر چسبندگی هزینه‌ها"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ٦٧، صص ۷۳-۹۰.

۳- کردستانی، غلامرضا و سید مرتضی مرتضوی. (۱۳۹۱). "شناسایی عوامل تعیین کننده چسبندگی هزینه‌های شرکت‌ها"، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ش ۳، صص ۱۳-۳۲.

٤- نمازی، محمد و ایرج دوانی‌پور. (۱۳۸۹). "بررسی تجربی رفتار چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ٦٢، صص ۸۵-۱۰۲.

۵- نمازی، محمد؛ غفاری، محمد جواد و مرضیه فریدونی. (۱۳۹۱). "تحلیل بنیادی رفتار چسبنده هزینه‌ها و بهای تمام شده با تاکید بر دامنه تغییرات در بورس اوراق بهادار تهران"، *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ش ۲، صص ۱۵۱-۱۷۷.

6- Anderson, M., Banker, R., Huang, R., & Janakiraman, S. (2007). Cost behavior and fundamental analysis of SG&A costs. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol 22, No 1, Pp 1-28.

7- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs "sticky"?. *Journal of Accounting Research*, Vol 41, No 1, Pp 47-63.

8- Anderson, S., & Lanen, W. (2007). Understanding cost management: what can we learn from the empirical evidence on "sticky costs". *Working paper, University of California, Davis and University of Michigan.*

9- Banker, R., Byzalov, D., & Plehn-Dujowich, J. M. (2010). Sticky cost behavior: theory and evidence. *Unpublished working paper, Temple University*.

10- Banker, R. D., & Chen, L. (2006). Predicting earnings using a model based on cost variability and cost stickiness. *The Accounting Review*, Vol 81, No 2, Pp 285-307.

11- Banker, R., Ciftci, M., & Mashruwala, R. (2011). Managerial optimism and cost behavior. *working paper, SSRN*.

12- Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and decision economics*, Vol 16, No 1, Pp 59-69.

13- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, Vol 111, No 5, Pp 1043-1075.

14- Calleja, K., Steliaros, M., & Thomas, D. C. (2006). A note on cost stickiness: Some international comparisons. *Management Accounting Research*, Vol 17, No 2, Pp 127-140.

15- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs*. *Contemporary Accounting Research*, Vol 29, No 1, Pp 252-282.

16- Chen, C., Lu, H., & Sougiannis, T. (2008). Managerial empire building, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs.*

17- Chen, K. C., Chen, Z. & John Wei, K. C. (2011). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital.Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 46, No 1, Pp 171-207.

18- Core, J., & Guay, W. (1999). The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels. *Journal of accounting and economics,* Vol 28, No 2, Pp 151-184.

19- Datta, D. K., Guthrie, J. P., Basuil, D., & Pandey, A. (2010). Causes and effects of employee downsizing: A review and synthesis. *Journal of Management*, Vol 36, No 1, Pp 281-348.

20- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of accounting and Economics*, Vol 14, No 1, Pp 51-89.

21- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board *composition*. *The RAND Journal of* Economics, Pp 589-606.

22- HOPE, O. K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, Vol 46, No 3, Pp 591-626.

23- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, Vol 48, No 3, Pp 831-880.

24- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol 76, No 2, Pp 323-329.

25- Jensen, M. C., and K. J. Murphy. 1990. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*. Vol 98, No 2, Pp 225–264.

26- Kanniainen, V. (2000). Empire building by corporate managers: the corporation as a savings instrument. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol 24, No 1, Pp 127-142.

27- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Vishny, R., & Shleifer, A. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of finance,* Vol60. No 1, Pp 1-33.

28- Lang, L. H., Stulz, R., & Walkling, R. A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. *Journal of Financial Economics,* Vol 29. No 2, Pp 315-335.

29- Lazere, C. (1997). Resisting Temptation: Passion, consolidation and single-minded determination are keeping SG & A lean when record revenues and profits tempt costs and expenses to sneak back in, according to our fourth annual SG & A survey. *CFO Magazine*, Vol13, Pp 64-70.

30- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer

returns. *The Journal of Finance,* VOL 62, No 4, PP 1851-1889.

31- Mintz, S. (1999). Unsnarling SG&A costs requires constant vigilance and a grip on complexity. *CFO Magazine*, Vol 15, No 5, Pp 44-53.

32- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial *remuneration:* An empirical analysis. *Journal of accounting and economics,* Vol 7, No 1, Pp 11-42.

33- Rose, N. L., & Shepard, A. (1997). Firm diversification and CEO compensation: Managerial ability or executive entrenchment*? RAND Journal of Economics,* Vol28, Pp 489-514.

34- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics,* Vol 26, No 1, Pp 3-27.

35- Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review,* Vol85, No 4, Pp 1441-1471.

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۱/۲/۱۷
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۱/٦
صص ۸۸-۷۵

رابطه بین ویژگی‌های شرکت و اولویت مدیران برای گزینش آستانه سود

مهدی مرادزاده فرد [*۱]، مهدی ابراهیمی میمند [**]، ملیحه مرادی [***]

[*]استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج
Moradzadehfard@kiau.ac.ir
[**]دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز
Ebrahimimehdi10@gmail.com
[***]کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تربیت مدرس
maliheh11@gmail.com

چکیده

مدیریت سود و دستیابی به آستانه سودها، از دیرباز مورد توجه گروه‌های مختلف بوده است. مطالعات قبلی در رابطه با اهمیت سه آستانه سودی که مدیران برای دستیابی به آن تلاش می‌کنند، نتایج نامشخصی فراهم کردند. این سه آستانه شامل اجتناب از زیان، اجتناب از کاهش سود و اجتناب از سود غیرمنتظره منفی است. هدف این مطالعه، بررسی این موضوع است که آیا ویژگی‌های خاص شرکت، اولویت‌های مدیریت را در رابطه با آستانه سودها تحت تاثیر قرار می‌دهد؟ برای این منظور، سه مدل لجیت برآورد شد تا رابطه بین ویژگی‌های شرکت و ادراک مدیران از اهمیت هر آستانه بررسی شود. دوره مورد بررسی در این پژوهش سال‌های بین ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ و نمونه مورد بررسی شامل ۱۰٤ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر گزینش این سه آستانه توسط مدیریت اثرگذار است. شرکت‌های با اندازه بزرگ برای اجتناب از گزارش زیان، شرکت‌های با رشد بالا برای اجتناب از کاهش سود و شرکت‌های با حجم معامله بالا برای اجتناب از سود غیرمنتظره منفی و اجتناب از کاهش سود بسیار مستعد هستند.

واژه‌های کلیدی: آستانه سود، مدیریت سود، سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت، سود غیرمنتظره.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: استان البرز، کرج، دانشگاه آزد اسلامی واحد کرج، گروه حسابداری

مقدمه

مدیریت سود و دستیابی به سطح خاصی از سود همواره مورد توجه حسابداران، سرمایه گذاران و قانون گذاران بوده است و تاریخچه آن به اوایل دهه ٦٠ میلادی برمی‌گردد. مدیریت سود و تلاش برای دستیابی به آستانه خاصی از سود از دو دیدگاه قابل بحث است: ۱- مدیریت سود از دیدگاه قراردادها (راهی برای پیشگیری از پیامدهای اقتصادی) [۱۹،۲۸] و ۲- مدیریت سود از دیدگاه گزارشگری (راهی برای بهبود قیمت سهم) [۲۷،۲٦]. این موضوع که مدیریت سود عمل خوبی است یا بد، به هدف مدیر از مدیریت سود بستگی دارد و در صورتی که هدف ارائه اطلاعات نهانی باشد، خوب است. مدیریت سود می‌تواند به صورت واقعی یا ساختگی باشد و انگیزه‌هایی همچون جلوگیری از نقض قراردادها، خودداری از قرار گرفتن در معرض دید، کاهش هزینه مالیاتی، افزایش پاداش مدیرعامل (به خصوص در زمان تغییر مدیر عامل)، عرضه اولیه به قیمت بالا و اطلاع رسانی به سرمایه گذاران را دنبال می‌کند. برای مدیریت سود الگوهای مختلفی وجود دارد که مدیران متناسب با شرایط از الگو یا الگوهای خاصی استفاده می‌کنند؛ از جمله این الگوها می‌توان به الگوی آب از سرگذشته، حداکثر سازی سود، حداقل سازی سود و هموار سازی سود اشاره کرد. مشوق‌هایی همچون: فشار بازار سرمایه، مخدوش شدن احتمالی شهرت، صرفه‌جویی‌های مالیاتی و قراردادهای بدهی و پاداش، عوامل مهمی در بروز تفاوت بین سود واقعی و حسابداری هستند [۲۲].

اخیراً بخش عمده‌ای از پژوهش‌های حسابداری و مالی برای درک و مستند کردن اولویت‌های مدیران در مورد آستانه سودها صرف شده است [۳۰،۱۲،۲٤ و ۱۸]. مطالعات اظهار می‌کنند که مدیران در زمان گزارش سود درگیر سه آستانه زیر می‌شوند و سود را برای دستیابی به آستانه‌های زیر مدیریت می‌کنند:

۱- اجتناب از زیان؛ به این معنا که مدیران سعی می‌کنند سودی بیشتر از صفر گزارش کنند.

۲- اجتناب از کاهش سود؛ به این معنا که مدیران می‌کوشند سودی مطابق با سود سال قبل گزارش کنند (ارائه سود به میزانی مشابه با سال قبل).

۳- اجتناب از سود غیرمنتظره منفی، به معنای گزارش سود به نحوی که به انتظارات از سود (سود پیش‌بینی شده توسط تحلیلگران یا مدیران) دست یابد یا از آن بیشتر شود.

اهمیت سه آستانه فوق یکسان نیست و در مطالعات مختلف این موضوع بررسی و تایید شده است. برخی اجتناب از زیان [١٤]، برخی اجتناب از سود غیرمنتظره منفی [۱۸] و برخی اجتناب از کاهش سود [٢٤] را به عنوان مهمترین آستانه سود برای مدیران بیان کرده‌اند. این مجموعه از یافته‌ها آشکار می‌کند که به طور واضح بین سه آستانه سود سلسله مراتبی وجود دارد؛ هرچند توافق همگانی بر روی رتبه دقیق این سه آستانه وجود ندارد. همچنین، لئوز و دیگران [۲۹] مستند کردند که نحوه مدیریت سود، در کشورهای مختلف متفاوت است. به این ترتیب، با توجه به یافته‌های پژوهش‌های قبلی در رابطه با تفاوت در اهمیت آستانه‌های سود در کشورهای مختلف، نمی‌توان با استفاده از یافته‌های دیگر کشورها، در رابطه با آستانه‌های مطلوب در ایران نتیجه‌گیری کرد و به انجام پژوهشی جداگانه در ایران نیاز است. برپایه مقالات موجود در زمینه آستانه سود، این مقاله به بررسی رابطه بین ویژگی‌های خاص

شرکت و سلسله مراتب آستانه سودها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران می‌پردازد.

ادبیات و پیشینه

پدیده دستیابی یا پیشی جستن از آستانه سودها، پژوهشگران بسیاری را به خود جلب کرده است.

تئوری انتظارات، فرض می‌کند تصمیم گیرندگان ارزیابی خود را بر مبنای سود و زیان منتشره در مورد یک نقطه مشخص به جای تطابق با سطح نهایی ثروت انجام می‌دهند. افزون بر این، تئوری اظهار می‌کند تابع مطلوبیت افراد در مورد سودها مقعر و درمورد زیان‌ها محدب است. بنابراین، زمانی که افزایش سود، شخص را از موقعیت زیان به موقعیت سود نسبت به یک نقطه مشخص، منتقل می‌کند این افزایش، با افزایش بیشتر ارزش و ثروت همراه است.

از این رو، مدیران وسوسه می‌شوند تا از سود منفی اجتناب کنند. همچنین، تئوری هزینه معاملات به انتشار اطلاعات مربوط به سود و اثر آن بر شرایط معاملات بین شرکت و ذی‌نفعان می‌پردازد. برخی ذی‌نفعان به دلیل هزینه بر بودن تجزیه و تحلیل اطلاعات منتشره بر موارد ساده ذهنی از قبیل: سطح صفر یا تغییرپذیری صفر در سود متمرکز می‌شوند. بر این اساس، شرکت‌ها زمانی که کاهشی در سود گزارش می‌کنند، نسبت به زمانی که افزایشی را اعلان می‌کنند، متحمل هزینه معاملات بیشتری می‌شوند.

بنابراین، مدیران برای اجتناب از کاهش سود و انتشار زیان تشویق می‌شوند. بر این اساس، مدیران برای مدیریت سود به نحوی که به آستانه‌های سود مورد نظر دست یابند، تشویق می‌شوند.

بورگستالر و دیچو [۱٤] به طور غیرعادی فراوانی کمی در زمینه "کاهش سود به مبلغ کم" و "گزارش زیان به مبلغ کم"، و فراوانی بالایی در زمینه "افزایش سود به مبلغ کم" و "سود مثبت به مبلغ کم" یافتند.

این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها سود را برای اجتناب از زیان و کاهش سود، مدیریت می‌کنند.

پژوهش‌های بسیاری این موضوع را بررسی و تایید کردند [۲۳،۹]. با به کارگیری روش پژوهش بورگستالر و دیچو [۱٤] برای داده‌های فصلی، دگئورگ و دیگران [۲۰] به طور غیرعادی فراوانی پایینی برای خطای پیش بینی منفی و به‌طور غیرعادی فراوانی بالایی برای خطای پیش بینی صفر یا مثبت در توزیع داده‌ها گزارش کردند. چر و دیگران [۱۷] به بررسی نحوه برخورد مدیران با کاهش سود و گزارش زیان پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که مدیران برای خودداری از شناسایی زیان و کاهش سود، به مدیریت سود اقدام می‌نمایند. ریچاردسون و دیگران [۳٦] و براون [۱۱] در پژوهش‌های خود به شرکت‌های زیادی برخوردند که سودی برابر یا کمی بیشتر از پیش‌بینی تحلیل‌گران ارائه کرده بودند.

ماتسوماتو [۳۱] نیز نتایج مشابهی ارائه کرد. این یافته‌ها بیانگر عمل مدیران برای دستیابی یا پیشی جستن از انتظارات است.

افزون بر این، چند مطالعه سلسله مراتب آستانه سود را بررسی کردند: بورگستالر و دیچو [۱٤] نشان دادند که مدیران تمایل بیشتری به اجتناب از زیان نسبت به اجتناب از کاهش سود دارند. دگئورگ و دیگران [۲۰] دریافتند که شرکت‌ها تمایل بیشتری به اجتناب از زیان و کاهش سود، نسبت به اجتناب از سود غیرمنتظره منفی دارند. گراهام و دیگران [۲٤] دریافتند که "اجتناب از کاهش سود"، آستانه مهمی است و شرکت‌ها برای دستیابی به آن تلاش می‌کنند.

همچنین مطالعات اخیر، مستنداتی درباره تغییر در سلسله مراتب آستانه سودها ارائه کردند. دیچو و دیگران [۱۸] برمبنای اطلاعات سالانه دریافتند که در سال‌های اخیر اجتناب از سود غیرمنتظره منفی نسبت به اجتناب از زیان‌دهی و کاهش سود اهمیت بیشتری پیدا کرده است. براون و سیلر [۱۲] نیز با استفاده از داده‌های فصلی به نتایج مشابهی رسیدند.

از طرفی، برخی مطالعات مشوق‌های مدیران را برای دستیابی یا پیشی جستن از آستانه سودها آزمون کردند؛ برخی از مشوق‌های ارائه شده شامل: کاهش هزینه‌های تحمیلی بر شرکت در تعامل با ذی نفعان [۱٤]، حفظ پاداش نقدی سالانه مدیران [۳۱] و اجتناب از کاهش قیمت سهم [۳٤، ۳۲] می‌شود.

ماتسوماتو [۳۱] عوامل تعیین کننده گرایش مدیران به دستیابی یا پیشی جستن از انتظارات تحلیلگران را بررسی کرد. وی دریافت که شرکت‌های دارای مالکیت نهادی بالا، شرکت‌های با تاکید بالا بر خواسته‌های تلویحی ذی‌نفعان و شرکت‌های با سود دارای ارتباط ارزشی بالا، انگیزه بیشتری برای دستیابی یا پیشی جستن از پیش بینی تحلیلگران دارند. نتایج پژوهش وی نشان داد که محرک‌ها برای اجتناب از سود غیرمنتظره منفی، وابسته به شرایط است. لی [۳۰] به بررسی اهمیت سه آستانه سود با توجه به ویژگی‌های شرکت‌ها پرداخت. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که شرکت‌های بزرگ با انتظار رشد بالا و شرکت‌های با حجم معامله بالا تمایل بیشتری به اجتناب از سود غیرمنتظره منفی دارند؛ در حالی که شرکت‌های کوچک، شرکت‌های با انتظار رشد پایین و شرکت‌های با حجم معامله پایین تمایل بیشتری به اجتناب از کاهش سود و شناسایی زیان دارند. به‌طور کلی، این مقاله نشان داد که ویژگی‌های خاص شرکت می‌تواند احساس و ادراک مدیران را در رابطه با اهمیت هر آستانه تحت تاثیر قرار دهد. ایتریدس و کادورینس [۲۵] به بررسی مشوق‌های مدیریت سود در شرکت‌های انگلیسی پرداختند. یافته‌های این پژوهش بیان می‌کند شرکت‌هایی که نیاز به تامین مالی دارند و یا نقض قرارداد کرده‌اند، بیشتر درگیر مدیریت سود می‌شوند. همچنین، شرکت‌ها به استفاده از مدیریت سود برای کاهش میزان مالیات تمایل دارند و بعد از آن برای دستیابی یا پیشی جستن از پیش بینی تحلیلگران به مدیریت سود اقدام می‌کنند.

بدری [۱] هموارسازی سود و عوامل مؤثر بر آن را بررسی کرد. نتایج پژوهش وی نشان داد که مالکیت، اندازه، نوع قیمت گذاری و صنعت عوامل مؤثری در هموارسازی سود نیستند؛ اما نسبت سودآوری عامل مؤثری بر هموارسازی سود است و رابطه منفی بین سودآوری و هموارسازی وجود دارد.

مشایخی و دیگران [۳] نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج این مطالعه نشان داد که مدیران شرکت‌ها به هنگام کاهش وجه نقد حاصل از عملیات (که بیانگر عملکرد ضعیف واحد تجاری بوده است)، به افزایش اقلام تعهدی اختیاری اقدام کرده‌اند. نوروش و دیگران [٤] در بررسی ویژگی شرکت‌هایی که به هموارسازی سود اقدام کرده بودند، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های هموارساز، سن بیشتر، عملکرد ضعیف‌تر و نسبت بدهی بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که هموارسازی سود ننموده‌اند، دارند. خدادادی و جان جانی [۲] به بررسی رابطه مدیریت سود و سودآوری پرداختند.

نتایج به دست آمده نشان می‌دهد شرکت‌هایی که اقدام به مدیریت سود کرده‌اند، نسبت به شرکت‌هایی

که مدیریت سود انجام نداده‌اند، در سطح سود عملیاتی و سود خالص عملکرد ضعیف‌تر، در سطح سود قبل از مالیات و سود خالص رشد بیشتر، در سطح سود خالص اندازه بزرگتر و سرانجام در سطح سود هر سهم نرخ سود تقسیمی بالاتری داشته‌اند.

تدوین فرضیه‌ها

اندازه شرکت

پژوهش‌های قبلی دو شاخص برای انتظارات سود تعیین کرده‌اند: پیش بینی تحلیلگران و مدل گام تصادفی (سودی مشابه با سود آخرین فصل (سال) برای فصل (سال) جاری انتظار می‌رود) [۳۵،۱۳].

مدارک قطعی در مورد شاخص مورد استفاده سرمایه گذاران برای شکل‌دهی به انتظارات خود از سود وجود ندارد؛ برای مثال، براون و دیگران [۱۳] یافتند که خطای پیش‌بینی تحلیلگران ارتباط بالاتری با بازده غیرعادی، نسبت به مدل‌های سری زمانی دارد؛ ولی اُبراین [۳۵] به نتیجه‌ای معکوس دست یافت. وایدمن [٤١] کار براون و دیگران [۱۳] را گسترش داد و اثر اطلاعات شرکت را بر انتخاب شاخص انتظارات سود توسط سرمایه گذاران بررسی کرد. وی نشان داد که استفاده از پیش‌بینی تحلیلگران برای شکل‌دهی به انتظارات سود، با اندازه شرکت رابطه مثبت دارد. والتر [٤٠] نشان داد که در پیش‌بینی سود شرکت‌های با اندازه بزرگ، سرمایه گذاران وزن بیشتری به پیش بینی تحلیلگران (نسبت به مدل گام تصادفی) می‌دهند. لی [۳۰] بین اندازه شرکت و تمایل به اجتناب از سود غیرمنتظره منفی (تفاوت بین سود و اقعی و پیش‌بینی تحلیلگران) رابطه معناداری یافت. این یافته‌ها اظهار می‌کنند که مدیران شرکت‌های بزرگ در زمانی که سود واقعی به کمتر از میزان پیش بینی تحلیلگران (پیش‌بینی مدیران از سود) یا مدل گام تصادفی می‌رسد، به کنترل بیشتر هزینه‌ها روی می‌آورند.

فرضیه اول: بین اندازه شرکت و گزینش آستانه خاصی از سود توسط مدیران رابطه معناداری وجود دارد.

انتظارات رشد

انتظار رشد شرکت با تمایل مدیران به دستیابی یا پیشی جستن از آستانه سودها مرتبط است. اسکینر و اسلوان [۳۹] گزارش کردند که سود غیرمنتظره منفی با تغییر منفی و شدید در قیمت سهام مرتبط است، و این موضوع برای شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است. ایشان نشان دادند در صورتی که شرکت‌های با رشد بالا به پیش بینی تحلیلگران از سود دست نیابند، متحمل هزینه بالایی می‌شوند. همچنین، براون و سیلر [۱۲] دریافتند که در شرکت‌های رشدی، اجتناب از سود غیرمنتظره منفی از اولویت بالاتری در سلسله مراتب آستانه سودها برخوردار است.

فرضیه دوم: بین رشد مورد انتظار شرکت و گزینش آستانه خاصی از سود توسط مدیران رابطه معناداری وجود دارد.

حجم معامله

باتالیو و مندنهال [۸] دریافتند که سرمایه گذران مختلف به طور معناداری از انواع مجموعه‌های اطلاعاتی در زمان شکل‌دهی به راهبردهای معاملاتی خود استفاده می‌کنند. به طور خاص، معامله گران حجم بالا (سفته بازان) به خطای پیش‌بینی تحلیلگران عکس‌العمل نشان می‌دهند، درحالی که معامله‌گران در حجم کم به تغییرات سود فصلی توجه می‌کنند.

شانتیکومار [۳۸] نیز مدارک مشابهی در این زمینه فراهم کرد. به این ترتیب، احتمال زیادی وجود دارد

که شرکت‌های با حجم معامله نسبتاً بالا برای اجتناب از سود غیرمنتظره منفی به مدیریت سود اقدام کنند؛ در حالی که شرکت‌های با حجم معامله کم برای حرکت در جهت اجتناب از کاهش سود و زیان دهی مستعدند.

فرضیه سوم: بین حجم معامله شرکت و گزینش آستانه سود توسط مدیران رابطه معنادار وجود دارد.

دقت پیش‌بینی

یک رویکرد برای بررسی این‌که آیا پیش بینی تحلیل‌گران نسبت به پیش بینی مدل سری‌های زمانی، انتظارات سود سرمایه گذاران را بهتر نشان می‌دهد، مقایسه مستقیم درستی پیش بینی‌هاست [۳۷]. یک سرمایه‌گذار واقع بین باید به پیش‌بینی‌هایی که از صحت بالاتری برخوردارند، وزن بیشتری بدهد [۱۳].

وایدمن [٤١] دریافت که وزن واقعی داده شده به پیش‌بینی تحلیل گران و پیش‌بینی مدل گام تصادفی توسط سرمایه گذاران برپایه درستی نسبی پیش‌بینی‌های این دو منبع است. براون و سیلر [۱۲] بیان کردند که افزایش در صحت پیش‌بینی تحلیل‌گران (نسبت به مدل گام تصادفی) در سال‌های اخیر تا حدودی بیانگر آن است که چرا مدیران بیشتر به دستیابی و پیشی جستن از پیش‌بینی تحلیل‌گران تمایل دارند و سلسله مراتب آستانه‌ها را در راستای اجتناب از سود غیرمنتظره منفی تغییر داده‌اند. لی [۳۰] بین دقت پیش‌بینی شرکت و تمایل به اجتناب از سود غیرمنتظره منفی رابطه معناداری یافت. این یافته‌ها بیان می‌کند که مدیران شرکت‌های با سود پیش‌بینی شده صحیح‌تر توسط تحلیل‌گران، احتمالاً مشوق‌های بیشتری برای اجتناب از سود غیرمنتظره منفی دارند؛ در حالی که مدیران شرکت‌های با پیش‌بینی‌های صحیح‌تر مدل‌های فنی، احتمالاً محرک بیشتری برای اجتناب از کاهش سود و زیان‌دهی دارند.

فرضیه چهارم: بین میزان درستی پیش‌بینی مدیران از سود (نسبت به گام تصادفی) و گزینش آستانه سود توسط مدیران رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش از نوع همبستگی است. نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند برای طیف گسترده‌ای، از جمله: سرمایه‌گذاران، سهامداران، تحلیل‌گران مالی و پژوهشگران مفید باشد.

نمونه انتخابی پژوهش شرکت‌هایی هستند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

از آنجایی که در پژوهش حاضر سال‌های بین ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ بررسی می‌شوند و داده‌های یک سال قبل از هر سال مورد نیاز است؛ لازم است که شرکت قبل از سال ۱۳۸٤ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و اطلاعات آن موجود باشد؛ سال مالی شرکت به ۲۹ اسفند ختم شود؛ شرکت مورد نظر جزو صنعت واسطه‌گری مالی نباشد؛ شرکت در طول دوره مورد بررسی تغییر در دوره مالی نداشته باشد و سهام این شرکت‌ها در طی دوره مورد نظر در بورس معامله شده باشد. با توجه به معیارهای فوق تعداد ۱۰٤ شرکت به روش حذف سیستماتیک برای انجام پژوهش انتخاب شدند. داده‌های مورد استفاده برای انجام پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌ها، سایت بورس و نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره آورد نوین استخراج و با استفاده از نرم افزار اکسل محاسبه شد.

داده‌های ترکیبی جمع‌آوری شده به عنوان ورودی نرم افزار SPSS نگارش ١٦ استفاده شد و هر کدام

از فرضیه‌ها با استفاده از مدل رگرسیونی لجستیک مربوط و در سطح اطمینان ۹۵ درصد آزمون شد.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای بررسی آستانه سود مورد توجه مدیران در شرکت‌های مختلف سه مدل رگرسیونی برازش می‌شود. در ابتدا، ارتباط بین ویژگی‌های شرکت و احتمال این‌که یک سال ـ شرکت از سود غیرمنتظره منفی اجتناب کند، از طریق مدل لجیت (۱) بررسی می‌شود.

مدل (۱)

$$\text{prob}(Possurprise_{it+1}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_{it} + \alpha_2 \text{Ltg}_{it} + \alpha_3 \text{Trdvol}_{it} + \alpha_4 \text{ForeAcc}_{it} + \alpha_5 \text{WCAcc}_{it}$$

$Possurprise_{it+1}$: یک متغیر ساختگی است (اگر سال شرکت به آخرین پیش‌بینی مدیران از سود دست یابد یا از آن پیشی گیرد (در محدوده دو برابر دامنه میان چارکی تقسیم بر ریشه سوم تعداد مشاهده‌ها از پیش‌بینی مدیران)، برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر).

با توجه به این که در ایران پیش‌بینی‌های منظم و قابل دسترسی از سود شرکت‌ها توسط تحلیل‌گران منتشر نمی‌شود؛ در این پژوهش از سود پیش‌بینی شده توسط مدیران استفاده شد. پژوهش‌های گذشته در رابطه با دلیل انتشار پیش‌بینی سود توسط مدیران به دلایلی از قبیل: فرضیه اصلاح انتظارات اشاره نمودند [۵]. این فرض بیان می‌کند مدیران برای ترتیب‌دهی به انتظارات بازار مطابق با انتظارات مدیران، به انتشار پیش‌بینی اقدام می‌کنند. سود پیش‌بینی شده عدم‌تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران را کاهش می‌دهد و باعث کاهش پراکندگی سود پیش‌بینی شده توسط تحلیل‌گران و به طور کلی، قیمت‌گذاری مطلوب و صحیح سهام و کارایی بازار در سطوح بالاتر می‌شود [۳۳]. تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذارن در انتظارات خود از سود و قیمت سهام در نتیجه پیش‌بینی‌های اختیاری مدیران تجدید نظر می‌کنند.

اندازه شرکت (Size): لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان شرکت است.

انتظار رشد (Ltg): رشد بلند مدت شرکت است. این متغیر از تقسیم ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری (M/B) به دست می‌آید. این متغیر برای شرکت‌هایی که به مرحله بلوغ نرسیده و انتظار رشد دارند، بالاتر از میانگین بازار است [۲۱].

حجم معامله (Trdvol): به صورت نسبت گردش اندازه‌گیری شده و برابر میانگین سالانه سهام معامله شده تقسیم بر میانگین سهام در جریان شرکت است.

سهام در جریان از ضرب درصد سهام شناور در تعداد کل سهام شرکت به دست می‌آید.

صحت پیش‌بینی (ForeAcc): یک متغیر ساختگی است (در صورتی که پیش‌بینی مدیران صحیح‌تر از مدل گام تصادفی باشد، برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر است؛ به عبارت دیگر، اگر قدرمطلق اشتباهات پیش‌بینی مدیران ($|EPS_t\text{-}Forecast_{last}|$) کمتر از قدرمطلق اشتباهات پیش‌بینی مدل گام تصادفی ($|EPS_t\text{-}EPS_{t-1}|$) باشد، ForeAcc برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر است).

متغیرکنترل

لگاریتم طبیعی اقلام تعهدی سرمایه در گردش به‌عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شد (WCAcc)؛ چرا که پژوهش‌های قبلی دریافتند که هر دو سطح سودهای آتی و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران در رابطه با سودهای آتی به‌طور منفی با سطح اقلام تعهدی

مرتبط هستند [۱۰،۱۶] و نتایج به طور معنادار تحت تاثیر سطح اقلام تعهدی قرار می‌گیرد.

برای بررسی ارتباط بین ویژگی‌های شرکت و احتمال این‌که یک سال ـ شرکت از کاهش سود اجتناب کند، از مدل لجیت (۲) استفاده می‌شود.

مدل (۲)

$$\text{prob}(Posearnchg_{it+1}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_{it} + \alpha_2 \text{Ltg}_{it} + \alpha_3 \text{Trdvol}_{it} + \alpha_4 \text{ForeAcc}_{it} + \alpha_5 \text{WCAcc}_{it}$$

$Posearnchg_{it+1}$: یک متغیر ساختگی است (اگر سود سال شرکت به سود دوره قبل دست یابد یا از آن پیشی بگیرد (در محدوده دو برابر دامنه میان چارکی تقسیم بر ریشه سوم تعداد مشاهده‌ها از سود سال قبل)، برابر با ۱ و در غیر این صورت صفر است).

در نهایت، برای بررسی ارتباط بین ویژگی‌های شرکت و احتمال این‌که یک سال – شرکت از زیان‌دهی اجتناب کند، از مدل لجیت (۳) استفاده می‌شود.

مدل (۳)

$$\text{prob}(Posearnings_{it+1}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_{it} + \alpha_2 \text{Ltg}_{it} + \alpha_3 \text{Trdvol}_{it} + \alpha_4 \text{ForeAcc}_{it} + \alpha_5 \text{WCAcc}_{it}$$

$Posearnings_{it+1}$: یک متغیر ساختگی است (اگر سال شرکت سود صفر یا سودی نزدیک به صفر گزارش کرده باشد، برابر با ۱ و اگر شرکت زیان نزدیک به صفر گزارش کرده باشد، برابر صفر است).

آمار توصیفی

نگاره ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

آماره / متغیر	Possurprise	Posearnchg	Posearnings	Ln Size	Ltg	TrdVol	ForeAcc	LnWCAcc
میانگین	۰/۵۱۷۹	۰/۴۹۷۴	۰/۷۴۱۲	۲۶/۴۹	۳/۱۲۷۱	۰/۰۱۰۱	۰/۷۴۸۴	۱۱/۷۴۱۶
خطای استاندارد	۰/۵۰۰۱	۰/۵۰۰۴	۰/۴۴۰۵۹	۱/۶۱۳۶	۴/۷۸۷۲	۰/۰۴۲۷	۰/۴۳۴۴	۱/۴۲۹۸
کمینه	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۲۲/۸۸	-۲۰/۷۵	۰/۰۰	۰/۰۰	۷/۰۶
بیشینه	۱/۰۰	۱/۰۰	۱/۰۰	۳۱/۰۲	۵۱/۸۹	۰/۷۸۶۱	۱/۰۰	۱۵/۹۵

آماره‌های فوق خلاصه‌ای از داده‌های ۵۲۰ سال–شرکت است، ولی برای متغیر Posearnings تنها ۸۵ سال– شرکت واجد شرایط بودند که در مدل سه به‌کارگرفته شده‌اند. همان‌طور که مشاهده می‌شود، میانگین متغیر Posearnings به سمت ۱ گرایش دارد که این موضوع نشان می‌دهد در شرکت‌های مورد بررسی فراوانی سود مثبت کم (۶۳ مورد) بسیار بالاتر از فراوانی زیان کم (۲۲ مورد) است که این یافته مشابه پژوهش‌های قبلی است (از قبیل: بورگستالر و دیچو [۱۴] و دگئورگ و دیگران [۲۰]). در مورد متغیر Possurprise میانگین بیشتر از نیم است که این یافته به این موضوع اشاره دارد که بر خلاف سوگیری رو به بالا در پیش‌بینی سود توسط مدیریت در بلند مدت، پیش‌بینی سود توسط مدیریت در کوتاه مدت غالباً کمتر از سود واقعی اعلام شده است (مطابق بروگستالر و امس [۱۵]).

نتایج آزمون فرضیه‌ها

به‌منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش سه مدل لجیت برآورد شد که نتایج حاصل از آزمون آن‌ها در ادامه توضیح داده می‌شود. به‌منظور ارزیابی کلی مدل‌ها، از آزمون ام نی بوس استفاده شد. همان‌طور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، مدل‌های پژوهش از برازش قابل قبولی برخوردار و در سطح خطای کمتر از ۵ درصد معنادارند. با توجه به ضریب تعیین پزودو (ارائه شده در نگاره (۲)) می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای مستقل مورد بررسی (ارزش بازار شرکت، حجم معامله، رشد، صحت پیش‌بینی و سرمایه در گردش)، در مدل (۱) بین ۳/۱ تا ٤/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (اجتناب از سود غیرمنتظره منفی)، در مدل (۲) بین ٤/٤ تا ۵/۸ درصد متغیر وابسته (اجتناب از کاهش سود) و در مدل (۳) بین ۱۹/۹ تا ۳۲/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته (اجتناب از زیان) را تبیین می‌کنند.

نگاره ۲. نتایج آزمون مدل‌های لجیت

	مدل ۱			مدل ۲			مدل ۳		
	آماره خی دو	درجه آزادی	سطح معناداری	آماره خی دو	درجه آزادی	سطح معناداری	آماره خی دو	درجه آزادی	سطح معناداری
آزمون ام بی بوس	۱۱/٦٤۲	۵	۰/۰٤۰	۱٦/۲۷۸	۵	۰/۰۰٦	۱۱/۹۸۲	۵	۰/۰۳۵
ضریب تعیین	ضریب تعیین Nagelkerke	ضریب تعیین Cox & Snell		ضریب تعیین Nagelkerke	ضریب تعیین Cox & Snell		ضریب تعیین Nagelkerke	ضریب تعیین Cox & Snell	
	۰/۰٤۲	۰/۰۳۱		۰/۰۵۸	۰/۰٤٤		۰/۳۲۳	۰/۱۹۹	

با توجه به نگاره (۳) نتیجه‌گیری می‌شود که شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر سعی در اجتناب از گزارش زیان دارند که این رابطه در سطح خطای ۵ درصد معنادار است (بتا ۰/٤٦۵ و آماره والد ۵/۵).

همچنین، شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر سعی در اجتناب از سود غیرمنتظره منفی دارند که البته این رابطه معنادار نیست (بتا ۰/۰۱٦ و آماره والد ۰/۰۲۷).

شرکت‌های با اندازه کوچک‌تر سعی در اجتناب از کاهش سود دارند که این رابطه نیز معنادار نیست (بتا ۰/۱۱۰- و آماره والد ۱/۳۰۸). این یافته با یافته‌های پژوهش‌های پیشین، از قبیل: وایدمن [٤۱]، والتر [٤۰] و لی [۳۰] متفاوت است. علت این موضوع را می‌توان به تفاوت در اهمیت آستانه‌ها در کشورهای مختلف و تفاوت در مالکیت دانست که مطابق با یافته لئوز و دیگران [۲۹] است.

شرکت‌های با رشد بالا سعی در اجتناب از کاهش سود دارند و وجود این رابطه در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود (بتا ۰/۰۷۲ و آماره والد ٤/۸۲۱).

رابطه بین رشد بالا و اجتناب از سود غیرمنتظره منفی، مثبت است (بتای برابر با ۰/۰۱٦)؛ یعنی شرکت‌های با رشد بالا سعی در اجتناب از سود غیرمنتظره منفی دارند؛ ولی این رابطه معنادار نیست.

شرکت‌های با رشد پایین سعی در اجتناب از زیان‌دهی دارند که این رابطه نیز معنادار نیست (بتای برابر با ۰/۱۸۱ و آماره والد ۰/۵۱۹). این یافته مشابه با یافته‌های قبلی از قبیل براون و سیلر [۱۲] است. با توجه به این که سود سال قبل، معیار بسیار مهمی در

شکل دهی به انتظارات است، رابطه بین رشد و اجتناب از کاهش سود معنادار است.

نگاره ۳. ضرایب متغیرهای پژوهش

	مدل ۱ (۵۲۰ سال- شرکت)			مدل ۲ (۵۲۰ سال- شرکت)			مدل ۳ (۸۵ سال- شرکت)		
	بتا	آماره والد	سطح معناداری	بتا	آماره والد	سطح معناداری	بتا	آماره والد	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰/۷۹۲	۰/۱۷۱	۰/۶۸۰	۲/۹۳۲	۱/۱۹۰	۰/۱۹۰	-٤/۳٦٦	۰/۱۹٤	۰/٦٥۹
Size	۰/۰۱٦	۰/۰۲۷	۰/۸٦۹	-۰/۱۱۰	۱/۳۰۸	۰/۲٥۳	۰/٤٦٥	٥/٥	۰/۰۱۹
Ltg	۰/۰۱٦	۰/۳۷٦	۰/٥٤۰	۰/۰۷۲	٤/۸۲۱	۰/۰۲۸	-۰/۱۸۱	۰/٥۱۹	۰/۱۲۱
TrdVol	۲۷/۲۹٥	٥/٦۸۷	۰/۰۱۷	۱٥/٥٦٤	٤/٥۳۲	۰/۰۳۲	۷۸/۹۹۸	۰/٤٤۷	۰/٤۹۰
ForeAcc	۰/۰۸۱	۰/٦۷۰	۰/٤۱۳	۰/۰۱۰	۰/۰۰۹	۰/۹۲۲	-۰/۲۹٥	۰/۰۸۳	۰/۷۷٤
WCAcc	۰/۲۰۱	۰/٦۷۱	۰/٤۱۳	۰/٤۱۲	۲/۷۲۷	۰/۰۹۹	۰/۳٤۷	۰/٤۲۱	۰/٥۱٦

شرکت‌های با حجم معامله بالا تمایل به اجتناب از سود غیرمنتظره منفی و کاهش سود دارند که این رابطه‌ها در سطح خطای ۵ درصد معنادار است (به ترتیب، با بتای ۲۷/۲۹۵ و ۱۵/۵٦٤ و آماره والد ۵/٦۸۷ و ٤/۵۳۲). شایان ذکر است که اجتناب از سود غیرمنتظره منفی از اهمیت بالاتری برخوردار است.

شرکت‌های با حجم معامله بالا از زیان‌دهی نیز اجتناب می‌کنند که این رابطه معنادار نیست. این یافته مشابه با یافته‌های پژوهش‌های پیشین، از قبیل باتالیو و مندلهال [۸]، شانتیکومار [۳۸] و لی [۳۰] است.

شرکت‌های با درستی بالاتر پیش‌بینی سود توسط مدیران نسبت به مدل گام تصادفی، سعی در اجتناب از سود غیرمنتظره منفی و کاهش سود دارند.

شرکت‌های با درستی کمتر پیش‌بینی سود توسط مدیران سعی در اجتناب از زیان دارند. این روابط در سطح خطای ۵ درصد معنادار نیست؛ در نتیجه وجود رابطه بین درستی پیش‌بینی سود و مدیریت سود در راستای دستیابی به آستانه خاصی از سود در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

در نهایت، شرکت‌های با سرمایه در گردش بالاتر سعی در اجتناب از کاهش سود دارند و از سرمایه در گردش بیشتر در راستای اجتناب از کاهش سود استفاده می‌کنند. همچنین، آن‌ها در سطح اهمیت کمتر، از سرمایه در گردش به ترتیب برای اجتناب از زیان و اجتناب از سود غیرمنتظره منفی استفاده می‌کنند. این روابط نیز در سطح خطای ۵ درصد معنادار نیست.

نتیجه

سود نقشی اساسی در نمایش سلامت مالی یک شرکت دارد؛ از این رو، مدیران مشوق‌هایی برای مدیریت سود دارند. مدیریت سود و دستیابی به آستانه خاصی از سود، از جمله موضوع‌هایی است که برای بخش‌های فعال در حوزه مالی مهم است. این پژوهش به بررسی اثر ویژگی‌های شرکت‌ها بر گزینش آستانه خاصی از سود، به عنوان سود هدف پرداخت. با توجه به این که پیش‌بینی سازمان یافته‌ای از تحلیل‌گران مالی در ایران منتشر نمی‌شود، برای شکل‌دهی به انتظارات سرمایه‌گذاران سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت و مدل گام تصادفی وجود دارد.

بر این اساس، در این پژوهش این دو منبع به عنوان شکل دهنده انتظارات سرمایه گذاران در نظر

گرفته شد. پژوهش‌های بسیاری نشان دادند که قیمت اوراق بهادار در مسیری مشابه تغییر سود هر سهم تغییر می‌کند (از زمان پژوهش بال و براون [٦]) و همچنین، بین خطای پیش‌بینی سود و بازده سهام رابطه وجود دارد که این موضوع به اهمیت سود گذشته و سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت در شکل‌دهی انتظارات بازار اشاره دارد. بدین ترتیب، انتظار می‌رود مدیران آستانه سودها را مورد توجه قرار دهند. نتایج حاصل از این پژوهش بیان می‌کند که گزینش مدیریت از این سه آستانه و تلاش برای دستیابی به آن‌ها به شرایط و ویژگی‌های شرکت وابسته است. به‌طور خاص، این مطالعه به این نتیجه دست یافت که:

۱- شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر برای اجتناب از زیان بسیار مستعدند.

این یافته به این موضوع اشاره دارد که در ایران، شرکت‌های بزرگ ذی‌نفعانی دارند که بر سوددهی توجه دارند و منافع آن‌ها به واسطه سوددهی (صرف نظر از دستیابی به سطح خاصی از سود) تامین می‌شود. این موضوع مشابه با یافته لئوز و دیگران [۲۹] است که بیان می‌دارد آستانه سودها و اولویت آن‌ها در کشورهای مختلف متفاوت است زیرا ذی‌نفعان و چگونگی تامین منافع آن‌ها در کشورهای مختلف متفاوت است.

۲- شرکت‌های با رشد بالا برای اجتناب از کاهش سود بسیار مستعدند. این موضوع نشان می‌دهد که شرکت‌های رشدی سعی می‌کنند سود خود را در طی زمان رشد دهند و روند سود واقعی خود را به صورت صعودی ارائه دهند؛ زیرا آن‌ها رشدی هستند و باید روند رشد خود را با ارائه سودی افزایشی نشان دهند.

۳- شرکت‌های با حجم معامله بالا برای اجتناب از سود غیرمنتظره منفی و اجتناب از کاهش سود بسیار مستعد هستند؛ البته برای آن‌ها اجتناب از سود غیرمنتظره منفی از اهمیت بالاتری برخوردار است.

این یافته مشابه با سایر پژوهش‌های قبلی در این زمینه است (از قبیل: باتالیو و مندلهال [۸]، شانتیکومار [۳۸] و لی [۳۰]). شرکت‌های با حجم معامله بالا بیشتر در مالکیت سهامداران گذرا و انفرادی هستند و آن‌ها بر اساس نقدشوندگی و امکان سفته‌بازی معامله می‌کنند [۷]؛ در این مورد دست نیافتن به پیش‌بینی و کاهش سود به واکنش منفی شدیدی از سوی سهامدارن منجر می‌شود. به این ترتیب، مدیران نیز با توجه به این موضوع از سود غیرمنتظره منفی و کاهش سود اجتناب می‌کنند.

پیشنهادها

الف: پیشنهادهای کاربردی

۱- سرمایه‌گذارن و تحلیل‌گران باید با توجه به ویژگی‌های شرکت‌ها احتمال مدیریت سود را در تصمیمات خود لحاظ کنند؛ برای مثال، در صورتی‌که شرکت مورد نظر آن‌ها شرکتی با حجم معامله بالاست، احتمالاً این شرکت سود خود را برای دستیابی به پیش‌بینی مدیران، مدیریت کرده است و با توجه به این احتمال باید احتیاط لازم را مدنظر قرار دهند.

۲- قانون‌گذاران و فعالان در زمان رسیدگی به فرآیندهایی از قبیل: مدیریت سود و دستکاری معاملات واقعی، باید با توجه به ویژگی‌های خاص شرکت بر روی آستانه‌های مختلف تمرکز کنند.

ب: پیشنهادهای پژوهشی

۱- پیشنهاد می‌شود این پژوهش با استفاده از اطلاعات میان دوره‌ای شرکت‌ها، مجدداً بررسی شود.

۲- پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی سایر اطلاعات از قبیل: قراردادها، اهرم مالی و مسایل مالیاتی علاوه بر اطلاعات به کار گرفته شده در این پژوهش به کار گرفته شود.

۳- پیشنهاد می‌شود در رابطه با اولویت و اهمیت آستانه‌های سود برای سرمایه گذاران، پیمایشی انجام شود.

محدودیت‌ها

۱- دوره زمانی این پژوهش کوتاه بوده است، در نتیجه تعمیم نتایج باید با احتیاط صورت گیرد.

۲- متغیرهای کلان اقتصادی، هدفمندی یارانه‌ها، نرخ ارز، تورم و سایر قوانین ممکن است متغیرهای مورد استفاده را تحت تاثیر قرار داده باشد.

منابع

۱- بدری، احمد. (۱۳۷۸). *شناسایی عوامل مؤثر بر هموار سازی سود*، رساله دکتری دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.

۲- خدادادی، ولی و رضا جان جانی. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه مدیریت سود و سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، ش اول، شماره پیاپی ۷.ص ۷۷-۹۶.

۳- مشایخی، بیتا؛ مهرانی، ساسان؛ مهرانی، کاوه و غلامرضا کرمی. (۱۳۸٤). «نقش اقلام تعهدی در مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ٤۲.صص ٦۱-۷٤.

٤- نوروش، ایرج، مهرانی، کاوه و زهره عارف منش. (۱۳۸٦). «ویژگی شرکت‌های همواراساز»، *فصلنامه بصیرت*، سال چهاردهم، ش ۳۸. صص۳۲-۵۵.

5- Ajinkya, B., Gift, M. (1984). Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research*, Vol 22, Pp 425–444.

6- Ball, R. and Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, N 6, Autumn, Pp 159-178.

7- Barber, B., Lee, Y., Liu, Y., Odean, T. (2009). Just how much do individual investors lose by trading? Review of Financial Studies Vol 22, Pp 609–632.

8- Battalio, R.H., and R. R. Mendenhall. (2005). Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements, *Journal of Financial Economics*, Vol 7, Pp 289-319.

9- Beatty, A., B. Ke and K. Petroni. (2002). Earnings Management to Avoid Earnings Declines across Publicly and Privately Held Banks. *The Accounting Review*, Vol 77, No 3, Pp 547-570.

10- Bradshaw, M., Richardson, S. and Sloan, R. (2001). Do analysts and auditors use information in accruals?, *Journal of Accounting Research*, Vol 39, No 1, Pp 45-74.

11- Brown, L. (2001). A temporal analysis of earnings surprises: profits vs Losses, *Journal of Accounting Research*, Vol 39, No 2, Pp 221-241.

12- Brown, L. and Caylor, M.L. (2005). A temporal analysis of thresholds: propensities and valuation consequences, *The Accounting Review*, Vol 80, No 2, Pp 423-440.

13- Brown, L., Richardson, G. and Schwager, S. (1987). An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings, *Journal of Accounting Research*, Vol25, No 1, Pp 49-67.

14- Burgstahler, D. and Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings

26- Jiraporn P., G. A. Miller, S. S. Yoon & Y. S. Kim. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, Vol 17, Pp 622-634.
27- Kim, Young Sang & Mathur, Ike, (2008). The impact of geographic diversification on firm performance, *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, Vol. 17, No 4, Pp 747-766.
28- LAMBERT, R. A. (2001). Contracting Theory and Accounting. *Journal of Accounting & Economics*, Vol 32, Pp 3-87.
29- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P., (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, Vol 69, Pp 505–527.
30- Li Sh. F. (2010). Determinants of management's preferences for an earnings threshold, *Review of Accounting and Finance*, Vol 9, No 1, Pp 33-49.
31- Matsumoto, D. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises, *The Accounting Review*, Vol 77, No 3, Pp 483-514.
32- Matsunaga, S.R. and Park, C.W. (2001), The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus, *The Accounting Review*, Vol 76, No 3, Pp 313-332.
33- Miller, J, S. (2009). Opportunistic Disclosures of Earnings Forecasts and Non-GAAP Earnings Measures, *Journal of Business Ethics*, Vol 89, Pp 3–10.
34- Moehrle, S. R. (2002). Do firms use restructuring charge reversals to meet earnings targets?, *The Accounting Review*, Vol 77, No 2, Pp 397-414.
35- O'Brien, P.C. (1988), Analysts' forecasts as earnings expectations, Journal of Accounting and Economics, Vol 10, No 1, Pp 53-83.
36- Richardson, S., Teoh, S.H. andWysocki, P.D. (2004). The walkdown to beatable analyst forecasts: the role of equity issuance and insider trading incentives, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 21, No 4, Pp 885-924.
37- Schipper, K. (1991). Commentary on analysts' forecasts, *Accounting Horizon*, Vol5, No 4, Pp 105-121.
decreases and losses, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 24, No 1, Pp 99-126.
15- Burgstahler, D., Eames, M., (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol 33, Pp 633–652.
16- Chan, K., Jegadeesh, N. and Sougiannis, T. (2004), The accrual effect on future earnings, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol 22, No 2, Pp 97-121.
17- Cher, K.S., Law, H.P., Lim, S.H. (2003). Earnings management to avoid losses and decreases. Working Paper. Nanyang Technological University. Nanyang Business School.
18- Dechow, P., Richardson, S. and Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation, *Review of Accounting Studies*, Vol 8, Nos 2/3, Pp 355-384.
19- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* Vol 17 (January), Pp 1-32.
20- Degeorge, F., Patel, J. and Zeckhauser, R. (1999), Earnings management to exceed thresholds, *Journal of Business*, Vol 72, No 1, Pp 1-33.
21- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French. (2007). The Anatomy of Value and Growth Stock Returns, Financial Analysts Journal, Vol 63, No 6, Pp 44-54.
22- Gary, K, Taylor, A, Xu, R. (2010). Consequences of real earning management on subsequent operating performance. Research in accounting regulation. Pp 128-132.
23- Gore, P., P. Pope, and A. Singh. (2001). Discretionary Accruals and the Distribution of Earnings Relative to Targets. Working Paper, Lancaster University, January.
24- Graham, J. R., Harvey, C. R. and Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 40 No. 1/3, PP. 3-74.
25- Iatridis, George. George Kadorinis. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, Vol 18, Pp 164–173.

38- Shanthikumar, D. (2004). *Small and large trades around earnings announcements: does trading behavior explain post-earnings-announcement drift?,* working paper, Harvard University, Boston, MA.

39- Skinner, D. and Sloan, R.G. (2002), Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio, *Review of Accounting Studies*, Vol 7, No. 2/3, Pp 289-312.

40- Walther, B. (1997), Investor sophistication and market earnings expectations, *Journal of Accounting Research*, Vol 35, No 2, Pp 157-179.

41- Wiedman, C. (1996). The relevance of characteristics of the information environment in the selection of a proxy for the market's expectations for earnings: an extension of Brown, Richardson and Schwager [1987], *Journal of Accounting Research*, Vol 34, No 2, Pp 313-324.

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال ششم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۹)، بهار ۱۳۹۳
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۵/۱۵
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۱/۱۲
صص ۱۰۶- ۸۹

تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری

رسول برادران حسن‌زاده [*] یونس بادآور نهندی[**] لیلا نگهبان [۱ *]**

[*] استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز
drh313@gmail.com
[**] استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز
Yb_nahandi@yahoo.com
[***] کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات آذربایجان شرقی
negahban_l@yahoo.com

چکیده

با توجه به محدودیت منابع و در نتیجه اهمیت روزافزون افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، در این پژوهش به بررسی تاثیر محدودیت مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. در راستای دستیابی به این هدف دو فرضیه تدوین و به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون لجستیک بهره گیری شده است.

در ضمن، در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه‌های نمایندگی از رگرسیون OLS استفاده شده است. این پژوهش در ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران، براساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۸۱و۱۳۹۰ انجام شده است. در این پژوهش، محدودیت مالی با استفاده از دو مدل وایت و وو و کاپلان اندازه‌گیری شده است. نتایج پژوهش نشان داد که محدودیت مالی با مدل وایت و وو تاثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد و محدودیت مالی با مدل کاپلان تاثیری معنادار و مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و هزینه‌های نمایندگی تاثیری منفی و معنی‌دار بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

واژه‌های کلیدی: کارایی سرمایه‌گذاری، محدودیت مالی، هزینه‌های نمایندگی.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات آذربایجان شرقی، گروه حسابداری

مقدمه

سرمایه‌گذاری در امور گوناگون توسط شرکت‌ها، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به طور کلی، کارایی سرمایه‌گذاری، به معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیش از حد) و یا عدم انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) است.

در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری، دست کم دو معیار نظری وجود دارد: معیار اول بیان می‌کند که به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین مالی شوند. اگرچه تعداد زیادی از پژوهش‌های موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را در تأمین مالی محدود می‌سازد [۱۳]، یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود، آن است که شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به علت هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف نظر نمایند که این امر، به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

در این میان، کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف از محدودیت مالی این است که شرکت‌ها زمانی در محدودیت تامین مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف رو به رو باشند [۱۲]. بنابراین، با استفاده از این تعریف، تمام شرکت‌ها را می‌توان به عنوان شرکت‌های با محدودیت مالی تلقی کرد، اما سطوح محدودیت‌های مالی متفاوت است.

استفاده از وجوه خارجی، چارچوب مناسبی برای جدا کردن شرکت‌ها بر اساس محدودیت مالی آنهاست. وقتی که تفاوت بین مصارف داخلی و خارجی وجوه سرمایه‌گذاری در یک شرکت زیاد و بالاست، آن شرکت از نظر مالی محدودیت بیشتر دارد. در حالت کلی، شرکت‌های بدون محدودیت مالی و یا محدودیت مالی کمتر، آنهایی هستند که به طور نسبی از دارایی‌های با قابلیت نقد شوندگی بالا برخوردارند و خالص دارایی آنها بالاست. بنابراین، منظور از محدودیت‌های مالی، محدودیت‌هایی است که مانع تامین همه وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های مطلوب برای شرکت‌ها می‌گردد.

معیار دوم نیز بیان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود؛ برای مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوء استفاده از منابع موجود، به سرمایه‌گذار ناکارا اقدام نمایند. بیشتر مقالات موجود در این حوزه، پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، موجب پیش سرمایه‌گذاری می‌شود [۲۲]. تعداد اندکی از این مقالات نیز پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، می‌تواند سبب کم سرمایه‌گذاری گردد [۱۰].

اولین فرض تئوری نمایندگی این است که اشخاص بر حسب منافع شخصی خود عمل می‌کنند و شرکت در تقاطع ارتباطات قراردادی است که بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و دولت

وجود دارد. طبق نظریه هزینه‌های نمایندگی مدیریت سعی می‌کند منافع خود را حداکثر کند که این هدف لزوماً همسان و همسو با حداکثر کردن ارزش شرکت نیست[٤]. امکان دارد مدیران که هدف مشابهی با سهامداران نداشته باشند، بیشتر روی رشد شرکت‌ها تمرکز داشته باشند تا به حداکثر رساندن ثروت سهامداران؛ در نتیجه، آن‌ها ممکن است جریان نقد آزاد شرکت‌ها را روی پروژه‌های کم درآمد صرف کنند که بیشتر از این‌که برای سهامداران سود داشته باشد، به سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر شود. این پژوهش با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، به آزمون تجربی دو استنباط اخیر در مورد تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد.

مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

رشد و توسعه شرکت‌ها و تفکیک مالکیت از مدیریت، امروزه مسائل نمایندگی را به مهمترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران مبدل ساخته است. از تضاد بین مدیران و مالکان و نیز عدم تقارن اطلاعاتی بین دو گروه مذکور می‌توان از دو عامل کلیدی در ایجاد مسائل نمایندگی یاد کرد. براساس مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران در خصوص جریان‌های نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به‌طور کلی، چشم انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه‌گذاران برون سازمانی در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر هزینه‌های تامین مالی و انتخاب پروژه تاثیر گذارد. برای مثال، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران (که اغلب مشکل انتخاب ناسازگار نامیده می‌شود)، محرکی مهم برای افزایش هزینه‌های تامین مالی شرکت‌هایی است که درصدد تامین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاریشان هستند. میر و مجلوف [۱۹] مدلی را مبنی بر اینکه عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود، ارائه نموده‌اند. آنان نشان دادند زمانی که مدیران در طرفداری از سهامداران موجود عمل می‌کنند و شرکت نیاز به تامین مالی برای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت دارد، مدیران ممکن است حتی به قیمت صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از تامین مالی با انتشار اوراق به قیمت کمتر، اجتناب کنند. از طرف دیگر، وردی بیان می‌کند که در یک بازار کارا همه پروژه‌های با NPV مثبت باید تامین مالی شود [۲۳] به عبارت دیگر، هرگاه مدیران به فرصتی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با NPV مثبت دست یابند، باید قادر به تامین مالی آن باشند.

هوبارد [۱۳] بیان کرده است که بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی اشاره دارند که محدودیت های مالی، توانایی مدیران را برای تامین مالی محدود می‌سازند. بنابراین، یکی از مواردی که می‌توان استنباط کرد، آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی ممکن است به علت هزینه‌های زیاد تامین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با NPV مثبت صرف نظر نمایند که این اقدام به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود [۲۳]. بعلاوه، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران ممکن است مانع سرمایه‌گذاری کارا شود. چون مدیران درصدد حداکثر کردن منافع شخصیشان هستند، می‌توانند

فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که ممکن است به بهترین نفع منافع سهامداران را تامین نکند [۱۱].

به علت وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ممکن است فرآیند بیش سرمایه‌گذاری رخ دهد. هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و مکانیسم‌های همراستا نمودن منابع سهامداران و مدیران کاملاً کارا نباشد، مدیران ممکن است از جریان‌های نقدی آزاد استفاده نموده، پروژه‌هایی با NPV منفی را برای افزایش منافع خود به کار گیرند که این اقدام به بیش سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود [۱٤]. جریان‌های نقدی آزاد، جریان‌های نقدی مازاد بر آن مبالغی است که برای پروژه‌های با NPV مثبت لازم است. بنابراین، ممکن است مدیران به جای آن‌که این وجوه را به سهامداران بپردازند، آن‌ها را هدر دهند. از این رو، مدیران انگیزه‌هایی برای بیش سرمایه‌گذاری جهت استفاده از منابع نقدی مرتبط با اندازه بزرگ‌تر شرکت خواهند داشت [۱٤]. در مجموع، بحث بالا حاکی از آن است که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذار و نیز بین مالک و نماینده می‌تواند مانع سرمایه‌گذاری کارا گردد.

میر و مجلوف [۱۹] مدلی ارائه نمودند که در آن، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر می‌شود. آن‌ها نتیجه گرفتند در زمانی که شرکت، به تأمین مالی برای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت نیاز دارد، و مدیران شرکت‌ها نیز در جهت منافع سهامداران کنونی عمل می‌نمایند، این امکان وجود دارد که حتی به قیمت صرف نظرکردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود، از تأمین مالی به وسیله انتشار سهام به قیمت کمتر اجتناب شود. مورگادو [۱۸] در بررسی ارتباط بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری، به منظور آزمون فرضیه‌های بیش و کم سرمایه‌گذاری، دریافت که یک سطح بهینه برای سرمایه‌گذاری وجود دارد.

شرکت‌هایی که از این سطح بهینه کمتر سرمایه‌گذاری می‌کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از این سطح بهینه سرمایه‌گذاری می‌کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند. همچنین، او نشان داد شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری نسبت به سایرین هستند، سطح سرمایه‌گذاری خود را بیشتر از دیگران به آن سطح بهینه، نزدیک نگه می‌دارند.

لامبرت و همکاران [۱۷] دریافتند که مشکلات نمایندگی می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر گذار باشد و نیز در صورتی‌که سرمایه‌گذاران پیش‌بینی نمایند که مدیران می‌توانند از منابع سوء استفاده کنند، موجبات افزایش هزینه‌های تامین مالی را فراهم خواهند ساخت. پیندادو و تور [۲۰]، در بررسی رابطه بین ساختار مالکیت شرکتی و فرایند بیش و کم سرمایه‌گذاری نشان دادند که بین ساختار مالکیت شرکت‌های بیش و کم سرمایه‌گذار، تفاوت معنی‌داری وجود ندارد. بیدل و هیلاری [۸] دریافتند که کیفیت حسابداری بالاتر، کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و تامین کنندگان خارجی سرمایه، تقویت می‌نماید. آنان همچنین بیان نمودند در کشورهایی که تامین مالی عمدتاً از طریق معاملات در شرایط عادی (بازار سرمایه) انجام می‌شود، در مقایسه با آنهایی که تامین مالی بیشتر از طریق اعتباردهندگان (مانند بانک‌های دولتی) انجام می‌شود، ارتباط بین کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر خواهد بود. ریچاردسون [۲۱] در بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و بیش

سرمایه‌گذاری، رابطه مثبت و معنی‌داری بین جریان‌های نقد آزاد و بیش سرمایه‌گذاری نشان دادند.

بیدل و همکاران [۹] در پژوهشی دربارهٔ ارتباط کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری، به تبیین این موضوع پرداختند که کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری در اقلام سرمایه‌ای را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، عواملی چون گزینش نادرست یا خطر اخلاقی افزایش داده، به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می‌گردد. یافته‌های آن‌ها مؤید این مطلب بود که همبستگی مثبت یا منفی میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی بیشتر است که محیط عملیاتی آن‌ها مستعد سرمایه‌گذاری کمتر از حد یا سرمایه‌گذاری بیش از حد است. این نتایج بیانگر آن است که وجود مکانیسمی میان گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند تنش‌های میان این دو را که عمدتاً از خطر اخلاقی و گزینش نادرست نشأت می‌گیرد و کارایی سرمایه‌گذاری را مختل می‌نماید، کاهش دهد. در نتیجه، یافته‌های آن‌ها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد در ارتباط است. آزاد و بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی‌داری بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری نشان دادند. یانگ و همکاران [۲٤] در پژوهشی به بررسی تاثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند که نتایج آن نشان داد شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد بیش از حد مطلوب دارند، بیشتر احتمال دارد که بیش سرمایه‌گذاری کنند و دلیل آن هزینه‌های نمایندگی است و شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد کمتر از حد مطلوب دارند، به کم سرمایه‌گذاری تمایل دارند و علت آن محدودیت‌های مالی است.

مدرس و حصارزاده [٦]، در پژوهش خود به بررسی رابطه کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. نتایج نشان داد علاوه بر این‌که سطح گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت گزارشگری موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین، بین بیش یا کم سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی، رابطه‌ای منفی و معنادار وجود دارد. بنابراین، نتایج پژوهش فوق حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی، از طریق بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد. تهرانی و حصارزاده [۲] تاثیر جریان نقد آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را بررسی نموده، به این نتیجه رسیدند که رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری مستقیم و به لحاظ آماری معنی‌دار است. با وجود این، یافته‌های این پژوهش حاکی از عدم معنی‌داری رابطه بین محدودیت مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. محدودیت در تامین مالی، به ترتیب سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را به دنبال خواهد داشت.

ثقفی و عرب مازار [۳]، در پژوهش خود با عنوان "کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه گذاری"، با استفاده از مدل تعدیل شده وردی (۲۰۰٦)، رابطه میان کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی را بررسی کردند. نتایج بررسی ۱۵۲ شرکت پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که رابطه معناداری میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد. صنعت کار [۵] در پژوهشی به "بررسی مقایسه‌ای تاثیر محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداخت که نتایج نشان داد محدودیت مالی داخلی و خارجی بر حساسیت سرمایه‌گذاری تاثیر دارد و علاوه بر این تاثیر محدودیت مالی خارجی و داخلی بر حساسیت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای تفاوت وجود دارد.

فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی اثر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری و با توجه به مبانی نظری پژوهش دو فرضیه به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: محدودیت‌های مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

فرضیه دوم: هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

متغیرها و مدل‌های پژوهش

متغیر مستقل: هزینه‌های نمایندگی

برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از مدل استفاده شده در پژوهش یانگ و گاریگلیا[1] [۲۴] استفاده شده است.

$$AC_{i,t} = a_0 + a_1 AC_{i,t-1} + a_2 Cash_{i,t-1} + a_3 Q_{i,t-1} + a_4 Size_{i,t-1} + a_5 Age_{i,t} + a_6 ROA_{i,t-1} + a_7 Leverage_{i,t-1} + v_i$$

Cash: نسبت مجموع نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی‌ها

Lev: نسبت بدهی به دارایی‌ها

Q: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

Roa: نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها

AC: نسبت هزینه‌های اداری و عمومی و فروش به کل دارایی‌ها

Size: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

Age: تعداد سال‌های فهرست

v_i همان پسماندها هستند که اگر بزرگ‌تر از صفر باشند، به عنوان شرکت‌های با هزینه نمایندگی بالا محسوب می‌شوند واگر کوچک‌تر از صفر باشند، به عنوان شرکت‌های با هزینه نمایندگی پایین محسوب می‌شوند.

متغیر مستقل: محدودیت‌های مالی

کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف از محدودیت مالی این است که شرکت‌ها زمانی در محدودیت تامین مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف رو به رو باشند [۱۲].

برای پژوهش درباره نقش محدویت‌های مالی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از دو روش برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی استفاده شده است: شاخص (kz) و شاخص (ww).

برای تمیز شرکت‌های محدود در تامین مالی از سایر واحدهای تجاری برای آزمون نمودن یکی از فرضیه‌های پژوهش از شاخص محدودیت در تامین مالی کاپلان و زینگلاس[2] [۱۶] که توسط تهرانی و

[1] Yang & Guariglia

[2] Kaplan & Zingales

حصارزاده [۲] در مدل زیر بومی شده است، استفاده می‌شود.

$$KZ_{IR} = 17.330 - 37.486C - 15.216Div + 3.394Lev - 1.402MTB$$

C: نسبت وجه نقد بردارایی‌ها

Div: سود تقسیمی بر دارایی‌ها

Lev: نسبت بدهی به دارایی‌ها

MTB: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص KZ وارد نموده، مقدار KZ محاسبه می‌شود. مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم شده‌اند که می‌توان شرکت‌های موجود در پنجک چهارم و پنجم را به عنوان محدودیت تامین مالی شناسایی نمود.

شاخص ww که وایت و وو در سال (۲۰۰۶) برای اندازه‌گیری محدودیت در تامین مالی معرفی نموده‌اند، ابراهیم کردلر و همکاران [۱] آن را در مدل زیر بومی ساخته‌اند. در این پژوهش برای بررسی بیشتر در کنار شاخص محدودیت مالی کاپلان و زینگلاس، از شاخص وایتد و وو استفاده می‌شود.

$$WW_{IR} = 80.04 - 5.182CFO - 0.106Div + 5.112Lev - 0.662LogTA$$

Div: سود تقسیمی بر دارایی‌ها

Lev: نسبت بدهی به دارایی‌ها

CFO: جریان نقد حاصل از عملیات که بر جمع دارایی‌ها در انتهای دوره تقسیم شده است.

LogTA: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص WW وارد نموده، مقدار WW محاسبه می‌شود. مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم شده‌اند که می‌توان شرکت‌های موجود در پنجک چهارم و پنجم را به عنوان محدودیت تامین مالی شناسایی نمود.

متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری

برای اندازه‌گیری متغیر وابسته پژوهش؛ یعنی کارایی سرمایه‌گذاری، از مدل استفاده شده در پژوهش یانگ و گاریگلیا [۲٤] استفاده شده است.

کل سرمایه‌گذاری (I_total) به دو بخش تقسیم شود:

۱- مخارج سرمایه‌گذاری جدید (I_new)

۲- مخارج سرمایه‌گذاری برای حفظ دارایی‌ها (I_mein)

$$I_new_{i,t} = a_0 + a_1 I_new_{i,t-1} + a_2 Cash_{i,t-1} + a_3 Q_{i,t-1} + a_4 Size_{i,t-1} + a_5 Age_{i,t} + a_6 ROA_{i,t-1} + a_7 Leverage_{i,t-1} + v_i$$

IE: کارایی سرمایه‌گذاری

I_totali,t = مخارج سرمایه ای دریافت‌ها از فروش اموال و ماشین آلات و تجهیزات

I_main.i,t = استهلاک دارایی‌های نامشهود + استهلاک دارایی‌های مشهود

$$I_mein_{i,t} - I_total_{i,t} = I_new_{i,t}$$

پسماندهای مدل بالا اگر بزرگ‌تر از صفر باشد، به عنوان بیش سرمایه‌گذاری واگر کوچک‌تر از صفر باشد، کم سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. بدیهی است که قرینه اندازه این مقادیر می‌تواند شاخصی

برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری باشد. بنابراین، هرچه قرینه اندازه خطاها بزرگ‌تر (کوچک‌تر) باشد، نشان‌دهنده کارایی بیشتر (کمتر) سرمایه‌گذاری است.

متغیرهای کنترلی

علت استفاده از متغیرهای کنترلی در این مدل‌ها، کنترل تاثیر عوامل شناخته شده و ناشناخته در رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل اصلی است. این متغیرها در متون گذشته موضوع این پژوهش استفاده شده است. برای مثال، بیدل و همکاران [۷] و ریچاردسون [۲۱] و وردی [۲۳].

Size: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

Age: تعداد سال‌های فهرست

RoA: نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها

Leverage: نسبت کل بدهیها به کل دارایی‌ها

Q: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

Cash: نسبت مجموع نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل دارایی‌ها

جامعه آماری

برای دستیابی به صورت‌های مالی تهیه شده بر اساس استانداردهای حسابداری واحد (ایران) جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌هایی هستند که حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۰ در آن حضور داشته و از پنج ویژگی ادامه، همزمان برخوردار باشند.

۱ـ طی سال‌های مزبور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند؛ ۲ـ دسترسی لازم به صورت‌های مالی آن‌ها وجود داشته باشد؛ ۳ـ شرکت‌ها جزو بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های واسطه‌گری مالی، هلدینگ، سرمایه‌گذاری و لیزینگ‌ها) نباشند؛ ٤ـ به منظور رعایت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرهای فصلی، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان سال شمسی باشد؛ ۵- شرکت‌های مورد نظر باید سودآور باشند.

با مدنظر قرار دادن محدودیت‌های فوق، اطلاعات تعداد ۹۵ شرکت از نرم افزارهای ره آورد نوین استخراج گردید.

روش پژوهش

معمولاً روش پژوهش‌های مختلف را از ابعاد گوناگون بررسی می‌کنند. بعد هدف پژوهش، روش گردآوری اطلاعات پژوهش و .... در این پژوهش، از آنجا که پس از گردآوری داده و انجام محاسبات مربوطه، نتایج به دست آمده از نمونه را می‌توان به جامه پژوهش (کل بورس اوراق بهادار تهران) تعمیم داد (حرکت از جزء به کل). روش انجام این پژوهش اسقرایی است. از نظر بعد زمانی، پس رویدادی است؛ زیرا داده‌های سال‌های گذشته بررسی می‌شوند (سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰). از لحاظ هدف نیز، پژوهش کاربردی است. همچنین؛ این پژوهش به لحاظ روش تحلیل داده‌ها، از نوع همبستگی علّی است که علت و معلول را بررسی می‌کند و تاثیر را می‌سنجد.

یافته‌های پژوهش

توصیف آماری متغیرها

در تحلیل توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه اطلاعات و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی نظیر شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده‌های پژوهش پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش و همچنین، تحلیل فراوانی متغیرهای اسمی در نگاره‌های (۱) و (۲) ارائه شده است.

نگاره ۱. تحلیل توصیفی داده‌های کمّی پژوهش

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم
مخارج سرمایه‌گذاری جدید	I_New	۵۷۰	-۰/۰۹۲	۰/۱۰۲	-۰/٦۸٦	۰/۲۰٦
نسبت وجه نقد به دارایی‌ها	Cash	۵۷۰	۰/۰٦۰	۰/۰۷٦	۰/۰۰۱	۰/۸۱۳
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۵۷۰	۰/۱٤۲	۰/۱۰۳	۰/۰۰۱	۰/۵۷۱
اندازه شرکت	Size	۵۷۰	۱۳/٤۸۸	۱/۲۵۸	۱۱/۰۱۱	۱۸/٤۳۷
فرصت رشد	Q	۵۷۰	۱/۳۳۵	۰/۵٤٦	۰/۳۱٤	٦/٤۷٤
اهرم	Lev	۵۷۰	۰/٦۰۵	۰/۱٦۱	۰/۰۱۳	۰/۹۲٤
عمر شرکت	AGE	۵٦۸	۱۸/٦۳۰	۸/۰۹٤	۸	٤۵

نگاره ۲. تحلیل فراوانی داده‌های اسمی پژوهش

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	جواب	فراوانی	درصد فراوانی
محدودیت مالی مدل کاپلان و زینگلاس	KZ	۵۷۰	بلی (۱)	۲۲۸	٤۰
			خیر (۰)	۳٤۲	٦۰
محدودیت مالی مدل وایت و وو	WW	۵۷۰	بلی (۱)	۲۲۸	٤۰
			خیر (۰)	۳٤۲	٦۰
هزینه نمایندگی	AGC	۵۷۰	بلی (۱)	۲۳۵	٤۱/۲
			خیر (۰)	۳۳۵	۵۸/۸
کارایی سرمایه‌گذاری	IE	۵۷۰	بلی (۱)	۱۰۸	۱۸/۹
			خیر (۰)	٤٦۲	۸۱/۱

بررسی نحوه توزیع داده‌ها

اولین مرحله برای آغاز فرآیند آزمون فرضیه‌ها، بررسی نرمال بودن داده‌هاست. برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف استفاده و نتایج آن در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره ۳. نتایج آزمون کولموگوروف – اسمیرنوف

متغیر	علامت	آماره Z	P-Value
نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به دارایی‌ها	AC	۱/۲٤۲	۰/۰۷٤
مخارج سرمایه‌گذاری جدید	I_New	۱/۳۹۰	۰/۰۵۲
نسبت وجه نقد به دارایی‌ها	Cash	۵/۲۰۹	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۱/۳۸۵	۰/۰۵۵
اندازه شرکت	Size	۱/۳۳۵	۰/۰٦٤
فرصت رشد	Q	۳/۱۹۷	۰/۰۰۰
اهرم	Lev	۱/۰۹۷	۰/۱٤۰
محدودیت مالی مدل وایت و وو	WW	۲/۱۰۲	۰/۰۰۰
محدودیت مالی مدل کاپلان و زینگلاس	KZ	۳/۱۲۵	۰/۰۰۰
عمر شرکت	AGE	٤/۷۲۵	۰/۰۰۰

نتایج آزمون (K-S) نشان می‌دهد که توزیع متغیرهای وابسته پژوهش در مدل رگرسیون تخمین هزینه نمایندگی و کارایی سرمایه و همچنین، برخی از متغیرهای مستقل و کنترلی، از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

جدول همبستگی بین متغیرها

در پژوهش به خاطر تعیین همبستگی بین متغیرهای کمّی از همبستگی پیرسون استفاده شده که ماتریس همبستگی بین متغیرها در نگاره (٤) ارائه شده است.

نگاره ٤. ماتریس همبستگی پیرسون

متغیر	علامت	AC	I_New	Cash	ROA	Size	Q	Lev	AGE
نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به دارایی‌ها	AC	۱							
مخارج سرمایه‌گذاری	I_New	-۰/۰۲۳	۱						
نسبت وجه نقد به دارایی‌ها	Cash	۰/۱۸۵ **	-۰/۰۸۱ *	۱					
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۱۰۱ *	-۰/۱٦۱ **	۰/۳٤٤ **	۱				
اندازه شرکت	Size	-۰/۱۹۷ **	-۰/۰٤۳	۰/۰۱۵	-۰/۰۵۷	۱			
فرصت رشد	Q	۰/۰۵۰	-۰/۱۹۰ **	۰/۳۳۰ **	۰/۵۹۲ **	-۰/۰۸۳ *	۱		
اهرم	Lev	۰/۱۰٤ *	۰/۰۲۳	-۰/۲۰۳ **	-۰/٦۵۲ **	۰/۱۵۵ **	-۰/۱۹۹ **	۱	
عمر شرکت	AGE	۰/۰۷۳	۰/۰۵۲	-۰/۰۳٤	-۰/۱۷۵ **	۰/۰۲۳	-۰/۱۹۳ **	۰/۰۵۲	۱

* معنی‌دار در سطح ۹۵٪ اطمینان ** معنی‌دار در سطح ۹۹٪ اطمینان

این نتایج آزمون همبستگی نشان می‌دهد متغیر نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به دارایی‌ها با نسبت وجه نقد به دارایی‌ها و اهرم و محدودیت مالی مدل وایت و وو همبستگی مثبت و با نرخ بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت همبستگی معکوس و معنی‌داری دارد. همچنین، متغیر محدودیت مالی مدل وایت و وو با کارایی سرمایه‌گذاری و اهرم همبستگی مثبت و با نسبت وجه نقد به دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه شرکت، همبستگی منفی و معنی‌داری در سطح ۹۹٪ اطمینان دارد. نتایج نگاره (٤) نشان می‌دهد محدودیت مالی مدل کاپلان و زینگلاس نیز با نسبت جریان نقد به دارایی‌ها و نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری همبستگی منفی و با کارایی سرمایه‌گذاری و اندازه و اهرم همبستگی مثبت و معنی‌داری دارد.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: محدودیت‌های مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد. این فرضیه در دو

حالت آزمون خواهد شد؛ به‌طوری که در حالت اول محدودیت مالی مدل وایت و وو و در حالت دوم محدودیت مالی مدل کاپلان و زینگلاس به عنوان متغیر مستقل وارد مدل لوجیت خواهند شد. همچنین، برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری مدل رگرسیون حداقل مربعات (OLS) زیر در طی دوره مورد پژوهش برازش و سپس پسماندهای این رگرسیون برای هر شرکت استخراج شده است. اگر عدد به‌دست آمده به عنوان باقیمانده رگرسیون کمتر از صفر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری وجود داشته و عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر لحاظ گردیده است.

مدل رگرسیون حداقل مربعات برای محاسبه کارایی سرمایه‌گذاری به شرح زیر است. نتایج برازش این مدل در نگاره (۵) ارائه شده است.

$$I_{New_{i,t}} = \alpha + \beta_1(I_{New_{i,t-1}}) + \beta_2(Cash_{i,t-1}) + \beta_3(Q_{i,t-1}) + \beta_4(Size_{i,t-1}) + \beta_5(Age_{i,t}) + \beta_6(ROA_{i,t-1}) + \beta_7(Lev_{i,t-1}) + V_{i,t}$$

نگاره ۵. نتایج برازش رگرسیون برای تخمین کارایی سرمایه‌گذاری

نام متغیر	β	ضریب (β)	آماره t	P-Value
مقدار ثابت	α	۲/۷۴۹	۱/۱۶۶	۰/۲۴۳
مخارج سرمایه‌گذاری	β۱ (I_Nw_{t-1})	−۰/۱۱۲	−۲/۳۳۲	۰/۰۲۳
نسبت وجه نقد به دارایی‌ها	β۲ ($Cash_{t-1}$)	۱/۸۷۴	۱/۰۱۵	۰/۳۱۰
فرصت رشد	β۳ (Q_{t-1})	۰/۸۳۰	−۲/۱۰۸	۰/۰۳۵
اندازه شرکت	β۴ ($Size_{t-1}$)	−۰/۱۸۲	−۱/۱۶۹	۰/۲۴۲
عمر شرکت	β۵ (Age)	۰/۰۰۸	۰/۵۳۷	۰/۵۹۱
نرخ بازده دارایی‌ها	β۶ (ROA_{t-1})	−۱/۵۵۹	−۲/۳۱۲	۰/۰۰۹
اهرم سال قبل	β۷ (Lev_{t-1})	−۱/۲۱۶	−۱/۵۲۹	۰/۱۲۶
	آماره F	P-Value	(D-W)	R^2 $AdjR^2$
کل مدل رگرسیون	۵/۳۸۱	۰/۰۰۰	۲/۰۲۴	R^2 =۰/۱۵۴ $AdjR^2$ = ۰/۱۱۷

با توجه به نتایج برازش مدل رگرسیون (OLS) برای تخمین کارایی سرمایه که در نگاره (۵) ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (۲/۰۲۴) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین، همبستگی اجزای خطای مدل وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش در نگاره (۶) ارائه شده است. برای آزمون این فرضیه در حالت اول و دوم از رگرسیون لجستیک با مدل زیر استفاده شده است:

$$IE_{i,t} = \alpha + \beta_1(WW_{i,t}) + \beta_2(Cash_{i,t}) + \beta_3(ROA_{i,t}) + \beta_4(Size_{i,t}) + \beta_5(Q_{i,t}) + \beta_6(Lev_{i,t} + \beta_7(Age_{i,t}) + V_{i,t}$$

$$IE_{i,t} = \alpha + \beta_1(KZ_{i,t}) + \beta_2(Cash_{i,t}) + \beta_3(ROA_{i,t}) + \beta_4(Size_{i,t}) + \beta_5(Q_{i,t}) + \beta_6(Lev_{i,t} + \beta_7(Age_{i,t}) + V_{i,t}$$

نگاره ٦. نتایج آزمون فرضیه اول (با مدل وایت و وو و کاپلان و زینگلاس)

نام متغیر	Ww				Kz			
	β	ضریب (β)	آماره والد (Wald)	Sig	ضریب (β)	آماره والد (Wald)	Sig
مقدار ثابت	α	۱۷/۹٦۸	٦۰/۷۳۳	۰/۰۰۰	۱۷/۹۸۱	٦٤/٦۲۷	۰/۰۰۰
محدودیت مالی	β_1 (WW,KZ)	۰/۱۳۲	۰/۱۳۸	۰/۷۱۰	۰/٦۰۳	۳/۹۸۷	۰/۰٤٦
نسبت وجه نقد به دارایی‌ها	β_2 (Cash)	٦/۲۹۹	۱۳/۲٤٦	۰/۰۰۰	٦/٤٦۲	۱۲/۹۲٥	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	β_3 (ROA)	-٤/٦۱٦	٥/٦۱۳	۰/۰۱۸	-٤/۲۸۱	٤/۷۹٤	۰/۰۲۹
اندازه شرکت	β_4 (Size)	-۱/۳۸٦	٦۱/۷۰۸	۰/۰۰۰	-۱/٤۰۷	٦۸/۳۷٦	۰/۰۰۰
فرصت رشد	β_5 (Q)	۰/۰۱۰	۰/۰۰۱	۰/۹۷۳	۰/۱۰۹	۰/۱۲۰	۰/۷۲۹
اهرم	β_6 (Lev)	-٤/۰۷۸	۱۲/٦۹٦	۰/۰۰۰	-٤/۲٦۲	۱٦/۸۱۲	۰/۰۰۰
عمر شرکت	β_7 (Age)	۰/۰٥۹	۱٤/۳٤۱	۰/۰۰۰	۰/٥۸	۱۳/۸۷۹	۰/۰۰۰
کل مدل رگرسیون لجستیک	آماره χ^2	P-Value	Log-Likelihood	Pseudor-square	آماره χ^2	P-Value	Log-Likelihood	Pseudor-square
	۱٥٤/۷۳٦	۰/۰۰۰	۳۹۲/۰۰۳	۰/۲۳۸ Cox&Snell = ۰/۳۸٦ NagelKerke	۱٥۸/٦٦۸	۰/۰۰۰	۳۸۸/۰۷۱	۰/۲٤٤ Cox&Snell = ۰/۳۹٤ NagelKerke

با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول در حالت اول و دوم که در نگاره (٦) ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره کای دو در هر دو حالت (kz , ww)، (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (٥ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار و نشان‌دهنده برازش مناسبی از مدل است. با توجه به بالا بودن سطح احتمال (P-Value) آماره والد از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_1 نتایج آزمون نشان می‌دهد محدودیت مالی مدل وایت و وو تاثیر معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد.

بنابراین، فرضیه اول پژوهش در حالت اول را در سطح اطمینان ۹٥٪ نمی‌توان قبول نمود. همچنین،

نتایج نشان می‌دهد از متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل، نسبت جریان وجه نقد بر دارایی‌ها و عمر شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت داشته و در طرف مقابل، نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و اهرم تاثیر معکوس و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند. ضریب تعیین پزودو نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند بین ۲۳/۸ ٪ تا ۳۸/٦٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند و با توجه به پایین بودن سطح احتمال (P-Value) آماره والد از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_1، نتایج آزمون نشان می‌دهد محدودیت مالی مدل کاپلان و زینگلاس تاثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش در حالت دوم را در سطح اطمینان ۹۵٪ نمی‌توان رد نمود. همچنین، نتایج نشان می‌دهد از متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل، نسبت جریان وجه نقد بر دارایی‌ها و عمر شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت داشته و در طرف مقابل، نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و اهرم، تاثیر معکوس و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند.

ضریب تعیین پزودو نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند بین ۲٤/٤ ٪ تا ۳۹/٤٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد: هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی، مدل رگرسیون حداقل مربعات (OLS) زیر در طی دوره مورد پژوهش برازش گردیده و سپس پسماندهای این رگرسیون برای هر شرکت استخراج شده است. اگر عدد به دست آمده به عنوان باقیمانده رگرسیون کمتر از صفر باشد، هزینه نمایندگی وجود ندارد و عدد صفر و در غیر این صورت، عدد یک لحاظ گردیده است. مدل رگرسیون حداقل مربعات برای محاسبه هزینه‌های نمایندگی به شرح زیر است. نتایج برازش این مدل در نگاره (۷) ارائه شده است.

$$AC_{i,t} = \alpha + \beta_1(AC_{i,t-1}) + \beta_2(Cash_{i,t-1}) + \beta_3(Q_{i,t-1}) + \beta_4(Size_{i,t-1}) + \beta_5(Age_{i,t}) + \beta_6(ROA_{i,t-1}) + \beta_7(Lev_{i,t-1}) + V_{i,t}$$

نگاره ۷. نتایج برازش رگرسیون برای تخمین هزینه‌های نمایندگی

نام متغیر	β	ضریب (β)	آماره t	P-Value
مقدار ثابت	α	۰/۰۸۳	۳/۸۹۸	۰/۰۰۰
نسبت هزینه‌های عمومی و اداری به دارایی‌ها	β۱ (AC_{t-1})	۰/٤٤٥	۱۲/٥٦۳	۰/۰۰۰
نسبت وجه نقد به دارایی‌ها	β۲ ($Cash_{t-1}$)	۰/۰٤٤	۱/٦۳۸	۰/۱۰۱
فرصت رشد	β۳ (Q_{t-1})	۱/۱۱۲	۰/۱۹٦	۰/۸٤٤
اندازه شرکت	β٤ ($Size_{t-1}$)	-۰/۰۰۳	-۲/۳۱٤	۰/۰۲۱
عمر شرکت	β٥ (Age)	۱/۸٤٥	۰/٤۱۸	۰/۰٦۷٥
نرخ بازده دارایی‌ها	β٦ (ROA_{t-1})	-۰/۰٦۷	-٤/٤۷۹	۰/۰۰۰
اهرم	β۷ (Lev_{t-1})	۰/۰۰۱	۰/۱۷٦	۰/۸٦۰
کل مدل رگرسیون	آماره F	P-Value	(D-W)	$AdjR^2$ / R^2
	۲۸/٥٦۹	۰/۰۰۰	۱/۹۳٤	$AdjR^2$ = ۰/۲٥۳ / R^2 =۰/۲٦۳

با توجه به نتایج برازش مدل رگرسیون (OLS) برای تخمین هزینه‌های نمایندگی که در نگاره (۷) ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون (۱/۹۳٤) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین، همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش در نگاره (۸) ارائه شده است. برای آزمون این فرضیه از رگرسیون لجستیک با مدل زیر استفاده شده است.

$$IE_{i,t} = \alpha + \beta_1(AGC_{i,t}) + \beta_2(Cash_{i,t}) + \beta_3(ROA_{i,t}) + \beta_4(Size_{i,t}) + \beta_5(Q_{i,t}) + \beta_6(Lev_{i,t} + \beta_7(Age_{i,t}) + V_{i,t}$$

نگاره ۸. نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	β	ضریب (β)	آماره والد (Wald)	Sig
مقدار ثابت	α	۱۹/۳٥٦	٦۷/۷٦۰	۰/۰۰۰
هزینه‌های نمایندگی	β_1 (AGC)	-۰/٦۸۸	٦/۱۰۹	۰/۰۱۳
نسبت وجه نقد به دارایی‌ها	β_2 (Cash)	٦/۰۷۷	۱۱/۹۳۲	۰/۰۰۱
نرخ بازده دارایی‌ها	β_3 (ROA)	-٤/۳۱۲	٥/۰۰۷	۰/۰۲٥
اندازه شرکت	β_4 (Size)	-۱/٤۸۳	٦۹/۸۸۳	۰/۰۰۰
فرصت رشد	β_5 (Q)	۰/۰۱۸	۰/۰۰٤	۰/۹٥۳
اهرم	β_6 (Lev)	-٤/۰۲۱	۱٦/۰٤٥	۰/۰۰۰
عمر شرکت	β_7 (Age)	۰/۰٦٤	۱٦/۳۲۳	۰/۰۰۰
کل مدل رگرسیون لجستیک	آماره χ^2	P-Value	(Log-Likelihood)	(Pseudo r-square)
	۱٦۰/۹۷۲	۰/۰۰۰	۳۸٥/۷٦۷	Cox&Snell =۰/۲٤۷ NagelKerke = ۰/۳۹۹

با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم که در نگاره (۸) ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره کای دو (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار بوده، نشان دهنده برازش مناسبی از مدل است. با توجه به پایین بودن سطح احتمال (P-Value) آماره والد از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_1، نتایج آزمون نشان می‌دهد هزینه‌های نمایندگی تاثیر منفی و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش را در سطح اطمینان ۹۵٪ نمی‌توان رد نمود. همچنین، نتایج نشان می‌دهد از متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل، نسبت جریان وجه نقد بر دارایی‌ها و عمر شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت داشته و در طرف مقابل، نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و اهرم تاثیر معکوس و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند.

ضریب تعیین پزودو نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند بین ۲٤/۷ ٪ تا ۳۹/۹٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند.

نتیجه

این پژوهش به بررسی برخی از جنبه‌های مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. با توجه به مبانی نظری مطرح شده در این پژوهش، در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین اعتباردهندگان و مدیران می‌تواند موجب محدودیت در تامین مالی بشود که این امر موجب کم سرمایه‌گذاری می‌شود و همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران باعث تئوری جریان نقد آزاد شده که به موازات افزایش جریان نقد آزاد امکان دارد پروژه‌هایی اجرا گردد که دارای ارزش فعلی خالص منفی باشند و موجب مشکلات نمایندگی و سرمایه‌گذاری بیش از حد گردد. سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد، هر دو نشان‌دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری است. بدین منظور، هدف این پژوهش بررسی تاثیر محدودیت مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری بود که نتایج پژوهش نشان داد محدودیت مالی با مدل وایت و وو تاثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد و محدودیت مالی با مدل کاپلان تاثیری معنادار و مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و هزینه‌های نمایندگی تاثیری معنادار و منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. این یافته‌ها با نتایج پژوهش یانگ و همکاران (۲۰۱۲) مطابقت دارد.

پیشنهادها

الف) پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

۱- با توجه به نتایج فرضیه اول پیشنهاد می‌گردد که سهامداران و هیأت مدیره شرکت‌ها با ایجاد ساز و کارهای نظارتی بیشتر، برای کنترل و کاهش مبالغ جریان‌های نقدی آزاد از وقوع بیش سرمایه‌گذاری که نشان‌دهنده نوعی ناکارایی در سرمایه‌گذاری است، جلوگیری نمایند.

۲- با توجه به نتایج آزمون اول، به مدیران پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که عمرشان بیشتر است. همچنین، اهرم نیز تاثیری معکوس بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و از آنجایی که مدیران تصمیم گیرنده سرمایه‌گذاری هستند، پس مدیران باید تا جایی که امکان دارد، از گرفتن اعتبار و ایجاد بدهی جلوگیری کنند. از میان متغیرهای کنترلی، نسبت مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، تاثیری مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. در این میان، وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت برای مدیران اهمیت پیدا می‌کند. مدیران باید توجه داشته باشند که افزایش وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت موجب افزایش این نسبت و در نتیجه، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و از طرف دیگر، افزایش بیش از حد وجه نقد باعث ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود. پس مدیران می‌توانند سرمایه‌گذاری کوتاه مدت را افزایش دهند تا کارایی سرمایه‌گذاری افزایش یابد.

۳- در این پژوهش هزینه‌های نمایندگی با هزینه‌های عمومی و اداری و فروش سنجش شده است و این هزینه‌ها می‌تواند از ناکارآمدی مدیران باشد. پس سهامداران، به خصوص سهامداران عمده می‌توانند در این بخش از هزینه‌ها حساس شده، مدیریت را تحت کنترل در آورند.

ب) پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱- با توجه به این‌که در این مورد پژوهش‌های جامعی در کشور صورت نگرفته است، پیشنهاد

می‌گردد این پژوهش در بازه زمانی بیشتری (بلندمدت) بررسی و آزمون شود.

۲- پیشنهاد می‌گردد محدودیت مالی به محدودیت مالی داخلی و خارجی تقسیم شده، تاثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری سنجیده شود.

۳- در این پژوهش برای سنجش هزینه‌های نمایندگی از هزینه‌های عمومی و اداری استفاده شده است. پیشنهاد می‌گردد از مدل‌ها و شاخص‌های دیگری استفاده شود.

٤- بررسی ارتباط محدودیت مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی.

۵- بررسی ارتباط محدودیت مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی.

منابع

۱- ابراهیمی کردلر، علی، محمد آبادی، مهدی و رضا حصارزاده. (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین تضاد منافع سهام داران ـ اعتباردهندگان با محدودیت در تأمین مالی و توزیع سود"، *فصلنامه اوراق بهادار*، ش ٤، صص ٦۵- ۹۰.

۲- تهرانی، رضا و رضا حصارزاده. (۱۳۸۸). "بررسی تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری"، *پژوهش‌های حسابداری*، ش سوم، صص ۵۰-٦۸.

۳- ثقفی، علی. مصطفی و عرب مازیار یزدی. (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکاری سرمایه‌گذاری، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، ش چهارم، شماره پیاپی ششم، صص۱-۲۰.

٤- شباهنگ، رضا. (۱۳۸۹). *تئوری حسابداری*، مرکز پژوهش‌های تخصیص حسابداری و حسابرسی سازمان *حسابرسی*، صص ۳۱-۳۲.

۵- صنعت کار، رضا. (۱۳۹۰). *بررسی مقایسه‌ای تاثیر محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های اهرمی و سرمایه‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد تبریز.

٦ - مدرس، احمد و رضا حصارزاده. (۱۳۸۷) .«کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ش دوم، صص۸۵-۱۱٦.

8- Biddle, G., G, Hilary.,Verdi,R. (2008). "How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency?". *Working paper*.

9- Biddel, G. C. and Hilary, G. (2006). Accounting quality and firmlevel capital investment. *The Accounting Review*, Vol 81, Pp 963-982.

10- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality improve investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, Vol 48, Pp 112-131.

11- Bertrand, M., and Mullainathan,S. (2003). "Enjoying the Quiet Life?" Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*. Vol 111, Pp 1043-1075.

12- Berle, A., Means, G. (1932). The modern corporation and private property. *Macmillan New York.*

13- Fazzari M. Steven, Hubbard R. Glenn, and Petersen Bruce C. (1988). Financing constraints and corpoprate investment, *Brooking papers on Economic Activity,* Vol 1, Pp 141-195.

14- Hubbard, R. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, Vol 36, Pp 193-225.

15- Jensen MC. (1986). Agency costs of free cash flow, *corporate finance and takeovers.American Economics Review*, Vol 76, Pp 323-339.

16- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure

Journal of financial economics, Vol 3, Pp 305-360.

17- Kaplan, S., and L. Zingales, (1997). "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?". *The Journal of Economics*, Vol 112, Pp 169-215.

18- Lambert, R. C, Leuz. Verrecchia, R. (2003). "Accounting information, disclosure, and the cost of capital". *Journal of Accounting Research.* Vol 45, Pp 385-420

19- Morgado, M., J, Pindado. (2000). "The under investment and over investment hypotheses: An analysis using panel data". Instituto Politecnico de Combra (Portugal). *www.ssrn.com*

20- Myers, S. C., and N. S. Majluf, (1984), "Corporate financing and investment decisions". *Journal of Financial Economics* Vol 20, Pp 293–315.

21- Pindado, J. Torre, C. (2005). "The Effects of Owneship Structure on Under investment and Over investment". *www.ssrn.com.*

22- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, Vol 11, Pp 159-189.

23- Stein, J. (2003). Agency information and corporate investment. In Handbook of the Economics of Finance, edited by George Constantinides, *Milt Harris and René Stulz, Elsevier*, Vol. 1, Pp 111-165.

24- Verdi, R. (2006). "Financial Reporting Quality and Investment Efficiancy". M.I.T.*Working Paper*.

25- Yang, j, Guariglia, A. (2012). Is investment inefficiency caused by financial constraints or agency costs? *www.ssrn.com*

The Impact of Financial Constraints and Agency Costs of Investment Efficiency

R. Baradaran Hassanzadeh
Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Iran
Y. Badavar Nahandi
Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Iran
L. Negahban
Master of Accounting, Science and Research Branch, Islamic Azad University of Tabriz, Iran

Abstracts
This study will discuss the impacts of financial constraints and agency costs on the investment efficiency regarding limited resources and growing importance of investment efficiency. In order to achieve this goal, two hypotheses have been formulated and logistic regression has been used to test hypotheses. Meanwhile in this study regression (ols) has been used to measure investment efficiency and agency costs. This research has been done in 95 listed companies in Tehran Stock Exchange based on data contained in financial reports between 2001 – 2012. In this study, financial constraints has been measured using two models of Kaplan and White and wu. Results showed that financial constraints using White and Wu model does not have any effect on investment efficiency but, financial constraints using Kaplan has significant and positive effect on the investment efficiency. Agency costs have significant and negative effect on investment efficiency.

Keywords: Investment efficiency, financial constraints, Agency costs.

* negahban_l@yahoo.com

Relationships between Firm Specific Factors and Management's Preferences for an Earnings Threshold

M. Moradzade Fard
Assistant professor in Accounting, Azad University, karaj, Iran
M. Ebrahimi Maimand
Ph.D. Student in Accounting, University of Shiraz, Shiraz, Iran
M. Moradi
Master of Accounting, University of Tarbiat Modares, Tehran, Iran

Abstracts
Earning management and reaching the earnings threshold have long been in the center of different interested parties' attention. Previous research has provided mixed evidence on the relative importance of three earnings thresholds which managers seek to achieve. These thresholds include avoiding losses, avoiding earnings declines and avoiding negative earnings surprises. The purpose of this paper is to investigate whether firm specific factors influence management's preferences for an earnings threshold. For this purpose three Logit models are estimated to determine the relationships between firm-characteristics and management's perceptions of the relative importance of each threshold. Data from a sample of 104 affiliated firms in Tehran Stock Exchange with from year1385 to 1389 -520 firm-year observations- have been analyzed. The results show that firm specific factors influence management's preferences toward a specific earnings threshold. Large firms are more prone to avoid losses; firms with high growth prospects are more prone to avoid earnings declines and firms with high turnover are more concerned with avoiding negative earnings surprises and earnings declines.

Keywords: Earnings Threshold, Earning Management, Management Earnings Forecasts.

* Moradzadehfard@kiau.ac.ir

The Effect of Personal Incentives Managers on Costs Asymmetric in Tehran Stock Exchange

***A. Khani**
Assistant Professor of Accounting, University of Isfahan, Iran
H. Amiri
Assistant Professor of Economy, University of Isfahan, Iran
M.A. Shamohammadi
Master of Accounting, University of Isfahan, Iran

Abstract
The fundamental assumption in cost accounting is that expense changes in relation with increase and decrease in level of activity is symmetrical. But recent research shows asymmetric behavior of the costs when demand fluctuations. In this study, costs stickiness by taking consideration traditional factors, namely economic factors affecting sticky costs, personal motives of managers in the effective agency factors of the costs asymmetry, are test. A sample of 100 companies was selected having features proposed in this survey during from 1379 to 1389. The results suggest a significant impact of agency variables on asymmetry of selling, general and administrative (SG&A) costs. Hence the asymmetry of Costs due to the agency problem is positively related with personal motivations and empire building of managers.

Keywords: cost behavior, cost stickiness, cost asymmetry, agency problem, empire building.

* dr.a.khani@gmail.com

Relationship between Earning Growth and Stock Returns by Using Residual Income in Tehran Stock Exchange (TSE)

*** B. Shamszadeh**
Assistant Professor of Accounting Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran
M. Sadeghifar
Assistant Professor of Statistics, Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran
B. almasi
Master of Accounting, Hamadan Branch, Islamic Azad University, Hamadan, Iran

Abstract
The main objective of this study is to explore the relationship between earnings growth and stock returns using the residual income (RI) model in companies listed on the Tehran Stock Exchange. We use residual income (RI) for decomposing earnings growth into growth in RI and growth in invested capital in order to explain its relationship with current and future stock returns. Data were collected for the period 2004 to 2011 from TSE. We use Pearson correlation coefficient to test our hypotheses. The results show, significant positive relationship between growth in RI and current stock returns and significant negative relationship between growth in invested capital and current stock returns. Also, there is a significant positive relationship between growth in RI and future stock returns, and there is no relationship between growth in invested capital and future returns.

Keywords: Earnings growth, Residual income, Stock returns.

* Shamszadeh@basu.ac.ir

The Effect of Managerial Overconfidence on Conditional and Unconditional Conservatism

***D. Foroghi,**
Associate Professor of Accounting, University of Isfahan, Iran
Z. NokhbehFallah
Master of Accounting, University of Isfahan, Iran

Abstract
The purpose of this study is investigating the effect of managerial overconfidence on conditional and unconditional conservatism. To attain the mentioned purpose, two hypotheses were developed and a sample of 77 firms was selected by systematic elimination method from the companies listed in Tehran stock exchange during the years of 2002 to 2011. In order to measure conditional conservatism, khan and Watts (2009) model and to measure unconditional conservatism, measure of Givoly and Hayn (2000) and to measure managerial overconfidence, two measures of research of Ahmed and Duellman (2013) were used. Also, to estimate research hypotheses, weighted least squares and panel methods were used. Results of estimating research models indicated that the effects of managerial overconfidence on conditional and unconditional conservatism are negative and significant. In other words, existence of overconfidence in top managers results in decreasing of financial reporting conservatism.

KeyWords: Conditional conservatism, Unconditional Conservatism, Managerial Overconfidence.

* Foroghi@ase.ui.ac.ir

An Investigation of the Determinants of Working Capital Management in Tehran Stock Exchange (TSE)

A. A. Anvari Rostami
Professor of Accounting, Tarbiat Modarres University, Tehran, Iran
***R. Sadjadpour**
Lecturer of Accounting,Lorestan University, Khormabad, Iran
M. yaballuei
Ph.D. Student in Accounting Azad University, Kermanshah, Iran

Abstract
The aim of this paper is to investigate the Determinants of Working Capital Management (WCM) in Tehran Stock Exchange. In this research, to measure WCM, as the dependent variable, we use Cash Conversion Cycle (CCC) and Independent variables of research are Debt ratio, ROA, Investment in fixed assets and Cash Flow. For this purpose 600 firms are considered as sample of research and using Multivariate regression model and panel data method have been tested. The result shows that there is a significant negative relationship between WCM and Debt ratio, ROA, Investment in fixed assets and there is a significant positive relationship between WCM and Cash Flow.

Keywords: Working Capital Management, Cash Conversion Cycle, ROA, Debt Ratio, Investment in fixed assets, Cash Flow.

* R.Sadjadpour@gmail.com

The Survey of Relationship between Corporate Governance and Innate and Discretionary Accruals Quality of Companies Listed in Tehran Stock Exchange

Y. Hassas Yeganeh
Associate Professor of Accounting, Allameh Tabatabaiy, University of Tehran, Iran
H. Didar
Assistant Professor of Accounting, University of urmia, Iran
A. Eskandari
Master of Accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Iran

Abstract
This paper studies the relationship between some corporate governance mechanisms and discretionary and nondiscretionary accrual items' quality of companies listed in Tehran Stock Exchange during the period of 1382 to 1388. Sample of this study consists of 120 companies. To measure the quality of accruals, Francis Model (2005) is been used. Ownership structure, board of director's combination, audit size and the existence of internal auditing have been considered as corporate governance mechanisms. The relation of ownership structure and board of director's combination with accruals quality are investigated by Multiple Regression Model and T-test is used for audit size and the existence of internal auditing. Results indicate that there is a significant and direct relation between ownership structure and board of director's combination with nondiscretionary accruals quality but this relation with discretionary accruals quality is significant and reverse. On the other hand, there is no significant relation between audit size and internal auditing variables with accruals quality.

Keywords: corporate governance, innate accruals quality, discretionary accruals quality, ownership structure, board of director's combination, audit size.

* h.didar@urmia.ac.ir

Journal of Financial Accounting Research
Vol. 6, No 1, Ser.19, Spring 2014

Index of contents

- **The Survey of Relationship between Corporate Governance and Innate and Discretionary Accruals Quality of Companies Listed in Tehran Stock Exchange** 1
  Y. Hassas Yeganeh, H. Didar, A. Eskandari
- **An Investigation of the Determinants of Working Capital Management in Tehran Stock Exchange (TSE)** 2
  A. A. Anvari Rostami, R. Sadjadpour, M. yaballuei
- **The Effect of Managerial Overconfidence on Conditional and Unconditional Conservatism** 3
  D. Foroghi, Z. NokhbehFallah
- **Relationship between Earning Growth and Stock Returns by Using Residual Income in Tehran Stock Exchange (TSE)** 4
  B. Shamszadeh, M. Sadeghifar, B. almasi
- **The Effect of Personal Incentives Managers on Costs Asymmetric in Tehran Stock Exchange** 5
  A. Khani, H. Amiri, M.A. Shamohammadi
- **Relationships between Firm Specific Factors and Management's Preferences for an Earnings Threshold** 6
  M. Moradzade Fard, M. Ebrahimi Maimand, M. Moradi
- **The Impact of Financial Constraints and Agency Costs of Investment Efficiency** 7
  R. Baradaran Hassanzadeh, Y. Badavar Nahandi, L. Negahban

Contributors to this Issue (Vol.6 , No 1, Ser.19, Spring 2014)

We express our deep gratitude to the following faculty members of the universities and of educational-research Institutes who have co-operated in evaluation and assessment of the articles of this issue of financial Accounting Research Journal

N. Izadinia	Assistant Professor	University of Isfahan
O. Pourheydari	Associate Professor	University of Shahid Bahonar
V. Khodadadi	Assistant Professor	Shahid Chamran University of Ahvaz
M. Dastgir	Professor	Shahid Chamran University of Ahvaz
N. Rahimian	Assistant Professor	Institution Higher Education Khatam
M. Arabsalehi	Assistant Professor	University of Isfahan
M. J. Saei	Assistant Professor	University of Ferdoci
M. Kashanipour	Associate Professor	University of Mazandaran
GH. Kordestani	Associate Professor	International Emam Khomeini University of GHazvin
V. Mojtahedzadeh	Professor	Alzahra University
Sh. Mashayekh	Assistant Professor	Alzahra University
B. Mashayekhi	Associate Professor	University of Tehran
GH. Mahdavi	Associate Professor	University of Shiraz
M. Namazi	Professor	University of Shiraz

The Journal of Financial Accounting Research from University of Isfahan accepts research reports, critiques and research project results in Financial Accounting

- - - -

Journal of Financial Accounting Research
License Holder: The University of Isfahan Vice-President of Research and Technology
Vol.6, No 1, Ser.19, spring 2014
ISSN (Print): **2008-7691**
ISSN (Online): **2322-3405**
Scientific Research Journal

Managing Director: N. Izadinia
Assistant Professor of Accounting- University of Isfahan E-mail: naser.izadinia@gmail.com

Editor-in-Chief M. Dastgir
Professor of Accounting- University of Shahid Chamran E-mail: dastmw@yahoo.com

Literary-English Editor: M. Dastgir
Professor of Accounting- University of Shahid Chamran E-mail: dastmw@yahoo.com

Literary Editor: N. Karimpour
E-mail: Karimpour.naser@gmail.com

Executive Manager: N. Panahi
E-mail: n.panahi@staf.ui.ac.ir
Tel: 031-37934164

Type and Layout: F. Karami- N. Panahi
E-mail: f.karami88@yahoo.com
E-mail: n.panahi@staf.ui.ac.ir
Tel: 031-37934164

Editorial Board

A. Ahmad Pour	Professor	University of Mazandaran
N. Izadinia	Assistant Professor	University of Isfahan
J. Babajani.	Associate Professor	University of Alameh Tabatabai
O. Pourheydari	Associate Professor	University of Shahid Bahonar
A. Saghafi	Professor	University of Alameh Tabatabai
M. Khoshtinat.	Associate Professor	University of Alameh Tabatabai
B. Dorry	Associate Professor	University of Shahid Beheshti
M. Dastgir	Professor	University of Shahid chamran
Z. Rezaee	Professor	Memfis University of U.S.A
H. Sami	Professor	Lih University of U.S.A
S.K.Tayebi	Professor	University of Isfahan
D. Foroghi	Associate Professor	University of Isfahan
GH. Kordestani	Associate Professor	International Emam Khomeini University of GHazvin
K. Kondkar	Professor	Rochester University of U.S.A
M. Namazi	Professor	University of Shiraz
I.Noravesh	Professor	University of Tehran

Address: Authors and subscribers can mail their requests directly to the University of Isfahan central library office of Journals

81746-73441:Post code
Tel:+98- 031- 37934164
Fax:+98 -031-37932177
Email: far_journal@ase.ui.ac.ir
Website: uijs.ui.ac.ir/far

Journal of Financial Accounting Research has been recognized and ranked as a ***scientific-research*** journal based on the document number 3/11/640 issued by the Evaluation Committee of scientific Journals of Research and Technology Ministry in June, 2009.
The abave ranking is based on an agreement between Isfahan University and Mazandaran, Shiraz, Shahid Chamran (Ahvaz), Shahid Beheshti, Shahid Bahonar (Kerman) and Imam Khomeini International Universities.

The complete text of the journal is available at the following sites:

http://www.magiran.com
http://www.SID.ir
http://www.ISC.gov.ir
http://www.uijs.ui.ac.ir/far
http:// Ulrichsweb.serialsolutions.com
http://www.ensani.ir
http://journals.indexcopernicus.com
http://www.ebscohost.com

Publication and Lithography: The University of Isfahan Publications

Publisher: the University of Isfahan

Number of copies: 500 copies

In The Name of God

Journal of Financial Accounting Research

(Scientific- Research)

Vol. 6, No. 1, Ser.19
Spring 2014