

## بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی بر سطح رشد سرمایه گذاری و میزان وجه نقد نگهداری شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن فتاحی نافچی

عضو هیئت علمی گروه حسابداری، واحد شهرکرد، دانشگاه آزاد اسلامی، شهرکرد، ایران

hasanzft@yahoo.com

آرزو رضانی بلداجی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی نور هدایت، شهرکرد، ایران (نویسنده مسئول)

arezoo.ramezani1372@yahoo.com

### چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی بر میزان وجه نقد نگهداری شده و سطح رشد سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بدین منظور نمونه ای متشکل از ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. برای محاسبه مدیریت سود واقعی می توان از سه روش جریان نقد عملیاتی غیرعادی (دستکاری فروش)، هزینه تولید غیرعادی و کاهش هزینه های اختیاری نیز استفاده کرد که در این پژوهش از روش دستکاری فروش استفاده گردید. برای محاسبه مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی از مدل جونز تعدیل شده استفاده شد. آزمون فرضیه ها در این پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره و با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج فرضیات این پژوهش نشان می دهد ارتباط مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی با سطح رشد سرمایه گذاری منفی و معنادار می باشد و با افزایش مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی، سطح رشد سرمایه گذاری روند کاهشی دارد. همچنین نتایج حاکی از آن است که با افزایش مدیریت سود تعهدی، میزان وجه نقد نگهداری شده افزایش می یابد اما میزان وجه نقد نگهداری شده با مدیریت سود واقعی ارتباط معناداری ندارد.

**واژه های کلیدی:** مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی، مدیریت سود واقعی، میزان وجه نقد نگهداری شده، سطح رشد سرمایه گذاری

### مقدمه

به دلیل اهمیت روز افزون وجوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه بقای آنها وجوه نقد از اجزای جدایی ناپذیر برنامه ریزی مالی است. به نظر لی (۲۰۰۷)، وجه نقد مهم ترین و اولین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در

واقع فقط بنگاه هایی می توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع تامین کنند، چگونگی استفاده از وجوه نقد داخلی تصمیمی مهم در تضاد بین سهام داران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت با افزایش ذخایر وجه نقد، مدیران تصمیم می گیرند که آیا وجه نقد بین سهام داران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی در نظر گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ این موضوعی مهم است که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب کنند. مدیران منافع شخصی جاری را با انعطاف پذیری که با نگهداشت وجه نقد به دست می آید مقایسه می کنند. علاوه بر این مدیران منفعت طلب احتمال فزونی منافع بر مخارج ناشی از نگهداشت وجه نقد زیاد را اندازه گیری می کنند (رسایان و همکاران، ۱۳۸۹). براساس پژوهش زانگ، اینگونه فعالیتها می توانند منجر به تاثیر مثبت و معنادار مدیریت سود واقعی بر سطح نگهداشت وجه نقد را ارائه دهد. این فعالیتها عبارتند از: فروش داراییها به منظور گزارش سود و بخشی از مخارج اختیاری (کاهش مخارج اختیاری مثل جریانات خروجی وجه نقد ناشی از تبلیغات، پژوهش و توسعه). بنابراین جریانات نقدی ناشی از فروش داراییها و جلوگیری از مخارج اختیاری مبلغ مازادی نسبت به سطح وجه نقد لازم برای عملیات عادی شرکت فراهم می کند به مدیران اجازه می دهد اثر فوری بر سود داشته باشند (بلاک<sup>۱</sup> و همکاران، ۱۹۹۸). نتایج پژوهشهای تجربی باتاچاریا و همکاران (۲۰۰۳)، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) و گارسیاترویل و همکاران (۲۰۰۹)، نشان می دهد، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه نگهداری داراییهای نقدی بالا و کاهش سطح سرمایه گذاری و همچنین انگیزه مدیریت سود را چه با استفاده از تغییر در رویه های حسابداری و دیگر فعالیت های مدیریت سود تعهدی و چه با استفاده از دستکاری فعالیت های واقعی، برای شرکتها ایجاد می کند. به عبارت دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تامین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود. فعالیت های مدیریت سود، در نتیجه بی احتیاطی در دستکاری سود، ممکن است تبعات ناخواسته ای ناشی از سطوح بالای نگهداشت وجه نقد داشته باشد، از طرفی، ارزش شرکت بر مبنای ارزشیابیها و تشخیص سرمایه گذاران از ارزش فعلی جریان های نقدی آتی شرکت محاسبه می شود، بنابراین، ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ممکن است از ارزشیابی سرمایه گذاران از استفاده آتی وجه نقد براساس انجام رفتار فرصت طلبانه مدیریت، متأثر باشد (گرینر، ۲۰۱۳).

### مبانی نظری و پژوهشی

به اعتقاد هیلی و والن<sup>۲</sup> (۱۹۹۹)، مدیریت سود زمانی رخ می دهد که مدیر برای گزارشگری مالی از قضاوت شخصی خود استفاده می کند، و این کار را با هدف گمراه کردن برخی از سهام داران درباره عملکرد واقعی اقتصادی و یا برای تاثیر در نتایج قراردادهایی که به ارقام حسابداری گزارش شده بستگی دارند، انجام می دهد. از نظر اسکاات<sup>۳</sup> (۲۰۱۱)، مدیریت سود، اختیار شرکت در انتخاب روشها و رویه های حسابداری برای دستیابی به برخی اهداف خاص مدیر است. دستکاری فعالیت های واقعی انحراف از روش های عملیاتی عادی بوده و انگیزه مدیران از انجام آن گمراه کردن برخی افراد ذینفع است، به صورتی که باور کنند اهداف گزارشگری مالی از طریق فعالیت های عادی محقق شده است. مدیریت واقعی سود از طریق روش هایی مانند اعطای تخفیف قیمت و کاهش مخارج اختیاری انجام می شود. نتایج مطالعات نشان می دهند علی رغم اثر معکوسی که مدیریت

<sup>1</sup>- Blac

<sup>2</sup>- Healy & Wahlen

<sup>3</sup>-Skaat

سود واقعی بر جریان نقدی آینده دارد، شرکت‌ها معمولاً به انجام این شکل از مدیریت سود برای تحقق اهداف کوتاه مدت تمایل دارند (چن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸).

از دیدگاه رویچودهار<sup>۵</sup> (۲۰۰۶)، مدیریت سود واقعی یعنی انحراف از فعالیت‌های عادی عملیاتی توسط مدیران به منظور گمراه کردن برخی از ذینفعان درباره این که اهداف گزارشگری مالی در روند عادی عملیات برآورده شده است. تمایل زیاد مدیران اجرایی به دستکاری سود از طریق مدیریت فعالیت‌های واقعی نسبت به دستکاری ارقام تعهدی، بیشتر است. زیرا مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بیشتر مورد توجه حسابرسان و قانون‌گذاران قرار دارد. ولی مدیریت سود واقعی اغلب شبیه تصمیم‌های عادی واحد تجاری است و تشخیص آن مشکل‌تر است. همچنین، دستکاری ارقام تعهدی در بردارنده ریسک است. زیرا ممکن است مقدار سودی که برای دستکاری مورد نیاز است فراتر از ارقام تعهدی اختیاری موجود باشد. در نتیجه، اگر از ارقام تعهدی اختیاری در پایان سال استفاده شود، ممکن است اهداف مرتبط با سود برآورده نشود. این ملاحظات، مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی را با محدودیت مواجه می‌سازد. در عوض، دستکاری فعالیت‌های واقعی کم‌تر در معرض این محدودیت‌ها قرار می‌گیرد. نکته قابل توجه این است که قصد مدیریت عامل مهمی در مدیریت سود واقعی است. به این معنا که اگر شرکتی دارای یکی از شرایط انجام روش‌های مدیریت سود واقعی باشد، نمی‌توان آن را به استفاده از مدیریت سود واقعی متهم کرد. بلکه ممکن است انجام این فعالیت‌ها ناشی از مجموعه فرصت‌هایی باشد که در اختیار شرکت است. لیکن گاهی مدیران از انجام اینگونه فعالیت‌ها، قصد مدیریت سود و تأثیر بر نتایج مستقیم حسابداری دارند که نسبت به حالت پیش بسیار متفاوت است. بنابراین، شناخت قصد مدیریت، عامل مهمی در شناسایی مدیریت سود واقعی است (گانی<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵). به دلیل اهمیت روز افزون وجوه نقد در موفقیت واحدهای اقتصادی و ضرورت آن برای ادامه بقای آنها وجوه نقد از اجزای جدایی ناپذیر برنامه ریزی مالی است. به نظر لی<sup>۷</sup> (۲۰۰۷)، وجه نقد مهم‌ترین و اولین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در واقع فقط بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع تامین کنند، چگونگی استفاده از وجوه نقد داخلی تصمیمی مهم در تضاد بین سهام‌داران و مدیران است. در دوران رشد اقتصادی شرکت با افزایش ذخایر وجه نقد، مدیران تصمیم می‌گیرند که آیا وجه نقد بین سهام‌داران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود، برای تحصیل خارجی در نظر گرفته شود و یا همچنان نگهداری شود؟ این موضوعی مهم است که مدیران منفعت طلب چگونه بین مصرف یا نگهداشت ذخایر وجه نقد یکی را انتخاب کنند. مدیران منافع شخصی جاری را با انعطاف پذیری که با نگهداشت وجه نقد به دست می‌آید مقایسه می‌کنند. علاوه بر این مدیران منفعت طلب احتمال فزونی منافع بر مخارج ناشی از نگهداشت وجه نقد زیاد را اندازه‌گیری می‌کنند (رسایان و همکاران، ۱۳۸۹).

براساس پژوهش زانگ<sup>۸</sup> (۲۰۱۲) این گونه فعالیت‌ها می‌توانند منجر به تأثیر مثبت و معنادار مدیریت سود واقعی بر سطح نگهداشت وجه نقد را ارائه دهد. این فعالیت‌ها عبارتند از: فروش دارایی‌ها به منظور گزارش سود و بخشی از مخارج اختیاری (کاهش مخارج اختیاری مثل جریانات خروجی وجه نقد ناشی از تبلیغات، پژوهش و توسعه). بنابراین جریانات نقدی ناشی از فروش دارایی‌ها و جلوگیری از مخارج اختیاری مبلغ مازادی نسبت به سطح وجه نقد لازم برای عملیات عادی شرکت فراهم می‌کند به مدیران اجازه می‌دهد اثر فوری بر سود داشته باشند (بلاک<sup>۹</sup> و همکاران، ۱۹۹۸).

4- Chen et al

5- Roychowdhury

6- Guny

7- Lee

8- Zung

9- Blac

نتایج پژوهش‌های تجربی باتاچاریا<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۰۳)، فرانسسیس و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۴) و گارسیاترویل و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹)، نشان می‌دهد، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه نگهداری دارایی‌های نقدی بالا و کاهش سطح سرمایه‌گذاری و همچنین انگیزه مدیریت سود را چه با استفاده از تغییر در رویه‌های حسابداری و دیگر فعالیت‌های مدیریت سود تعهدی و چه با استفاده از دستکاری فعالیت‌های واقعی، برای شرکت‌ها ایجاد می‌کند. به عبارت دیگر، وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت شده و تامین وجوه از بازارهای مالی به نفع شرکت نخواهد بود. فعالیت‌های مدیریت سود، در نتیجه بی‌احتیاطی در دستکاری سود، ممکن است تبعات ناخواسته‌ای ناشی از سطوح بالای نگهداشت وجه نقد داشته باشد، از طرفی، ارزش شرکت بر مبنای ارزشیابی‌ها و تشخیص سرمایه‌گذاران از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت محاسبه می‌شود، بنابراین، ارزش یابی نگهداشت وجه نقد ممکن است از ارزشیابی سرمایه‌گذاران از استفاده آتی وجه نقد براساس انجام رفتار فرصت طلبانه مدیریت، متأثر باشد (گرینر<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۳). معمولاً ارزیابی مدیریت سود واقعی، رفتار فرصت طلبانه را آشکار می‌کند و سرمایه‌گذاران، بی‌کفایتی در استفاده از منابع را خواهند دید. در نتیجه، آنها نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهند. بنابراین، انتظار می‌رود که کاهش ارزشیابی‌های وجه نقد، بیشترین ارتباط را با افزایش سود ناشی از مدیریت سود واقعی داشته باشد و یکی از مهمترین مواردی که مدیران به مالکان باید در مورد آن پاسخگو باشند، چگونگی به کار گرفتن وجوه داخلی است که بر ارزشیابی سهام‌داران از نگهداشت وجه نقد، مؤثر می‌باشد (خیراللهی و همکاران، ۱۳۹۳). طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعات نقش مهمی در کیفیت گزارشگری مالی دارد که می‌تواند بازده سرمایه‌گذاری را به وسیله کاهش عدم تقارن اطلاعات بهبود بخشد. کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران و مدیران را کاهش می‌دهد و هزینه سهام‌داران را برای کنترل مدیران کاهش داده بنابراین اگر کیفیت اقلام تعهدی به عنوان معیاری از کیفیت گزارشگری مالی افزایش یابد، عدم تقارن اطلاعات کاهش و سطح نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد (گارسیا<sup>۱۴</sup> و دیگران، ۲۰۰۹)، اما مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را افزایش و در نتیجه سطح رشد سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و ارتباط منفی با سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با دستکاری در رویه‌های حسابداری و کاهش کیفیت اقلام تعهدی سطح نگهداشت وجه نقد را با توجه به انگیزه‌های فرصت طلبانه افزایش و سطح سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (گارسیا و دیگران، ۲۰۰۹).

### پیشینه تحقیق

آدام گرینر (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان رابطه مدیریت سود واقعی و سطح نگهداشت وجه نقد به بررسی رابطه بین مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد، در بازه زمانی ۱۹۸۷ الی ۲۰۱۴، برای آزمون فرضیات از رگرسیون چند متغیره در داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که بین مدیریت سود از طریق اقلام واقعی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین شرکت‌های با مدیریت سود افزایشی، سطح بالایی از وجه نقد را نگهداری می‌کنند و تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری‌های آتی دارند.

<sup>10</sup> - Bhattacharya et al

<sup>11</sup> - Francic et al

<sup>12</sup> - Garciaterual et al

<sup>13</sup> - Greiner

<sup>14</sup> - Garsia et al

سان، یونگ و رحمان<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۲)، در پژوهشی با عنوان تاثیر مدیریت سود تعهدی بر نگهداشت وجه نقد، به بررسی ارتباط مدیریت سود تعهدی و سطح وجه نقد نگهداری شده را در شرکت‌های بورس اوراق بهادار مالزی در بازه زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند. روش آن‌ها در این پژوهش برای آزمون فرضیات رگرسیون خطی چند متغیره می‌باشد گزارش می‌دهند که کیفیت ضعیف سود ناشی از دستکاری‌های اقلام تعهدی باعث می‌شود تا مدیران وجه نقد بیشتری برای جلوگیری از مسائل خارجی شرکت هزینه کنند. با این حال، R انعطاف پذیری مدیران در هر دو عملیات در حال اجرا و تصمیم‌گیری‌های مربوط به هزینه‌ها، یک مکانیزم مدیریت سود دیگری را فراهم می‌کند که می‌تواند مانع نگهداشت وجه نقد شود.

گرینر<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان تبعات مدیریت سود واقعی و حاکمیت شرکتی ضعیف، شواهدی از نگهداشت وجه نقد، به بررسی تاثیر مدیریت سود واقعی و حاکمیت شرکتی ضعیف و عوامل آن بر سطح نگهداشت وجه نقد در بازه زمانی ۲۰۰۶ الی ۲۰۱۲ در بورس اوراق بهادار انگلستان پرداخت. نتایج نشان داد که مدیریت سود واقعی ارزشیابی سهام‌داران از نگهداشت وجوه نقد را کاهش می‌دهد و وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، این ارزشیابی را بهبود می‌بخشد.

یانگ و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۱)، در پژوهشی با عنوان کیفیت سود و نگهداشت وجه نقد در شرکت به بررسی تاثیر کیفیت سود شرکتها بر میزان وجه نقد نگهداری شده در آنها پرداختند. این پژوهش که در بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ انجام شده است و روش مورد استفاده برای آزمون فرضیات روش حداقل مربعات تعمیم یافته است به این نتیجه رسیدند که کیفیت ضعیف سود تاثیر منفی بر ارزش سپرده‌های نقدی شرکت و تاثیر مثبتی بر میزان ذخایر نقدی دارد.

سجادی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی با عنوان ارزش یک ریال وجه نقد نگهداری شده در شرکت از نگاه سهامداران، به بررسی میزان انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و ارزش وجه نقد از منظر سرمایه‌گذاران پرداخته شد. در این پژوهش با بررسی ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ به این نتیجه رسیدند که یک ریال وجه نقد اضافه شده برای سهامداران بیش از یک ریال ارزش دارد و از سطح بهینه فاصله گرفته است.

خیرالهی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان مدیریت سود واقعی، سطوح و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها، به بررسی رابطه بین مدیریت سود واقعی و سطوح و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ پرداختند. در این پژوهش برای انجام آزمون فرضیات از مدل رگرسیون چند متغیره خطی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری دارد.

گرد و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی با عنوان تاثیر حاکمیت شرکتی بر وجه نقد نگهداری شده، به بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ پرداختند. یافته‌های پژوهش، رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی، اتکا بر بدهی و استقلال هیئت مدیره با سطح وجه نقد نگهداری شده را نشان می‌دهد. همچنین بر اساس یافته‌ها، رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت، دوره تصدی مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با سطح وجه نقد نگهداری شده وجود ندارد.

پورزمانی و سلیمان خان (۱۳۹۴)، در پژوهشی با عنوان تاثیر ریسک رقابت در بازار بر سطح نگهداشت وجه نقد، به بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳ دارای محدودیت‌های مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. روش مورد استفاده رگرسیون چند متغیره و روش

<sup>15</sup> - Grinner

<sup>16</sup> - Kenneth Yang et al

حداقل مربعات معمولی می‌باشد. نتایج آنها نشان داد که ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد تاثیر منفی دارد و این نتیجه در شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی و فرصت‌های سرمایه گذاری نیز صادق است. فروغی و فرزادی (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان "تاثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد به بررسی تاثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ پرداختند. نتایج آنها بیانگر آن است که از یک سو بین نوع جریان‌های نقدی (مثبت یا منفی) و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد و از سوی دیگر، شرکت‌های دارای محدودیت‌های تأمین مالی، بدون در نظر گرفتن نوع جریان‌های نقدی، تمایل بیشتری به نگهداشت وجه نقد داشته، سطح بالاتری از مانده وجه نقد را نگهداری می‌کنند.

خیراللهی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان مدیریت سود واقعی سطح نگهداشت وجه نقد و حاکمیت شرکتی به بررسی مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداختند. روش مورد استفاده در این پژوهش رگرسیون چند متغیره خطی می باشد. نتایج آن‌ها بیانگر آن است که بین مدیریت سود واقعی و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران نگهداشت وجه نقد را در شرکت‌های با مدیریت سود واقعی در سطح بالا، کاهش می دهند و در میان شرکت‌هایی که مدیریت سود را در سطح بالایی انجام می دهند، شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی در سطح ضعیفی هستند، نسبت به شرکت‌هایی که از حاکمیت شرکتی قوی برخوردارند، دارای ارزشیابی نگهداشت وجه نقد کمتری می‌باشند.

### فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر سطح رشد سرمایه گذاری تاثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه دوم: مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر میزان وجه نقد نگهداری شده تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه سوم: مدیریت سود واقعی بر سطح رشد سرمایه گذاری تاثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه چهارم: مدیریت سود واقعی بر میزان وجه نقد نگهداری شده تاثیر مثبت و معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی، از جهت نوع استدلال قیاسی و از نظر ماهیت داده‌ها کمی و روش گردآوری اطلاعات به صورت کتابخانه‌ای و اسنادکاوی می‌باشد. از نظر ماهیت داده‌ها از نوع کمی می‌باشد. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. در این پژوهش برای انتخاب نمونه، از کل داده‌های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه‌گیری شرکت کنند، انتخاب شدند در نهایت کلیه شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد، در طی دوره زمانی پژوهش به طور فعال در بورس حضور داشته باشند، اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده‌ها در دسترس باشد، این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری و یا واسطه‌گری مالی نباشند. ۱۳۵ شرکت باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند و بقیه شرکت‌ها از نمونه حذف شدند. جهت تدوین مبانی نظری پژوهش و پیشینه پژوهش، از مدارک و پایان‌نامه‌های موجود در کتابخانه‌ها استفاده

شده است. همچنین، از مقالات موجود در نرم افزار نمایه (حاوی مقالات نشریات داخل کشور) و پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است. جهت جمع‌آوری داده‌های مالی شرکت‌ها، با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال، اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها و اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد نظر این پژوهش برای دوره‌های زمانی ۷ ساله در قالب فایل اکسل دریافت شد. پس از آماده سازی متغیرها و انجام محاسبات لازم، برای تخمین مدل‌های رگرسیون چند متغیره از نرم افزار استاتا استفاده شده است.

### مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه اول، مدل (۱) برآورد می‌شود:

مدل (۱)

$$INVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAC + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم، مدل (۲) برآورد می‌شود:

مدل (۲)

$$CASHHOLDING_{it} = \beta_0 + \beta_1 REM_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه سوم، مدل (۳) برآورد می‌شود:

مدل (۳)

$$INVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 REM_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه چهارم، مدل (۴) برآورد می‌شود:

مدل (۴)

$$CASHHOLDING_{it} = \beta_0 + \beta_1 REM_{it} + \beta_2 MTB_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

DAC: مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی

REM: مدیریت سود واقعی

INVEST: سطح رشد سرمایه گذاری

CASHHOLDING: وجه نقد نگهداری شده

MTB: ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

LEV: اهرم مالی

SIZE: اندازه شرکت

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

#### متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیرهای مستقل، مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی می‌باشند: مدیریت سود مبتنی بر فعالیت‌های واقعی به دستکاری رخدادهای واقعی تحقق می‌یابد. بر مبنای انطباق زمانبندی یا ساختار رخدادهای واقعی شرکت‌ها فعالیت‌های خود را در راستای نیل به سودهای هدف گذاری شده کوتاه مدت تغییر می‌دهند. این امر به نوبه خود پیامدهایی را در جریان‌ات نقدی و ارزش اقتصادی آنها به همراه دارد (رویچودری، ۲۰۰۶).



پس از انجام مطالعات توسط کوهن و زاروین<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۰) مدیریت سود واقعی<sup>۱۸</sup> را می‌توان به سه روش زیر اندازه‌گیری نمود که در پژوهش حاضر با استفاده از حاصل جمع مقادیر خطاء هر سه روش محاسبه شده است:

- دستکاری فروش<sup>۱۹</sup> (جریان نقد عملیاتی غیرعادی)

- تولید بیش از حد<sup>۲۰</sup> (هزینه تولید غیرعادی)

- کاهش هزینه‌های اختیاری<sup>۲۱</sup>

دستکاری فروش نشان دهنده تلاش مدیران برای افزایش فروش در طول سال با ارائه تخفیف قیمت یا شرایط اعتباری ملایم‌تر است.

cfo-res باقی مانده برآورد رگرسیون رابطه (۱) در هر گروه سال است

رابطه (۱)

$$Cfo_t = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{Sale}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{\Delta Sale}{Asset_{t-1}} \right) + \varepsilon$$

Cfo: جریان نقدی عملیاتی در مقیاس کل دارایی‌های ابتدای دوره شرکت

Asset t-1: جمع کل دارایی‌های شرکت i در سال t-1

Sale: جمع فروش شرکت i در سال t

ΔSale: تفاوت جمع فروش دو سال متوالی شرکت

تولید بیش از حد (Prod\_res) نشان دهنده تلاش مدیران برای تولید کالاها بیش از حد لازم برای پاسخگویی به تقاضای مورد انتظار است. با توجه به سطوح تولید بالاتر، هزینه‌های سربار ثابت در یک تعداد زیادی از واحد پخش می‌شوند، که هزینه‌های ثابت در هر واحد را کاهش می‌دهد. تولید بیش از حد باقی مانده برآورد شده از رگرسیون زیر در هر گروه سال است:

رابطه (۲)

$$prod_t = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{Sale_t}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{\Delta Sale_t}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left( \frac{\Delta Sale_t}{Asset_{t-1}} \right) + \varepsilon$$

که در آن تولید (Prod) به عنوان مجموع هزینه کالاها (COGS) فروخته شده و تغییر در موجودی کالا (ΔINV) در طول دوره تعریف شده است. COGS به شرح زیر برآورد شده است:

رابطه (۳)

$$COGS_t = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{Sale_t}{Asset_{t-1}} \right) + \varepsilon$$

علاوه بر این، ΔINV به شرح زیر برآورد شده است:

رابطه (۴)

<sup>17</sup>- Cohen and Zarowin

<sup>18</sup>- Real Earning Management

<sup>19</sup>- Cfo - res

<sup>20</sup>- Prod-res

<sup>21</sup>- Disexp - res



$$\Delta INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{Sale_t}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{\Delta Sale_{t-1}}{Asset_{t-1}} \right) + \varepsilon$$

مخارج اختیاری مانند R&D، تبلیغات، و تعمیر و نگهداری به طور کلی در طول همان دوره هزینه می‌شوند. از این رو، شرکت‌ها می‌توانند هزینه‌های گزارش شده و افزایش درآمد را با کاهش هزینه‌های اختیاری کاهش دهند. کاهش هزینه‌های اختیاری (Disexp\_res) باقی مانده برآورد شده رگرسیون زیر در هر گروه سال است:

$$Disexp_t = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{Asset_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{Sale_t}{Asset_{t-1}} \right) + \varepsilon$$

که در آن Disexp به عنوان مجموع هزینه‌های، هزینه تبلیغات، و فروش و هزینه‌های عمومی و اداری در دوره t تعریف شده است. مقدار کاهش هزینه‌های اختیاری (Disexp\_res) بزرگتر نشان‌دهنده یک مقدار پایین‌تر از مدیریت سود مبتنی بر فعالیت واقعی (REM) است.

### مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی<sup>۲۲</sup>:

در این پژوهش با پیروی از پژوهش الزوبی (۲۰۱۷)، و با توجه به اطلاعات موجود، به منظور محاسبه ارقام تعهدی اختیاری یعنی ارقامی که مدیران بر روی آنها آزادی عمل دارند، بر اساس رابطه تعدیل شده جونز ارقام تعهدی غیر اختیاری از طریق رابطه (۶) محاسبه می‌شود.

رابطه (۶)

$$NDACit = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{Asset_{t-1}} \right) + \frac{\alpha_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})}{Asset_{t-1}} + \alpha_4 \left( \frac{PPE_{it}}{Asset_{t-1}} \right) + \varepsilon$$

NDACit: ارقام تعهدی غیر اختیاری شرکت i در سال t

Asset t-1: جمع کل دارایی‌های شرکت i در سال t-1

ΔREV<sub>it</sub>: تغییر در خالص درآمد شرکت i بین سال t-1 و t

ΔAR<sub>it</sub>: تغییر در خالص حساب‌های دریافتی شرکت i بین سال t-1 و t

PPE<sub>it</sub>: میزان اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص شرکت i در سال t

α<sub>1</sub> و α<sub>2</sub> و α<sub>3</sub> پارامترهای برآورد شده مختص شرکت می‌باشد و از رابطه (۷) محاسبه می‌شوند.

رابطه (۷)

$$TA_{it} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right)$$

در صورتی که ارقام تعهدی غیر اختیاری از جمع کل ارقام تعهدی کسر گردد، ارقام تعهدی اختیاری حاصل خواهد شد. این ارقام با استفاده از مدل تعدیل شده جونز به صورت رابطه (۸) محاسبه می‌شود.

رابطه (۸)

<sup>22</sup> - earnings management based on accruals

DAC=TA- NDAC

### متغیر(های) وابسته

متغیرهای وابسته در این پژوهش سطح رشد سرمایه گذاری و وجه نقد نگهداری شده می باشد. وجه نقد نگهداری شده: برای محاسبه مانده نقد شرکت، از نسبت مجموع نقد و معادلهای نقدی شامل سرمایه گذاری کوتاه مدت به کل دارایی ها پس از کسر موجودی نقد و معادل های نقدی استفاده می شود. وجه نقد مستقیماً از ترازنامه به دست می آید. سطح رشد سرمایه گذاری از تغییر در دارایی های غیر جاری در سال جاری تقسیم بر دارایی های غیر جاری در سال قبل، استفاده می شود (آدام، ۲۰۱۷).

$$ASSETt - ASSETt-1 / ASSETt-1$$

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی استفاده شده در این پژوهش به صورت زیر می باشند. اندازه شرکت (SIZE): که برابر لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت می باشد. نسبت (MTB): که برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها.

### یافته های پژوهش

#### آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها آشنایی با آمار توصیفی الزامی است. آماره های توصیفی نمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهدات هر متغیر را ارائه می دهند. جدول (۱)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۱۸ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۷ ساله (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶) می باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	چولگی	کشیدگی
مدیریت سود واقعی	۰/۲۲۹۵۹۶۹	۰/۲۴۸۹۳۸۹	۰/۱۲۸۷۹۵	۰/۷۵۰۷	۰/۰۰۰۱۳۵	۰/۰۴۰۵۷۵۹	۲/۶۵۷۴۶۹
مدیریت سود تعهدی	۰/۱۳۲۰۹۰۳	۰/۰۹۳۹۱۸۸	۰/۱۱۹۹۴۷۵	۰/۴۸۵۹۰۱۳	-۰/۰۱۹۲۶۴	۰/۰۹۸۹۴۴۷۱	۳/۰۸۱۵۸۵
وجه نقد نگهداری شده	۰/۱۴۸۳۲۵۷	۰/۱۲۸۳۸۶	۰/۰۸۰۶۰۰۹	۰/۳۸۹۲۵۱	۰/۰۱۴۸۲۷۷	۱/۰۱۴۵۱۶	۱/۴۶۳۵۹۴
رشد سرمایه گذاری	۰/۵۶۲۴۱۵	۰/۶۱۵۷۰۵	۰/۱۵۲۷۵۹۴	۰/۷۹۷۱۱۳۸	۰/۱۳۵۰۷۷	-۱/۰۴۸۰۷	۳/۱۵۵۸۹۳
اندازه شرکت	۵/۹۵۷۱۴	۵/۹۰۰۹۶۵	۰/۶۰۲۴۹۱۹	۸/۳۲۳۴۱۷	۴/۳۵۶۵۰۴	۰/۷۱۲۴۰۹۳	۴/۱۳۰۷۶۵
ارزش بازار به دفتری	۲/۵۵۹۷۰۵	۲/۵۴۸۵۲۸	۰/۶۱۳۷۳	۳/۸۹۲۴۰۴	۱/۲۹۱۲۷۸	۰/۰۷۱۸۶۲۴	۲/۲۲۴۶۷۶
اهرم مالی	۰/۳۴۳۳۳۲	۰/۳۳۸۰۱۱۳	۰/۰۷۱۷۰۸۲	۰/۵۱۴۶۶۷۳	۰/۱۸۱۹۸۲۶	۰/۰۴۰۵۹۴۲	۲/۲۵۴۲۵۷

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است با توجه به مقادیر جدول آمار توصیفی فوق، مقدار میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت برابر با ۵/۹۵۷۱۴ می باشد

که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین پراکندگی داده‌ها از میانگین است که مهم‌ترین این پارامترها، انحراف معیار می‌باشد. مقدار این پارامتر برای متغیر سطح رشد سرمایه گذاری ۰/۱۵۲۷۵۹۴ می‌باشد که این متغیر به دارای بیشترین انحراف معیار است. چولگی میزان عدم تقارن توزیع احتمالی داده‌ها را نشان می‌دهد که اگر داده‌ها نسبت به میانگین متقارن باشد چولگی صفر است و اگر متقارن نباشد چولگی به صورت منفی و یا مثبت در توزیع داده‌ها وجود دارد و توزیع از حالت نرمال خارج می‌شود. در این پژوهش بیش‌ترین چولگی (چولگی بیشتر از یک) مربوط به متغیر میزان وجه نقد نگهداری شده است و مقدار آن برابر با همچنین بیشترین کشیدگی (کشیدگی بیشتر از عدد ۳) مربوط به متغیر اندازه شرکت با مقدار ۴/۱۳۰۷۶۵ می‌باشد.

## آمار استنباطی

### بررسی ناهمسانی واریانس

جدول (۲): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل‌های پژوهش
وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۳۴۱۰۰/۴۴	مدل اول
وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۱۶۷۱۱/۱۱	مدل دوم
وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۴۵۰۴۰/۲۱	مدل سوم
وجود ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۱/۱e+۰۵	مدل چهارم

نتایج حاصل در جدول نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون والد تعدیل شده در مدل‌ها کمتر از ۵ درصد است و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاقی است. لازم به توضیح می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته رفع گردیده است.

## نتایج آزمون چاو و برانش پاگان و هاسمن

جدول (۳): نتایج آزمون بروش پاگان برای مدل‌های رگرسیونی پژوهش

نتیجه	سطح معناداری آزمون	مقدار آماره آزمون	مدل‌های پژوهش
مدل اثرات تصادفی است	۰/۰۰۰	۳۳۰/۵۲	مدل اول
مدل اثرات تصادفی است	۰/۰۰۰	۳۹۸/۹۸	مدل دوم
مدل اثرات تصادفی است	۰/۰۰۰	۳۱۹/۹۲	مدل سوم
مدل اثرات تصادفی است	۰/۰۰۰	۳۵۲/۲۶	مدل چهارم

## آزمون هاسمن

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های رگرسیونی پژوهش

نتیجه	سطح معناداری آزمون	مقدار آماره آزمون	مدل‌های پژوهش
-------	--------------------	-------------------	---------------

مدل اثرات ثابت است	۰/۰۰۰	۴۳/۲۵	مدل اول
مدل اثرات ثابت است	۰/۰۰۰	۳۸/۲۱	مدل دوم
مدل اثرات تصادفی است	۰/۰۶۲۱	۸/۹۶	مدل سوم
مدل اثرات ثابت است	۰/۰۰۴۶	۱۵/۰۳	مدل چهارم

طبق نتایج آزمون هاسمن، سطح معناداری مدل اول، دوم و چهارم کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش الگوی اثرات ثابت پانل می‌باشد و مدل سوم بالاتر ۵ درصد است و مدل اثرات تصادفی بر اثرات ثابت ارجحیت دارد.

### نتیجه نهایی برازش مدل‌های رگرسیونی

مدل اول رگرسیونی مربوط به فرضیه اول می‌باشد. در فرضیه اول به بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر سطح رشد سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

#### جدول (۵): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

(در این مدل متغیر وابسته سطح رشد سرمایه گذاری است)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره Z	سطح معناداری
مدیریت سود تعهدی	-۰/۰۵۳۹۶۵۷	۰/۰۱۵۰۶۲۲	-۳/۵۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۰۵۶۴۹۹	۰/۰۰۳۸۴۷۷	-۱/۴۷	۰/۱۴۲
ارزش بازار به دفتری	۰/۱۳۸۲۳۷۹	۰/۰۰۳۳۸۵۲	۴۰/۸۴	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۲۱۲۴۵۷۵	۰/۰۲۶۵۳۰۹	۵/۴۴	۰/۰۰۰
آماره والد	۲۰۰/۱/۹۴			۰/۰۰۰

طبق نتایج جدول فوق، مشاهده می‌شود که سطح مدیریت سود تعهدی دارای ضریب منفی (-۰/۰۵۳۹۶۵۷) و آماره منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) می‌باشد. از این رو می‌توان گفت سطح مدیریت سود تعهدی دارای ارتباط منفی و معنادار با سطح رشد سرمایه گذاری است و دلایل کافی برای رد این فرضیه وجود ندارد. به غیر از متغیر کنترلی اندازه شرکت، دیگر متغیرها دارای ارتباط معناداری با سطح رشد سرمایه گذاری هستند. آماره والد برابر با ۲۰۰/۱/۹۴ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد که از این رو می‌توان گفت مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. مدل رگرسیونی دوم مربوط به فرضیه دوم می‌باشد. در فرضیه دوم به بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر میزان وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

#### جدول (۶): تخمین نهایی مدل رگرسیون دوم

(متغیر وابسته در این مدل میزان وجه نقد نگهداری شده است)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	Z آماره	سطح معناداری
مدیریت سود تعهدی	۰/۰۵۶۵۳۱۵	۰/۰۱۱۱۵۱۸	۵/۰۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۲۹۶۸	۰/۰۰۲۸۳۰۱	-۰/۱۰	۰/۹۱۶
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۱۸۸۷۷	۰/۰۲۷۶۶۹	-۶/۸۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۱۰۷۱۴۴	۰/۰۱۹۰۶۹۷	۰/۵۶	۰/۵۷۴
آماره والد		۷۱/۹۹		۰/۰۰۰

طبق نتایج جدول فوق مشاهده می‌شود متغیر مدیریت سود تعهدی دارای آماره (۰/۰۵۶۵۳۱۵) و ضریب مثبت (۰/۰۱۱۵۱۸) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد دارای ارتباط معنادار و مثبت با میزان وجه نقد نگهداری شده می‌باشد و دلایل کافی برای رد این فرضیه وجود ندارد. در این مدل به غیر از متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی، دیگر متغیرها دارای ارتباط معنادار با میزان وجه نقد نگهداری شده هستند. آماره والد و سطح معناداری آن به ترتیب برابر با ۷۱/۹۹ و ۰/۰۰۰ می‌باشد که نشان می‌دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

مدل رگرسیونی سوم مربوط به فرضیه سوم در این پژوهش است. این فرضیه‌ها به بررسی تاثیر مدیریت سود واقعی بر سطح رشد سرمایه گذاری می‌پردازد.

#### جدول (۷): تخمین مدل رگرسیونی سوم

(متغیر وابسته در این مدل سطح رشد سرمایه گذاری است)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره Z	سطح معناداری
مدیریت سود واقعی	-۰/۰۵۳۰۲۲۵	۰/۰۱۵۸۰۳۵	-۳/۳۶	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	-۰/۰۰۷۸۴۱۳	-۰/۰۰۳۴۱۹۱	-۲/۲۹	۰/۰۲۲
ارزش بازار به دفتری	۰/۱۳۸۳۳۱۴	۰/۰۰۳۱۷۲۵	۴۳/۶۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۱۴۹۳۳۸۲	۰/۰۲۵۵۳۴۸	۵/۸۵	۰/۰۰۰
آماره والد		۲۲۸۲/۳۲		۰/۰۰۰

طبق نتایج جدول فوق، مشاهده می‌شود متغیر مدیریت سود واقعی دارای ضریب منفی (۰/۰۵۳۰۲۲۵-) و آماره منفی (۳/۳۶-) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد متغیر مدیریت سود واقعی دارای ارتباط معنادار با سطح رشد سرمایه گذاری می‌باشد و دلیلی برای رد این فرضیه وجود ندارد. آماره والد برابر با ۲۲۸۲/۳۲ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

مدل چهارم رگرسیونی مربوط به فرضیه‌های چهارم می‌باشد. این فرضیه به بررسی تاثیر مدیریت سود واقعی بر میزان وجه نقد نگهداری شده می‌پردازد.

#### جدول (۸): تخمین نهایی مدل رگرسیونی چهارم

(متغیر وابسته در این میزان وجه نقد نگهداری شده است)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره Z	سطح معناداری
مدیریت سود واقعی	-۰/۰۰۳۷۵۴۸	۰/۰۱۱۵۳۰۱	-۰/۳۳	۰/۷۴۵
اندازه شرکت	۰/۰۰۲۱۷۱۷	۰/۰۰۲۷۶۷۶	۰/۷۸	۰/۴۳۳
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۱۷۹۹۴۲	۰/۰۰۲۷۰۰۱	-۶/۶۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۰۱۵۴۱۲	۰/۰۱۸۳۰۸۵	۰/۰۸	۰/۹۳۳
آماره والد	۴۶/۵۸			۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

طبق نتایج جدول فوق، مشاهده می‌شود که متغیر مدیریت سود واقعی دارای ضریب منفی و آماره منفی است که دلیلی برای رد این فرضیه است و مدیریت سود واقعی هیچ ارتباط معناداری با میزان وجه نقد نگهداری شده ندارد. آماره والد برابر با ۴۶/۵۸ و سطح معنی داری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که نشان می‌دهد مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. در این مدل متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی ارتباط معناداری با میزان وجه نقد نگهداری شده ندارد.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادات

در پژوهش حاضر به بررسی اثر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی بر سطح رشد سرمایه گذاری و میزان وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای اندازه‌گیری مدیریت سود واقعی از روش دستکاری فروش استفاده شد و برای محاسبه مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی از مدل جونز تعدیل شده استفاده کردیم. باتوجه به نتایج فرضیات این پژوهش تاثیر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی بر سطح رشد سرمایه گذاری منفی و معنادار می‌باشد که نشان می‌دهد با افزایش مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی، سطح رشد سرمایه گذاری روند کاهشی دارد. همچنین نتایج حاکی از آن است که با افزایش مدیریت سود تعهدی، میزان وجه نقد نگهداری شده افزایش می‌یابد اما میزان وجه نقد نگهداری شده با مدیریت سود واقعی ارتباط معناداری ندارد که از دلایل احتمالی آن باید گفتمکن است مدیران در فعالیت‌های مدیریت سود واقعی به منظور علامت دهی برای بهبود بخشیدن به ارزشیابی‌های سرمایه‌گذاران از جریان نقدی آتی، شرکت کنند اما به دلیل مسائل نمایندگی، در مورد استفاده ناکارآمد از وجه نقد و به کارگیری وجه نقد برای منافع شخصی، نگهداشت وجوه نقد را کاهش دهند نتایج مطابق با پژوهش گرینر (۲۰۱۷) و با پژوهش‌های جنسن (۱۹۸۶)، فالکندر وانگ (۲۰۰۶)، خیراللهی و همکاران (۱۳۹۵) مغایر است. با توجه به نتایج پژوهش که ارتباط منفی و معناداری را بین مدیریت سود و سطح رشد سرمایه گذاری نشان می‌دهد پیشنهادات زیر توصیه می‌گردد:

- ۱- به مدیران پیشنهاد می‌گردد اطلاعات لازم را در خصوص نتایج حاصل از پروژه‌های انجام گرفته به طور مناسب افشا کنند که عدم تقارن اطلاعاتی موجود کاهش یافته و درک سهام داران از نگهداشت وجه نقد بهبود یابد.
- ۲- به کمیته تدوین استانداردهای سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌شود در خصوص رعایت یکنواختی استاندارد حسابداری شماره ۱۷، با عنوان حسابداری دارایی‌های نامشهود اقدامات لازم انجام گیرد. جهت جلوگیری از مدیریت سود بوسیله قطع ارقام اختیاری، رویه‌های حسابداری با رویکرد یکنواختی تدوین نماید.
- ۳- به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل پیشنهاد می‌گردد در جهت ارزش گذاری شرکت‌ها و اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و اعتبار دهی، به میزان رشد سرمایه گذاری شرکت در سال‌هایی متوالی توجه داشته باشند. همچنین بر اساس توجه به میزان

بالا بودن و کیفیت ارقام تعهدی اختیاری و غیر عادی شرکتها گمراه نشوند زیرا سود چنین شرکتهایی ممکن است به طور فزاینده شناسایی شده باشد.

## منابع

- ✓ پورزمانی، زهرا، سلیمان خان، آرامه، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت های دارای محدودیت های مالی و فرصت های سرمایه گذاری، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۷، صص ۶۸-۸۱.
- ✓ خیراللهی، فرشید، اسحاق بهشور و فرزاد ایوانی (۱۳۹۵)، مدیریت سود واقعی، سطوح و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکتها، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۸، شماره ۳۰، صص ۱-۱۴.
- ✓ خیراللهی، فرشید، اسحاق بهشور و فرزاد ایوانی (۱۳۹۳)، مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۱، شماره ۴۴، صص ۱۴۵-۱۶۱.
- ✓ رسائیان، امیر، رحیمی، فروغ، حنجری، سارا، (۱۳۸۹)، تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴، صص ۱۲۵-۱۴۴.
- ✓ سجادی، سید حسین، صفی خانی، علی، (۱۳۹۷)، ارزش یک ریال وجه نقد نگهداری شده در شرکت از نگاه سهامداران، دانش حسابداری، دوره ۹، شماره ۲، صص ۳۵-۶۶.
- ✓ فروغی، داریوش، فرزادی، سعید، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر تغییرات جریانهای نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی، سال دوم، شماره ۴، صص ۳۶-۲۱.
- ✓ گرد، عزیز، محمدی، منصور، گل دوست، مجید، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۲، صص ۲۶۳-۲۷۸.
- ✓ Adam J. Greiner. (2017). An examination of real activities management and corporate cash holdings, *Advances in Accounting*, 39, 79-90.
- ✓ Cohen, D. A. & Zarowin, P. (2010). "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings". *Journal of Accounting and Economics*, 50: 2-19.
- ✓ Cohen, D.A., & Zarowin, P. (2008) *Economic Consequences of Real and Accrual-Based Earnings Management Activities*. Stern School of Business, New York University.
- ✓ Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. (2005) The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 40, n. 1-3, p. 3-73.
- ✓ Greiner, A.J. (2017). An examination of Earning management and corporate cash holdings. 13:15-22.
- ✓ Greiner, A.j. (2013). Consequence of Real Earning management and weak corporate. 4:18-19.
- ✓ Guny, K.A. (2005) *What Are the Consequences of Real Earnings Management*. 2005. Tese Graduate Division, University of California, Berkeley
- ✓ Graham, J. & Harvey, R. (2005). "The economic implication of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 40: 3-73.



- ✓ Healy, P. M., & Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- ✓ Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- ✓ Jani, H. and Bender. (2004). "Cashholdings and Agency conflicts". *Journal of Financial Economics*. 64:172-176.
- ✓ Jensen, M. (1986). Agency costs of free Cash flow, corporate financial and Takeovers. *American Economic Review*. 76: 323-329.
- ✓ Mackay, P., and G. PHILIPS. (2005). How dose Industry Affect Firm Financial structure? *Review of financial*. 14: 33-44.
- ✓ Morgando A. PINDODOJ. (2003). The underin vestment and over investment hypotheses. Working paper ssrn.
- ✓ Moses, D. (1987). Income something and incentives: Eprical tests using accounting change. *The Accounting Review*, 3: 358-377.
- ✓ Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E., (2005), Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *J. Account. Econ.* 39: 163-197.
- ✓ Roychowdhury, S. (2006) Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, n. 3, p. 335-370.
- ✓ Yang, K., Rahman, H. (2011). Earnings quality and corporate cash holding. *Accounting & finance*. 52:453-466.
- ✓ Zhang, A. (2012) Evidence on the Trade off Between Real Manipulation and Accrual Manipulation. *The Accounting Review*, n. 2, p. 675-703.