

نقش تعدیل گر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت

عباسعلی دریائی*، فاطمه شهبابی**

چکیده

بر اساس تئوری نمایندگی، شرکت‌های دولتی مشکلات نمایندگی شدید و اهداف متضادی دارند. هدف از مقاله حاضر، تبیین اثر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با استفاده از اطلاعات ۱۰۳۵ سال- شرکت و روش داده‌های ترکیبی در رگرسیون چندمتغیره، این تبیین صورت گرفت. نتایج پژوهش، بیانگر تأثیر منفی معنادار مالکیت دولتی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها و تأثیر مثبت معنادار مدیریت سود واقعی بر عملکرد آتی شرکت‌ها می باشد. همچنین در این تحقیق تأثیر متغیر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج، بیانگر تأثیر مثبت و معنادار مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌ها با پراکسی جریان نقد عملیاتی آتی بوده است. همچنین مالکیت دولتی اثر معناداری بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی با پراکسی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ندارد. شرکت‌های دولتی بیشتر تمایل به تعقیب اهداف سیاسی دارند و به ندرت به دنبال حداکثرسازی سود هستند. دخالت دولت در این شرکت‌ها معمولاً منجر به عدم کارایی آن‌ها می شود. با این حال، مالکیت و وابستگی دولتی باعث دریافت رانت‌های اطلاعاتی و سایر مزایای اقتصادی برای شرکت‌ها می شود. توجه به هر دو بُعد سهامداران و سرمایه گذاران بالقوه، توصیه می شود.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود واقعی، عملکرد آتی شرکت، مالکیت دولتی.

مقدمه

در قوانین و مقررات هر کشور، شرکت‌های دولتی با تعاریف گوناگونی ارائه شده‌اند. بر اساس ماده ۴ قانون مدیریت کشوری، «شرکت دولتی، بنگاه اقتصادی است که به موجب قانون برای انجام قسمتی از تصدی دولت، به موجب سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی، ایجاد و بیش از پنجاه درصد سرمایه آن متعلق به دولت می‌باشد. در این پژوهش، درصد مالکیت دولتی به عنوان بدیل (پراکسی) وابستگی سیاسی در نظر گرفته می‌شود. در متون مالی، منظور از روابط سیاسی آن است که، آیا مدیران تا به حال در بخش دولتی تصدی داشته‌اند یا خیر؟ (فن و همکاران^۱، ۲۰۰۷) آیا مالکان، اعضای حزب هستند یا چنین نیست (لی و همکاران^۲، ۲۰۰۸) و یا حتی اینکه آیا مدیران اجرایی (مدیر عامل، مدیران عملیاتی، رئیس هیأت مدیره و غیره) و اعضای هیأت مدیره تا به حال جایگاه دولتی داشته‌اند یا خیر (سو و فانگ^۳، ۲۰۱۳). با این حال، در چارچوب تئوری نمایندگی، وابستگی سیاسی^۴ اساساً از روابط سیاسی^۵ متفاوت است؛ مورد اول مربوط به قدرت سیاسی مالکان شرکت‌ها (سهامداران) است، اما مورد دوم مربوط به قدرت سیاسی مدیران (نمایندگان) است. از مزایای مالکیت دولتی دسترسی آسان به دریافت اعتبار از بانک‌های دولتی، ورود به بازار آرام^۶ و احتمال دریافت کمک‌های دولتی بیشتر، در زمانی که شرکت وضعیت مالی مطلوبی نداشته باشد، است (کلسنز و همکاران^۷، ۲۰۰۸).

همان‌طور که برکمن و همکاران^۸ (۲۰۱۰) نشان داده‌اند، تأثیرات سیاسی شرکت ممکن است در ماهیت ساختار مالکیت و سابقه مدیران آن ریشه داشته باشد؛ اولی به مالکیت دولتی اشاره دارد و دومی به روابط سیاسی ناشی از تجارب کاری پیشین یا فعلی مدیران اشاره می‌کند. در چارچوب تئوری نمایندگی، تمرکز بر روابط سیاسی ممکن است بر مهمترین عامل برجسته و قابل توجه تأثیرات ناشی از ساختار مالکیت غلبه کند و منجر به بروز نتیجه‌ای گمراه‌کننده شود. به عبارت دیگر، تأثیرات سیاسی مالکان، ممکن است نتایج متفاوتی از تأثیرات ارتباط شخصی نماینده با سازمانهای دولتی یا دولت، به ویژه در شرکت‌های خصوصی، داشته باشد.

بررسی این موضوع که چگونه روابط سیاسی بر کیفیت حسابداری تأثیر می‌گذارد و این که چرا سهامداران، برای بهبود کیفیت تصمیم‌گیری خود، به اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌ها اتکا می‌کنند، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. این موضوع و همچنین فقدان

پژوهش‌های کافی درباره آن، انگیزه بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت را ایجاد می‌کند. اهمیت این پژوهش در آن است که با ارائه شواهدی نشان می‌دهد، شرکت‌های با مالکیت دولتی کمتر به مدیریت سود واقعی اقدام می‌کنند و به ندرت به دنبال حداکثرسازی سود هستند. از این رو، یک کانال ارتباطی جدیدی معرفی می‌شود که از طریق مالکیت دولتی بر عملکرد آتی شرکت تأثیر می‌گذارد. بر همین اساس، در ایده جدید این پژوهش این پرسش مطرح می‌شود، که مالکیت دولتی چه تأثیری بر رابطه مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت دارد؟

مبانی نظری

مدیریت سود واقعی

مدیریت سود زمانی رخ می‌دهد که مدیران از اختیار خود در گزارشگری مالی استفاده کنند تا ذی‌نفعان را در مورد عملکرد اقتصادی به‌خصوصی گمراه کنند یا بتوانند بر نتایج مفاد قراردادها که مبتنی بر عملکرد حسابداری است، اثر بگذارند. انگیزه شرکت در مدیریت سود ممکن است ناشی از (۱) انتظارات بازار سرمایه و (۲) قراردادهای نوشته شده بر اساس عملکرد حسابداری باشد (هلی و والن^۹، ۱۹۹۹). معمولاً ارزیابی مدیریت سود واقعی، رفتارهای فرصت‌طلبانه را آشکار می‌سازد و سرمایه‌گذاران، شاهد بی‌کفایتی در استفاده از منابع خواهند بود و مدیریت سود از طریق اقلام واقعی، یکی از پیامدهای مهم تضاد منافع بین سهامداران و مدیران است (خیراللهی و همکاران، ۱۳۹۳).

بر اساس مطالعه اخیر توسط برام^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۵) در شرکت‌های دولتی احتمال بیشتری وجود دارد که از مدیریت سود واقعی استفاده شود، زیرا دستکاری فعالیت‌های واقعی تحت نظارت مقررات حسابرسی یا اجرای قانون نمی‌باشد. بنابراین، مدیریت سود واقعی، شرکت‌های متعهدشده از لحاظ سیاسی را قادر می‌سازد تا در عین دستیابی به نتایج مطلوب عملکرد، شهرت شرکت‌ها و سیاستمداران متصل به آن‌ها را، حفظ نمایند. شرکت‌های خصوصی، کیفیت سود بالاتری نسبت به بنگاه‌های تحت کنترل و مالکیت دولت دارند. به عبارتی شرکت‌های دارای مالکیت دولتی بیشتر اقدام به مدیریت سود می‌کنند. همچنین، بین معیارهای مدیریت سود واقعی با عملکرد آتی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، از این نتایج می‌توان استنباط کرد که دستکاری

فعالیت‌های واقعی در دوره جاری، سبب کاهش عملکرد آتی شرکت می‌شود (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۲).

عملکرد آتی

منظور از سنجش عملکرد آتی شرکت‌ها، ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات، به منظور اخذ تصمیمات منطقی است. به عنوان مثال، سود حسابداری می‌تواند مبنای اعتباردهی بانک‌ها به شرکت و یا یکی از شرایط ورود شرکت به بورس اوراق بهادار قرار گیرد (ظریف فرد و ناظمی، ۱۳۸۲). دیدگاه‌های مختلفی درباره مفهوم عملکرد وجود دارد. عملکرد عبارت است از هر چیزی که شخص به عنوان سابقه از خود به جای می‌گذارد و صرف نظر از هدف به وجود می‌آید (کین^{۱۱}، ۱۹۹۶). به عقیده برناردین^{۱۲} و همکاران (۱۹۸۶) عملکرد باید به عنوان نتیجه کار تعریف شود، زیرا قوی‌ترین پیوند را با اهداف استراتژیک سازمان، رضایت مشتری و درآمدهای مالی دارد.

گراو^{۱۳} و همکاران (۱۹۹۵) بیان می‌کنند، عملکرد ضعیف شرکت می‌تواند تأثیر منفی بر پاداش و امنیت شغلی مدیران و نتایج تعهدات مربوط به بدهی شرکت داشته باشد. مدیر احتمال دارد برای اجتناب از چنین خطراتی، انگیزه پنهان کردن عملکرد واقعی شرکت از طریق مدیریت سود را داشته باشد. با این حال، این پنهان کاری ممکن است تأثیر اندکی بر شرکت‌های خصوصی بدون وابستگی سیاسی داشته باشد، زیرا واکنش بازار در برابر چنین مواردی، تأثیر کمی بر ارزش شرکت خواهد داشت. در عوض، اعتباردهندگان بیشتر نگران عملکرد ضعیف شرکت هستند. دسترسی محدود به تأمین منابع مالی خارجی، بر بقا و رشد شرکت‌های خصوصی تأثیر می‌گذارد. لذا، شرکت‌های خصوصی عمدتاً وابسته به تأمین مالی بانکی هستند و برای اطمینان از دسترسی به منابع مالی بانک با بهره‌اندک، باید سودآوری بالایی داشته باشند.

دینگ^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۸) بیان می‌کنند که شرکت‌های خصوصی با مالکیت دولتی انگیزه انجام مدیریت سود واقعی برای افزایش عملکرد عملیاتی را دارند. اگر مالکیت دولتی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت داشته باشد، احتمال دارد که شرکت‌های دولتی، مدیریت سود را برای افزایش بیشتر در رهبری عملکرد مبتنی بر حسابداری، انجام دهند. بر اساس موارد بالا، فرضیه اول و دوم پژوهش حاضر به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: مالکیت دولتی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.
فرضیه دوم: مدیریت سود واقعی بر عملکرد آتی شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

مالکیت دولتی

دنیس و مک کونل^{۱۵} (۲۰۰۳) مالکیت دولتی را این گونه تعریف کرده‌اند: «مالکیت دولتی نوع جالبی از تعدد سهامداران در عین تمرکز مالکیت است». این سهامداران به دلیل سهم اندک از شرکت و نداشتن منفعت در جریان‌های نقدی شرکت به طور مستقیم هیچ انگیزه شخصی برای نظارت بر مدیران ندارند. در نتیجه به نوعی ریسک شرکت‌های دولتی را افزایش خواهند داد. اما عده‌ای معتقدند حمایت سیاسی دولت ممکن است منجر به ایجاد ارزش برای شرکت شود و از این رو این قبیل شرکت‌ها می‌توانند از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردار گردند (حیدری و همکاران، ۱۳۹۴). مدیران شرکت‌های دولتی دارای افق تصمیم‌گیری کوتاه‌مدت می‌باشند، لذا تلاش می‌نمایند تا به هر طریق ممکن، از جمله دستکاری و مدیریت سود، عملکرد دوره جاری و در نتیجه پاداش خود را افزایش دهند. علاوه بر این روابط و نفوذ سیاسی نه تنها بر وضعیت مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارد، بلکه انگیزه‌های مدیران را نیز در ارتباط با مدیریت سود تحت تأثیر قرار می‌دهد و سبب ایجاد تفاوت‌های چشمگیر در سیاست‌های مالیاتی و کیفیت گزارشگری شرکت‌ها می‌شود (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۶). بنابراین، فرضیه سوم به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه ۳. مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

پیشینه

ریچوداری^{۱۶} (۲۰۰۶) در پژوهش خود با عنوان بررسی مدیریت سود از طریق دستکاری فعالیت‌های واقعی نشان داد که دستکاری فعالیت‌های واقعی، عملی مدیریتی است و با هدف گمراه ساختن سهامداران خاص صورت می‌گیرد. به نحوی که شرکت‌ها برای بهبود حاشیه سود، از فعالیت‌هایی نظیر ارائه تخفیفات قیمتی در پایان سال، به منظور افزایش فروش استفاده می‌کنند. مدیران فعالیت‌های مدیریت سود واقعی را برای اجتناب از

گزارش زیان سالانه انجام می‌دهند. اما اقداماتی که در این دوره برای افزایش سود انجام می‌شود، می‌تواند بر جریان‌های نقدی دوره‌های آتی اثر منفی داشته باشد و این فعالیت‌ها در بلندمدت، باعث افزایش ارزش شرکت نخواهد شد.

سو و فانگ (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان روابط سیاسی و عملکرد در شرکت‌های چینی به بررسی تأثیر روابط سیاسی بر عملکرد شرکت بین سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۸ پرداختند. نتایج پژوهش، وجود رابطه مثبت بین روابط سیاسی در اعضای گروه مدیریت و عملکرد حسابداری و ارزش شرکت را نشان می‌دهد. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های دولتی و غیردولتی به‌طور مؤثر از همکاری‌های سیاسی برای افزایش عملکرد خود استفاده می‌کنند.

هوستون^{۱۷} و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهش خود با عنوان «روابط سیاسی و هزینه وام‌های بانکی» نشان می‌دهند که در ایالات متحده، هزینه وام‌های بانکی برای شرکت‌های دارای اعضای هیأت‌مدیره با روابط سیاسی، به‌طور قابل توجهی پایین‌تر است. مالکیت دولتی، شرکت‌های خصوصی را قادر می‌سازد تا از وام‌های بانکی دولتی با هزینه‌های بهره پایین‌تر بهره‌مند شوند و توانایی آن‌ها را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت افزایش می‌دهد. نتایج، نشان می‌دهد که روابط سیاسی، ارزش شرکت‌های ایالات متحده را افزایش داده و هزینه‌های نظارتی و خطرات اعتباری مد‌تظر بانک‌ها را کاهش می‌دهد و به این ترتیب هزینه‌های وام‌گیرنده کاهش پیدا می‌کند.

برام و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «مدیریت سود بر مبنای ارقام واقعی و تعهدی و روابط سیاسی» با تجزیه و تحلیل نمونه‌های بزرگی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس از بین ۳۰ کشور، به بررسی این موضوع که آیا اختلاف بین راهبردهای مدیریت مبتنی بر ارقام واقعی و تعهدی بین شرکت‌هایی با (بدون) روابط سیاسی متفاوت است، پرداختند. آن‌ها دریافتند که اگرچه مدیریت سود واقعی هزینه بالایی برای شرکت دارد، اما شرکت‌هایی با مالکیت دولتی، به‌خاطر محرمانه بودن و پتانسیل بالای نفوذ سیاسی، استراتژی مدیریت سود واقعی را ترجیح می‌دهند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که روابط سیاسی نقش مهمی را در انتخاب استراتژی‌های مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و واقعی ایفا می‌کند. شرکت‌های دولتی به‌احتمال زیاد، بیشتر از شرکت‌های غیردولتی به‌دنبال جایگزین کردن مدیریت سود واقعی به‌جای مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی هستند.

جاکوبی^{۱۸} و همکاران (۲۰۱۶) مدیریت سود و وابستگی سیاسی، شرکت‌های خصوصی با وابستگی دولتی رابطه بین درماندگی مالی^{۱۹} شرکت‌ها و مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، آن‌ها بیشتر به بررسی تأثیرات تعدیل کننده مشترک بین وابستگی سیاسی و توسعه منطقه‌ای پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های درمانده از مدیریت سود مثبت کمتری نسبت به شرکت‌های سالم استفاده می‌کنند. علاوه بر این، وابستگی سیاسی، رابطه‌ی بین درماندگی مالی و مدیریت سود مثبت را تضعیف می‌نماید. تجزیه و تحلیل تعامل سه جانبه^{۲۰} این تحقیق نشان می‌دهد که اثر تعدیلی^{۲۱} وابستگی سیاسی تحت تأثیر توسعه منطقه‌ای قرارداد دارد.

وانگ^{۲۲} و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «رابطه بین فعالیت‌های مالی خارجی و مدیریت سود: شواهدی از مدیریت ریسک شرکت» با تجزیه و تحلیل نمونه‌هایی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تایوان، بین سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۵، تأثیر فعالیت‌های مالی خارجی بر تصمیمات مدیریت سود و نقش مدیریت ریسک شرکت را به عنوان یک عامل تعدیل کننده بالقوه در این ارتباط مورد بررسی قرار می‌دهند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدیران برای انجام فعالیت‌های تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و بهبود عملکرد شرکت، از مدیریت سود واقعی و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی استفاده می‌کنند. همچنین هنگامی که شرکت‌ها، سیستم مدیریت ریسک ضعیف‌تری دارند، مدیران به احتمال کمتری از مدیریت سود واقعی برای دستیابی به اهداف مالی و بهبود عملکرد شرکت استفاده می‌کنند. همچنین یافته‌های آن‌ها نشان داد که شرکت‌هایی با مدیریت ریسک ضعیف‌تر دارای سازوکارهای کنترل داخلی ضعیف‌تری هم هستند که همین امر موجب اعمال نظارت بیشتر بر رفتار آنان می‌گردد و تلاش مدیران برای دستکاری سود واقعی، به منظور آسیب رساندن به ارزش شرکت در بلندمدت را محدود می‌سازد.

دینگ و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «مالکیت دولتی، مدیریت سود واقعی و عملکرد شرکت، مطالعه موردی شرکت‌های خصوصی» با استفاده از یک مدل تعدیلگر، اثر مالکیت دولتی بر عملکرد و مدیریت سود واقعی شرکت‌های خصوصی در چین بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ را بررسی کردند. نتایج پژوهش، نشان داد که از لحاظ سیاسی شرکت‌های دولتی بیشتر از شرکت‌های غیردولتی، درگیر فعالیت‌های واقعی برای دستکاری سود هستند. علاوه بر این، توسعه اقتصادی منطقه‌ای، رابطه بین مالکیت دولتی و

مدیریت سود واقعی و عملکرد شرکت را تعدیل می‌کند. نتایج حاکی از آن است که مالکیت دولتی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد. در نهایت، شواهد نشان می‌دهد که مدیریت سود واقعی متکی بر تأثیر وابستگی سیاسی بر عملکرد شرکت است. این نتایج به درک این موضوع که شرکت‌های خصوصی چگونه به عنوان یک بخش قابل توجه و گاهی اوقات غیرشفاف اقتصادی، می‌توانند از وابستگی با دولت بهره ببرند و چگونه توسعه اقتصادی منطقه‌ای می‌تواند این اثر را کنترل نماید؛ کمک قابل توجهی می‌کند. بررسی پیشینه پژوهش در ایران نیز موارد زیر را نشان می‌دهد:

سعیدی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «رابطه بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» از متغیرهای جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی، هزینه غیرعادی تولید و هزینه اختیاری غیرعادی به عنوان معیارهای مدیریت سود واقعی و همچنین از جریان‌های نقد عملیاتی آتی و سود عملیاتی آتی به عنوان معیارهای عملکرد آتی، استفاده نمودند. نتایج پژوهش، نشان داد که بین معیارهای مدیریت سود واقعی با عملکرد آتی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. نتایج بررسی رابطه بین دستکاری فعالیت‌های واقعی با عملکرد آتی نشان داد، شرکت‌هایی که از طریق دستکاری فعالیت‌های واقعی نظیر تولید بیش از اندازه به مدیریت سود واقعی در دوره جاری پرداخته‌اند، در جریان‌های نقد دوره بعد با کاهش سود عملیاتی مواجه شده‌اند.

طالب‌نیا و صدیقی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی مقایسه‌ای تأثیر نوع مالکیت دولتی و خصوصی بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» بیان نمودند که در شرکت‌های دولتی شاخص نوسان‌پذیری سود بیشتر است و به عبارتی مدیران شرکت‌های دولتی بیشتر سود را دستکاری می‌کنند. همچنین از آنجا که سرمایه‌گذاران و مالکان شرکت‌های خصوصی پایش و پویش بیشتری بر مدیر و فعالیت‌های او دارند، در نتیجه سطح اقلام تعهدی سود کمتر است و به عبارتی مدیران شرکت‌های خصوصی رفتار محافظه‌کارانه‌تری در شناسایی اقلام تعهدی دارند و سود گزارش شده شرکت‌های خصوصی دارای کیفیت بالاتری می‌باشد.

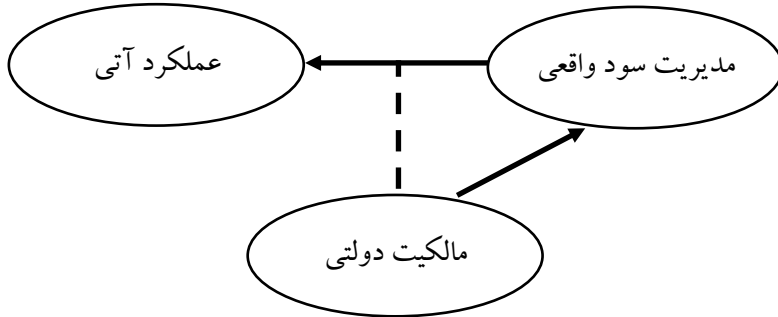
مشایخی و عظیمی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت» این موضوع را بررسی نمودند که آیا بین

مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، رابطه معکوس وجود دارد یا خیر، و همچنین آیا توانایی‌های مدیریت، می‌تواند رابطه معکوس بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت را کاهش دهد؟ نتایج تحلیل آن‌ها نشان داد که بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، رابطه منفی و معنادار مورد تأیید است. برخلاف انتظار این پژوهش، توانایی‌های مدیریت رابطه منفی مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی را کاهش نمی‌دهد. مدیران با رفتار فرصت‌طلبانه، در عملیات تغییراتی ایجاد می‌کنند، بی‌آنکه به پیامدهای آتی آن توجه کنند و همچنین دید کوتاه‌مدت مدیران در ایران، یعنی؛ هرچند شرکت‌ها ممکن است مدیران توانمندی داشته باشند، با این حال در تصمیم‌هایی که برای تغییر در عملیات، به منظور کسب بازده مورد انتظار بیشتر می‌گیرند، به پیامدهای آتی آن توجه چندانی نمی‌کنند، موضوع مهمی بوده‌است که در این پژوهش به آن اشاره شده است.

عباس‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) واکنش بازده سهام به مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۴ را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که دستکاری فعالیت‌های واقعی از طریق جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی که به افزایش بازده سهام سال جاری می‌انجامد، با بازده سهام سال آینده ارتباط معکوس معناداری دارد. همچنین نتایج حاصل از بررسی ارتباط بین هزینه تولید غیرعادی (بعنوان معیار تولید بیش از حد) با بازده سهام، نشان داد که بین آن دو ارتباط منفی وجود ندارد. این بدان معناست که قیمت سهام قادر به انعکاس کامل اثر اضافه تولید بر عملکرد عملیاتی آتی شرکت می‌باشد.

اعتمادی و احمدی (۱۳۹۶) در پژوهش خود عنوان بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از اطلاعات مالی ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰، به این نتیجه رسیدند، شرکت‌هایی که ارتباط سیاسی داشتند با محدودیت تأمین مالی و سرمایه‌گذاری مواجه نبودند. احتمالاً این شرکت‌ها دسترسی آسان‌تری به اعتبارات خارجی دارند، یا این که آن‌ها با وام‌دهندگان توافق می‌کنند تا ضمانت دولتی بدون شرط داشته باشند. با توجه به نتایج پژوهش، ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و رفع محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها مؤثر بوده و با متون مالی ارزیابی ارزش ارتباط سیاسی، سازگار است.

مدل مفهومی پژوهش حاضر در شکل ۱ ارائه شده است.



شکل ۱ - مدل مفهومی

روش‌شناسی

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی به‌شمار می‌رود. با توجه به اینکه هدف از اجرای این پژوهش، مطالعه میزان تأثیر یک متغیر تعدیل‌کننده، بر آورد ضرایب متغیرهای تحت بررسی و در نهایت ارائه مدل برای پیش‌بینی است، برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های پانل و رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. همچنین تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews انجام شده است.

جامعه و نمونه

جامعه آماری این پژوهش، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۴ است. با توجه به ماهیت پژوهش، برای اندازه‌گیری متغیر عملکرد آتی شرکت‌ها، اطلاعات سال مالی ۱۳۹۵ و متغیر کنترلی انحراف معیار بازده دارایی‌ها، اطلاعات سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶، نیز گردآوری شده است. در این پژوهش نمونه‌گیری با استفاده از روش حذفی سیستماتیک انجام شده است. به منظور گستردگی حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، ۵ محدودیت زیر برای انتخاب نمونه آماری در نظر گرفته شده است. در صورتی که یک شرکت حائز تمام معیارهای ذیل باشد، به عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شده است.

۱- به دلیل این که استفاده از داده‌های شرکت‌هایی با دوره‌های مالی متفاوت، تفسیر نتایج حاصل از تحقیق را دچار مشکل می‌کند و قابلیت مقایسه اطلاعات جامعه آماری

پژوهش را از بین می برد، فقط شرکت هایی مورد بررسی قرار می گیرند که سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۲- در طول دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی صورت نگرفته باشد. به علت استفاده از نمونه های سال - شرکت، شرکت هایی که سال مالی خود را تغییر داده باشند، نمونه آماری را تخریب خواهند کرد و تفسیر نتایج پژوهش با مشکل مواجه می شود.

۳- معاملات سهام شرکت، طی دوره پژوهش، بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد. به منظور سیال بودن سهام شرکت ها و در نتیجه قابل اتکا بودن قیمت سهم و بازده آن، توقف های معاملاتی، منجر به مخدوش شدن ارقام استفاده شده در پژوهش خواهد شد.

۴- برای اجرای پژوهش، شرکت هایی که داده های آن موجود و در دسترس باشند، مورد مطالعه قرار می گیرند.

۵- جزء شرکت های سرمایه گذاری، هلدینگ، واسطه گری مالی، بانک ها و شرکت های بیمه نباشد. بعلا ما هیت خاص شرکت های فوق الذکر، امکان مقایسه فعالیت آن ها با سایر شرکت ها وجود ندارد. به عنوان مثال، در بانک ها و شرکت های بیمه نسبت بدهی بالا بوده، اما این نسبت نشان از ریسک مالی ندارد و به معنای سپرده مشتریان است. یا بخش جریان های نقدی عملیاتی شرکت های سرمایه گذاری مالی با قسمتی از جریان های نقد فعالیت های تأمین مالی شرکت های تولیدی یکسان می باشد. لذا استفاده از داده های این شرکت ها در کنار سایر شرکت های نمونه منجر به تحلیل های نادرست و اخلال در نتایج مدل رگرسیون می شود. باید توجه شود که هرچه شرکت های باقی مانده همگن تر و قابلیت مقایسه بیشتری داشته باشند، نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها قابل اتکاتر خواهد بود (بنی مهد و همکاران ۱۳۹۵: ۵۰).

پس از اعمال معیارهای فوق، نمونه تحقیق از ۱۱۵ شرکت (۱۲۶۵ سال - شرکت) تشکیل شد. برای محاسبه متغیرهای پژوهش، داده های مورد نیاز از بانک اطلاعاتی «ره آوردنویز» و صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مندرج در سامانه الکترونیکی اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج شده است. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده ها و همچنین تجزیه و تحلیل آن ها از نرم افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است.

الگوها

برای آزمون فرضیه اول، تأثیر مالکیت دولتی بر مدیریت سود واقعی، مطابق با پژوهش انجام شده توسط دینگ و همکاران (۲۰۱۸) از الگوی ۱ استفاده می‌نمائیم.

$$\text{RealEM}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PA}_{i,t} + \beta_2 \sum_{t=1}^n \text{controls} + \varepsilon_{0,i,t} \quad \text{الگوی ۱}$$

در خصوص فرضیه اول پژوهش متغیر مستقل این پژوهش، مالکیت دولتی $\text{PA}_{i,t}$ می‌باشد.

بر اساس پژوهش‌های پیشین، ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۶) و ملکیان و نیکروان فرد (۱۳۹۴) مبنای مالکیت دولتی، واگذاری شرکت‌ها به سازمان‌های دولتی، وابسته به دولت و نهادهای حکومتی است یعنی به اصطلاح شبه دولتی‌ها. با استخراج مشخصات و میزان درصد سهام متعلق به سهامداران از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه، میزان مالکیت دولتی به صورت مجموع سهام در اختیار سهامداران دولتی تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت محاسبه می‌گردد.

برای آزمون فرضیه دوم، تأثیر مدیریت سود واقعی بر عملکرد آتی شرکت‌ها، مطابق با پژوهش انجام شده توسط دینگ و همکاران (۲۰۱۸) از الگوی ۲ استفاده می‌نمائیم.

$$\text{Future Performance}_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 \text{RealEM}_{i,t} + \delta_2 \sum_{t=1}^n \text{controls} + \varepsilon_{0,i,t} \quad \text{الگوی ۲}$$

برای آزمون فرضیه سوم، مطابق با پژوهش انجام شده توسط دینگ و همکاران (۲۰۱۸) که در آن مالکیت دولتی نقش تعدیلگر در رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌ها دارد، از الگوی ۳ استفاده می‌نمائیم.

$$\text{Future Performance}_{i,t+1} = \theta_0 + \theta_1 \text{RealEM}_{i,t} + \theta_2 \text{PA}_{i,t} + \theta_3 \text{RealEM}_{i,t} \quad \text{الگوی ۳}$$

$$\times \text{PA}_{i,t} + \theta_4 \sum_{t=1}^n \text{controls} + \varepsilon_{0,i,t}$$

در خصوص فرضیه‌های دوم و سوم، متغیر وابسته این پژوهش، عملکرد آتی شرکت $\text{Future Performance}_{i,t+1}$ می‌باشد که از دو معیار برای اندازه‌گیری عملکرد آتی استفاده شده است. طبق پژوهش‌های انجام شده توسط سعیدی و همکاران (۱۳۹۲) و

گوگردچیان و پورفخریان (۱۳۹۴) جریان‌های نقدی عملیاتی آتی $CFO_{i,t+1}$ و باتوجه به پژوهش انجام شده توسط دینگ و همکاران (۲۰۱۸) بازده حقوق صاحبان سهام $ROE_{i,t+1}$ برای اندازه‌گیری عملکرد آتی شرکت مورد استفاده قرار گرفت.

$CFO_{i,t+1}$: جریان نقد حاصل از فعالیت عملیاتی شرکت $t+1$ سال نشان می‌دهد که از بخش فعالیت‌های عملیاتی صورت جریان وجه نقد قابل استخراج است و از تقسیم جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

$ROE_{i,t+1}$: بازده حقوق صاحبان سهام شرکت $t+1$ سال نشان می‌دهد که از تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

در خصوص فرضیه‌های دوم و سوم، ابتدا متغیرهای فرضیه را به منظور اندازه‌گیری این که تا چه میزان شرکت‌ها، از فعالیتهای واقعی به منظور مدیریت سود گزارش شده خود استفاده نموده‌اند، ایجاد می‌نمائیم. در متون مالی، ریچوداری (۲۰۰۶) و کوهن و زاروین^{۳۳} (۲۰۱۰) سه مدل اصلی برای بررسی میزان مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی را معرفی می‌کند: جریان نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه تولید غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی. مدل هزینه تولید غیرعادی بیان می‌کند که اقلام بهای تمام شده کالای فروش رفته در شرایط عادی در راستای ایجاد فروش اتفاق افتاده‌اند. لذا باید توسط درآمد فروش و تغییرات فروش در سال جاری و سال قبل در مدل توضیح داده شود. بنابراین، مقادیر خطای مدل که نشان از اقلام غیرعادی بهای تمام شده کالای فروش رفته دارند، بیانگر مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری در اقلام بهای تمام شده می‌باشند. مدل هزینه‌های اختیاری غیرعادی بیان می‌کند که هزینه‌های عملیاتی در شرایط عادی در جهت ایجاد فروش اتفاق افتاده‌اند. لذا باید توسط درآمد فروش در مدل توضیح داده شود. بنابراین مقادیر خطای مدل که نشان از اقلام غیرعادی هزینه‌های عملیاتی دارند، بیانگر مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری در هزینه‌های توزیع، فروش و عمومی می‌باشند. در تحقیق حاضر به تبعیت از ریچوداری (۲۰۰۶) و کوهن و زاروین (۲۰۱۰) از جریان نقدی عملیاتی غیرعادی مطابق الگوی چهار، برای اندازه‌گیری مدیریت سود واقعی استفاده شده‌است. این مدل بیان می‌کند، چنانچه درآمد فروش در شرایط عادی عملیات اتفاق افتاده باشد، باید در سال جاری به وجه نقد تبدیل شود و هر چه درآمد فروش سال جاری و تغییرات فروش طی سال، بتوانند جریان نقد عملیاتی سال جاری را بیشتر توضیح دهند، کیفیت بالاتری دارند.

بنابر این مقادیر خطای مدل که نشان از جریان نقد عملیاتی غیرعادی دارند، بیانگر مدیریت سود واقعی از طریق دستکاری ارقام غیرعادی جریان‌های نقد عملیاتی می‌باشند. اندازه نهایی میزان اعمال مدیریت سود واقعی از طریق مقادیر خطای مدل محاسبه می‌شود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵: ۴۰۲). ابتدا همه متغیرها برای همگن شدن داده‌ها در سطح شرکت‌ها باید بر جمع دارایی‌های ابتدای سال $A_{i,t-1}$ تقسیم شوند. با این کار ناهمسانی احتمالی بین مقادیر خطا کاهش می‌یابد. $CFO_{i,t} / A_{i,t-1}$ جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی می‌باشد که معادل انحراف جریان‌های نقدی عملیاتی واقعی شرکت از سطح عادی جریان‌های نقدی عملیاتی (برآوردی) آن است. مبلغ سطح عادی جریان‌های نقدی عملیاتی از طریق ضرایب بدست آمده از مدل رگرسیونی الگوی ۴ برآورد می‌شود:

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_{1,t} \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_{2,t} \frac{SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_{3,t} \frac{\Delta SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{الگوی ۴}$$

که در الگوی فوق:

$CFO_{i,t}$: جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی شرکت i در سال t نشان می‌دهد که به‌طور مستقیم از بخش فعالیت‌های عملیاتی صورت جریان وجه نقد قابل استخراج است.

$SALES_{i,t}$: خالص درآمد فروش شرکت i در سال t نشان می‌دهد.

$\Delta SALES_{i,t}$: نشان‌دهنده تغییر درآمد فروش برای یک سال گذشته است. فروش‌های

سال t منهای فروش‌های سال $t-1$

$A_{i,t-1}$: نشان دهنده کل دارایی‌های شرکت i در پایان دوره $t-1$ می‌باشد.

$\varepsilon_{i,t}$: باقیمانده مدل شرکت i برای سال t ، سطح جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی می‌باشد.

سپس برای محاسبه جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی هر سال - شرکت، باید جریان نقد عملیاتی واقعی که بطور مستقیم از بخش فعالیت‌های عملیاتی صورت جریان وجه نقد شرکت‌ها قابل استخراج است، از سطح عادی جریان نقدی عملیاتی کسر شود.

در این تحقیق به پیروی از پژوهش‌های انجام شده توسط لی و همکاران (۲۰۰۸)، سو و فانگ (۲۰۱۳) و دینگ و همکاران (۲۰۱۸) از متغیرهای کنترلی به شرح زیر، به‌منظور کنترل تأثیر عوامل شناخته‌شده و ناشناخته در رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل، استفاده شده‌است. متغیرهای کنترلی این پژوهش معیارهایی هستند که در زمان انتخاب فرصت‌های

سرمایه گذاری مورد توجه سرمایه گذاران قرار می گیرند. براساس پژوهش انجام شده، بولو و همکاران (۱۳۹۱) نگهداری دارایی های نقدی، هزینه های خاص خود را به همراه دارد. نگهداری زیاد وجه نقد توسط شرکت ها، می تواند منجر به شکل گیری تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران شود که این امر ممکن است باعث افزایش اختیارات مدیریت گردیده و باعث آسیب رساندن به منافع سهامداران شود؛ به عبارت دیگر، نگهداری وجه نقد بالا، منجر به هزینه فرصت برای شرکت می شود؛ چرا که وجوه نقد دارای نرخ بازده پائینی می باشد و به طور آشکاری بر بازده بازار و همچنین بر عملکرد عملیاتی شرکت ها اثر می گذارد؛ از طرفی عدم نگهداری وجه نقد کافی برای شرکت هایی که با محدودیت تأمین مالی روبرو می شوند، ممکن است باعث از دست رفتن فرصت های سرمایه گذاری آینده شود و از این رو بر عملکرد آتی و بازده شرکت ها تأثیر منفی داشته باشد. براساس پژوهش دارابی و کریمی (۱۳۸۹) بررسی وضعیت سرمایه گذاری در دارایی های ثابت، از نظر میزان تأثیر آن بر منابع مالی در دسترس، برای توزیع میان مالکان و بستانکاران شرکت و همچنین تأثیر آن در کاهش ریسک کلی شرکت، به دلیل افزایش در رشد منافع مورد انتظار دارایی ها و به تبع آن کاهش بازده از اهمیت ویژه ای برخوردار است. مطابق با پژوهش فروغی و متین نژاد (۱۳۹۳) اندازه شرکت، می تواند معیاری برای نشان دادن حساسیت شرکت ها در برابر تغییر شرایط اقتصادی باشد. شرکت های کوچک در زمان تغییر چرخه های تجاری، نوسانات بیشتری از خود نشان می دهند، بنابراین ریسک بیشتری دارند. پس می توان نتیجه گرفت که بین اندازه و عملکرد شرکت رابطه منفی وجود دارد. براساس پژوهش یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۸۸) افزایش نسبت های اهرمی، همواره خطر بروز بحران مالی و ورشکستگی شرکت را تشدید خواهد کرد. بنابراین شرکت هایی که اهرم مالی بالایی دارند، عملکرد ضعیف تری نسبت به شرکت هایی که اهرم مالی پایین تری دارند، خواهند داشت.

$SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t ؛ (لگاریتم طبیعی جمع دارایی ها)

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t ؛ (ارزش دفتری کل بدهی به کل دارایی ها)

$AGE_{i,t}$: سن شرکت i در سال t ؛ (سن شرکت، لگاریتم طبیعی تعداد سال هایی

می باشد که یک شرکت فعالیت نموده است. ابتدا سال تأسیس هر شرکت از یادداشت های توضیحی صورت های مالی استخراج گردیده و سپس سن شرکت از تاریخ تأسیس شرکت

تا سال مورد بررسی، در نظر گرفته شده است)

$Slack_{i,t}$: نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها؛ (موجودی نقد به کل دارایی‌ها)

$PPE_{i,t}$: ارزش ناخالص املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در سال t .

$Loss_{i,t}$: در صورتی که شرکتی زیان ده باشد، یک و در غیر این صورت، صفر است.

$Stdinvest_{i,t}$: انحراف معیار بازده دارایی‌ها (ROA) شرکت در سه سال گذشته.

آمار توصیفی

در این بخش، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود. خلاصه‌ای از توصیف آماری داده‌های پژوهش در جدول ۱ نشان داده شده است. میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی است که نشان‌دهنده نقطه تعادل مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین مالکیت دولتی، جریان نقد عملیاتی و حقوق صاحبان سهام به ترتیب برابر با ۰/۵۲، ۰/۱۲ و ۰/۲۷ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیرها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه مقداری است که ۵۰ درصد داده‌های نمونه پایین‌تر از آن و ۵۰ درصد بالاتر از آن قرار می‌گیرد. همانگونه که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، میانه متغیر مدیریت سود واقعی برابر با ۰/۱۲ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. با توجه به مطالب فوق و جدول ۱ می‌توان دریافت که میانگین عمده متغیرها فاصله چندانی با میانه هم ندارند. نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه نشان‌دهنده نرمال بودن متغیر است.

انحراف معیار مهم‌ترین پارامتر پراکنندگی است که از جذر واریانس به دست می‌آید. این شاخص نشان‌دهنده متوسط نوسان مشاهدات از میانگین آن‌ها است و هر چه انحراف معیار داده‌های یک متغیر کمتر باشد، داده‌ها به میانگین نزدیک‌تر و متجانس‌تر می‌باشند. بررسی متغیر کنترلی زیان‌ده بودن شرکت نشان می‌دهد که از تعداد ۱۰۳۵ مشاهده، ۹۲۱ مشاهده معادل ۸۸/۹۹ درصد، کد صفر و سودده بوده و ۱۱۴ مشاهده معادل ۱۱/۰۱ درصد کد یک و زیان‌ده بوده‌اند. میزان مدیریت سود واقعی کم (کمتر از ۰/۱۵) نشان‌دهنده سازوکارهای کنترلی مناسب بر عملکرد مدیران است. متغیر اهرم مالی نشان‌دهنده توانایی شرکت برای بازپرداخت بدهی‌ها می‌باشد و اینکه چه بخشی از دارایی‌ها از محل بدهی‌ها یا حقوق صاحبان سهام تأمین مالی شده است. ساختار بدهی شرکت می‌تواند یک عامل

مؤثر در مدیریت سود تلقی شود. اهرم مالی مثبت و کمتر از یک و بیشتر از ۰/۵ بیانگر آن است که میزان بدهی شرکت‌های نمونه نسبت به حقوق صاحبان سهام در کل بیشتر است. شرکت‌های قرار گرفته در نمونه به شکل میانگین از ۶۲ درصد اهرم مالی بهره‌گیری نموده‌اند. اعداد مربوط به درصد مالکیت دولتی بین ۰/۱۰ تا ۰/۹۳ نشان می‌دهد، در نمونه مورد پژوهش، شرکت‌هایی وجود دارند که هیچ وابستگی دولتی (و البته نه روابط دولتی) نداشته‌اند و در مقابل، شرکت‌هایی هم در نمونه وجود دارند که ۹۳ درصد مالکیت آن‌ها متعلق به سهامداران دولتی می‌باشد. باتوجه به اینکه میانگین متغیر مالکیت دولتی برابر ۰/۵۲ می‌باشد، این اطلاعات حاکی از وجود مالکیت دولتی بالا در نمونه تحقیق است و می‌توان چنین نتیجه گرفت که نمونه انتخاب شده برای این تحقیق، معرف جامعه است. نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نیز به‌طور متوسط در طول دوره تحقیق برابر ۰/۲۷ می‌باشد. بررسی متغیر بازده حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهد که آیا مدیریت با نرخ و سرعتی مناسب در حال افزایش ارزش شرکت است یا خیر. هرچه این نسبت افزایش یابد، میزان سودآوری سهامداران افزایش یافته‌است. همچنین به منظور اجتناب از تأثیر داده‌های پرت بر نتایج پژوهش، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح پنج درصد تعدیل شده‌اند.

جدول ۱ - آمار توصیفی متغیرها در سطح کل شرکت‌ها

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانها	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
CFO/A	۱۰۳۵	۰/۱۳	۰/۱۲	۰/۱۲	۰/۰۴	۰/۴۲
SALES/A	۱۰۳۵	۰/۹۵	۰/۸۷	۰/۴۳	۰/۳۸	۲/۰۶
ΔSALES/A	۱۰۳۵	۰/۱۲	۰/۰۹	۰/۲۰	۰/۲۵	۰/۵۸
RealEM	۱۰۳۵	۰/۱۳	۰/۱۲	۰/۰۸	۰/۰۳	۰/۳۳
PA	۱۰۳۵	۰/۵۲	۰/۵۸	۰/۳۱	۰/۰۰	۰/۹۳
CFO	۱۰۳۵	۰/۱۲	۰/۱۱	۰/۱۰	-۰/۰۴	۰/۳۴
ROE	۱۰۳۵	۰/۲۷	۰/۲۵	۰/۲۴	-۰/۲۲	۰/۶۹
SIZE	۱۰۳۵	۱۳/۶۳	۱۳/۵۵	۱/۲۰	۱۱/۶۵	۱۶/۳۲
LEV	۱۰۳۵	۰/۶۲	۰/۶۳	۰/۱۵	۰/۳۲	۰/۹۰
AGE	۱۰۳۵	۳/۴۹	۳/۶۱	۰/۳۷	۲/۷۱	۳/۹۷
Slack	۱۰۳۵	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۱۲
PPE	۱۰۳۵	۰/۲۵	۰/۲۰	۰/۱۶	۰/۰۵	۰/۶۵
Stdinvest	۱۰۳۵	۴/۱۷	۳/۳۳	۳/۲۷	۰/۲۱	۱۲/۱۰
Loss	۱۰۳۵	زیان‌ده			۱۱۴	۱۱/۰۱
		سودده			۹۲۱	۸۸/۹۹

آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش، پیش از تخمین مدل اصلی، به منظور بررسی مانایی تمام متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد دیکی فولر استفاده شد. باتوجه به اینکه مقدار P برای تمامی متغیرها کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه متغیرهای پژوهش در طی دوره در سطح مانا بوده‌اند. در برآورد یک مدل که داده‌های آن از نوع ترکیبی است، ابتدا باید نوع الگوی برآورد مشخص شود. در مورد داده‌های ترکیبی ابتدا آزمون F لیمر به منظور انتخاب شیوه تخمین مدل از بین دو ساختار آمیخته (پول) و پانلی (تابلویی) انجام می‌شود. باتوجه به اینکه نتایج آزمون F لیمر و هاسمن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، پس داده‌های پانلی (تابلویی) تأیید و از روش اثرات ثابت در برآورد مدل استفاده می‌شود. در پژوهش حاضر برای تشخیص خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آماره دوربین-واتسون استفاده شده‌است. اگر آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد، نشان می‌دهد که خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. علاوه بر این برای بررسی معناداری کل مدل نیز آزمون فیشر اجرا شده است. در ادامه نتایج مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش آمده است:

جدول ۲ - نتایج آزمون فرضیه اول

$\text{RealEM}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PA}_{i,t} + \beta_2 \sum_{t=1}^n \text{controls} + \varepsilon_{0,i,t}$					
متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰/۳۱۵	۰/۰۱۷	۱۷/۸۸	۰/۰۰۰	۰
مالکیت دولتی	-۶/۵۴۱	۲/۸۰۱	-۲/۳۳	۰/۰۱۹	۱/۰۷
اندازه شرکت	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۱	-۱۳/۵۸	۰/۰۰۰	۱/۰۹
اهرم مالی	-۰/۰۴۱	۰/۰۰۴	-۱۰/۳۱	۰/۰۰۰	۱/۳۰
سن شرکت	۰/۰۳۱	۰/۰۰۵	۵/۴۵	۰/۰۰۰	۱/۰۷
وجه نقد	۰/۱۱۹	۰/۰۱۷	۶/۷۳	۰/۰۰۰	۱/۱۱
ارزش ناخالص دارایی ثابت	-۰/۰۲۵	۰/۰۰۴	-۵/۶۰	۰/۰۰۰	۱/۰۴
زیان ده بودن شرکت	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۱	-۸/۵۰	۰/۰۰۰	۱/۱۷
انحراف معیار بازده دارایی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۱/۷۷	۰/۰۷۶	۱/۰۴
ضریب تعیین	۰/۵۲	آماره F			۳۸۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۷	سطح معناداری			۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۱/۶۸	آماره F			

بررسی جدول ۲ نشان می‌دهد، باتوجه به سطح معناداری آماره F به دست آمده (۰/۰۰۰) می‌توان بیان کرد که در مجموع مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. همچنین باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده که برابر ۴۷ درصد است، می‌توان بیان کرد که ۴۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توضیح است. مقدار آماره دوربین-واتسون به دست آمده ۱/۶۸ است و باتوجه به اینکه به عدد ۲ نزدیک می‌باشد، می‌توان ادعا کرد که مشکل خودهمبستگی بین باقی مانده‌های الگوی مورد بررسی وجود ندارد. هم‌خطی متغیرهای مستقل نیز به کمک شاخص عامل تورم واریانس (VIF) بررسی شد که برای متغیرهای مستقل تمامی تخمین‌ها کمتر از مقدار ۵ می‌باشد و نشان می‌دهد مشکل هم‌خطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

یافته‌ها نشان می‌دهد، سطح معناداری ضریب مالکیت دولتی برابر ۰/۰۱۹ می‌باشد. بنابراین، می‌توان ادعا کرد که مالکیت دولتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد اثر معناداری بر مدیریت سود واقعی دارد و باتوجه به اینکه ضریب متغیر مستقل منفی و برابر ۶/۵۴ است، مشخص می‌گردد که مالکیت دولتی اثر منفی و معناداری بر متغیر وابسته دارد. می‌توان نتیجه گرفت، زمانی که درصد مالکیت دولتی در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، میزان مدیریت سود واقعی در شرکت‌ها کاهش می‌یابد. لذا فرضیه اول تحقیق تأیید می‌گردد. همچنین بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، اهرم مالی، ارزش ناخالص دارایی ثابت و زیان‌ده بودن شرکت در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه منفی و معناداری با مدیریت سود واقعی دارند و متغیرهای سن شرکت و وجه نقد در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه مثبت و معناداری با مدیریت سود واقعی دارد. همچنین انحراف معیار بازده دارایی‌ها رابطه معناداری با مدیریت سود واقعی ندارد.

جدول ۳ - نتایج آزمون فرضیه دوم

$$CFO_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 RealEM_{i,t} + \delta_2 \sum_{t=1}^n controls + \varepsilon_{0,i,t}$$

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰/۲۶	۰/۱۵	۱/۷۱	۰/۰۸۷	۰
مدیریت سود واقعی	۰/۵۸	۰/۱۶	۳/۴۸	۰/۰۰۰	۱/۳۹
اندازه شرکت	۰/۰۰۶	۰/۰۱۱	۰/۵۲	۰/۵۹۹	۱/۱۱
اهرم مالی	۰/۰۰۲	۰/۰۱۸	۰/۱۴	۰/۸۸۷	۱/۴۴
سن شرکت	-۰/۰۸۵	۰/۰۶۳	-۱/۳۳	۰/۱۸۱	۱/۰۸
وجه نقد	-۰/۲۹	۰/۱۳۶	-۲/۱۶	۰/۰۳۰	۱/۱۲
ارزش ناخالص دارایی ثابت	۰/۰۰۵	۰/۰۲۸	۰/۱۸	۰/۸۵۰	۱/۱۰
زیان ده بودن شرکت	۰/۰۱۱	۰/۰۰۸	۱/۳۲	۰/۱۸۶	۱/۲۰
انحراف معیار بازده دارایی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۰/۶۲	۰/۵۳	۱/۰۴
ضریب تعیین	۰/۴۵	آماره F			۶/۳۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸	سطح معناداری			۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۱/۸۶	آماره F			

بررسی جدول ۳ نشان می‌دهد، با توجه به سطح معناداری آماره F به دست آمده (۰/۰۰۰) می‌توان بیان کرد که در مجموع مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده که برابر ۳۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که ۳۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توضیح است. مقدار آماره دوربین واتسون به دست آمده ۱/۸۶ است و با توجه به این که به عدد ۲ نزدیک می‌باشد، می‌توان ادعا کرد که مشکل خودهمبستگی بین باقی مانده‌های الگوی مورد بررسی وجود ندارد. هم خطی متغیرهای مستقل نیز به کمک شاخص عامل تورم واریانس (VIF) بررسی شد که برای متغیرهای مستقل تمامی تخمین‌ها کمتر از مقدار ۵ می‌باشد و نشان می‌دهد مشکل هم خطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

یافته‌ها نشان می‌دهد، سطح معناداری ضریب مدیریت سود واقعی برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که مدیریت سود واقعی در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثر معناداری بر عملکرد آتی شرکت با پراکسی (بدیل) جریان‌های نقد عملیاتی آتی دارد و

باتوجه به این که ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر ۰/۵۸ است، مشخص می گردد که مدیریت سود واقعی اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد. می توان نتیجه گرفت که دستکاری فعالیت های واقعی در دوره جاری موجب افزایش جریان های نقدی عملیاتی در دوره بعد می شود. این موضوع بیانگر تأیید فرضیه دوم پژوهش است. همچنین بین متغیرهای کنترلی، فقط وجه نقد شرکت رابطه معکوس و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد با عملکرد آتی شرکت دارد.

جدول ۴ - نتایج آزمون فرضیه دوم

$$ROE_{i,t+1} = \delta_0 + \delta_1 RealEM_{i,t} + \delta_2 \sum_{l=1}^n controls + \varepsilon_{0,i,t}$$

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ δ_0	۱۰۴/۸۰	۴۹/۰۰۱	۲/۱۳	۰/۰۳۲	۰
مدیریت سود واقعی RealEM	۱۰۱/۴۵	۳۹/۰۱۴	۲/۶۰	۰/۰۰۹	۱/۳۹
اندازه شرکت SIZE	-۴/۷۲	۲/۵۳	-۱/۸۵	۰/۰۶۳	۱/۱۱
اهرم مالی LEV	۸/۶۵	۸/۰۶	۱/۰۷	۰/۲۸	۱/۴۴
سن شرکت AGE	-۹/۶۷	۱۲/۸۹	-۰/۷۵	۰/۴۵	۱/۰۸
وجه نقد Slack	۱۰۳/۳۰	۲۷/۷۸	۳/۷۱	۰/۰۰۰	۱/۱۲
ارزش ناخالص دارایی ثابت PPE	-۱۱/۱۸	۵/۹۱	-۱/۸۹	۰/۰۵۸	۱/۱۰
زیان ده بودن شرکت Loss	۳/۷۶	۴/۴۶	۰/۸۴	۰/۴۰۰	۱/۲۰
انحراف معیار بازده دارایی Stdinvest	-۰/۰۲	۰/۳۹۷	-۰/۰۶	۰/۹۵	۱/۰۴
ضریب تعیین	۰/۴۷	آماره F		۶/۸۵	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰	سطح معناداری		۰/۰۰۰	
آماره دوربین واتسون	۱/۷۴	آماره F			

بررسی جدول ۴ نشان می دهد، باتوجه به سطح معناداری آماره F به دست آمده (۰/۰۰۰) می توان بیان کرد که در مجموع مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. همچنین باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده که برابر ۴۰ درصد است، می توان بیان کرد که ۴۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توضیح است. مقدار آماره دوربین واتسون به دست آمده ۱/۷۴ است و باتوجه به این که به عدد ۲ نزدیک می باشد، می توان ادعا کرد که مشکل خودهمبستگی بین باقی مانده های الگوی مورد بررسی وجود ندارد.

یافته‌ها نشان می‌دهد، سطح معناداری ضریب مدیریت سود واقعی برابر ۰/۰۰۹ می‌باشد. در نتیجه می‌توان ادعا کرد که مدیریت سود واقعی در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثر معناداری بر عملکرد آتی شرکت با پراکسی (بدیل) بازده حقوق صاحبان سهام دارد و باتوجه به این که ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر ۱۰۱/۴۵ می‌باشد، مشخص می‌گردد که مدیریت سود واقعی اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد. می‌توان نتیجه گرفت که دستکاری فعالیت‌های واقعی در دوره جاری موجب افزایش بازده حقوق صاحبان سهام در دوره بعد می‌شود. این موضوع بیانگر تأیید فرضیه دوم پژوهش است. همچنین در خصوص متغیرهای کنترلی، فقط وجه نقد شرکت رابطه مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد با عملکرد آتی شرکت دارد.

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه سوم

$CFO_{i,t+n} = \theta_0 + \theta_1 RealEM_{i,t} + \theta_2 PA_{i,t} + \theta_3 RealEM_{i,t} \times PA_{i,t} + \theta_4 \sum_{t=1}^n controls + \varepsilon_{0,i,t}$					
متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰/۲۸۳	۰/۱۳۳	۲/۱۲۹	۰/۰۳۳	۰
مدیریت سود واقعی	۰/۵۱۶	۰/۱۶۲	۳/۱۷۱	۰/۰۰۱	۲/۱۲
مالکیت دولتی	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۴	-۰/۷۹۹	۰/۴۲۴	۲/۲۷
متغیر تعدیلگر	۰/۱۶۶	۰/۰۷۱	۲/۳۲۷	۰/۰۲۰	۳/۱۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	۰/۰۰۹	۰/۸۵۴	۰/۳۹۳	۱/۱۵
اهرم مالی	۰/۰۰۱	۰/۰۳۰	۰/۰۴۲	۰/۹۶۵	۱/۴۸
سن شرکت	-۰/۰۹۵	۰/۰۴۵	-۲/۰۷۲	۰/۰۳۸	۱/۰۹
وجه نقد	-۰/۳۱۲	۰/۱۱۶	-۲/۶۹۴	۰/۰۰۷	۱/۱۵
ارزش ناخالص دارایی ثابت	۰/۰۰۳	۰/۰۲۹	۰/۱۱۸	۰/۹۰۵	۱/۱۲
زیان ده بودن شرکت	۰/۰۱۲	۰/۰۱۱	۱/۱۰۲	۰/۲۷۰	۱/۲۰
انحراف معیار بازده دارایی	-۰/۰۰۹	۰/۰۱۰	-۰/۸۹۷	۰/۳۶۹	۱/۰۵
ضریب تعیین	۰/۴۶	آماره F		۶/۳۲	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۸	سطح معناداری			۰/۰۰۰
آماره دورین واتسون	۱/۸۶	آماره F			

بررسی جدول ۵ نشان می‌دهد، باتوجه به سطح معناداری آماره F به دست آمده (۰/۰۰۰) می‌توان بیان کرد که در مجموع مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. همچنین باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده که برابر ۳۸ درصد است،

می توان بیان کرد که ۳۸ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توضیح است. مقدار آماره دوربین-واتسون به دست آمده ۱/۸۶ است و باتوجه به این که به عدد ۲ نزدیک می باشد، می توان ادعا کرد که مشکل خودهمبستگی بین باقی مانده های الگوی مورد بررسی وجود ندارد. هم خطی متغیرهای مستقل نیز به کمک شاخص عامل تورم واریانس (VIF) بررسی شد که برای متغیرهای مستقل تمامی تخمین ها کمتر از مقدار ۵ می باشد و نشان می دهد مشکل هم خطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد.

یافته ها نشان می دهد، سطح معناداری ضریب متغیر تعدیلگر مالکیت دولتی برابر ۰/۰۲ می باشد. در نتیجه می توان ادعا کرد که متغیر تعدیلگر مالکیت دولتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد اثر معناداری بر رابطه بین مدیریت سود واقعی با عملکرد آتی شرکت ها با پراکسی جریان نقد عملیاتی آتی دارد و باتوجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر ۰/۱۶۶ است، مشخص می گردد که در شرکت هایی که دارای درصد مالکیت دولتی بالایی هستند، رابطه مثبت بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت تقویت می شود. همچنین سطح معناداری مدیریت سود واقعی برابر ۰/۰۰۱ می باشد. در نتیجه می توان ادعا کرد که مدیریت سود واقعی در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثر معناداری بر عملکرد آتی شرکت با پراکسی جریان نقد عملیاتی آتی دارد و باتوجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر ۰/۵۱ است، مشخص می گردد که مدیریت سود واقعی اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، سن شرکت و وجه نقد شرکت رابطه معکوس و معناداری به ترتیب در سطح اطمینان ۹۵ و ۹۹ درصد با عملکرد آتی شرکت دارند.

جدول ۶ - نتایج آزمون فرضیه سوم

$$ROE_{i,t+1} = \theta_0 + \theta_1 RealEM_{i,t} + \theta_2 PA_{i,t} + \theta_3 RealEM_{i,t} \times PA_{i,t} + \theta_4 \sum_{t=1}^n controls + \varepsilon_{0,i,t}$$

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۱۱۴/۶	۲۹/۲۵	۳/۹۲۰	۰/۰۰۰	۰
مدیریت سود واقعی	۸۶/۶۰۷	۳۴/۳۵۱	۲/۵۲۱	۰/۰۱۰	۲/۱۲
مالکیت دولتی	-۷/۰۲۲	۶/۷۸۴	-۱/۰۳۵	۰/۳۰۰	۲/۲۷
متغیر تعدیلگر	۳۱/۲۴۴	۱۶/۶۰۰	۱/۸۸۲	۰/۰۶۰	۳/۱۳
اندازه شرکت	-۴/۵۵۰	۲/۰۱۰	-۲/۲۶۳	۰/۰۲۳	۱/۱۵
اهرم مالی	۸/۱۷۹	۷/۰۸۰	۱/۱۵۵	۰/۲۴۸	۱/۴۸
سن شرکت	-۱۲/۰۴۷	۱۰/۶۸۲	-۱/۱۲۷	۰/۲۵۹	۱/۰۹
وجه نقد	۱۰۰/۵۳۴	۲۵/۹۷۳	۳/۸۷۰	۰/۰۰۰	۱/۱۵
ارزش ناخالص دارایی ثابت	-۱۱/۸۰۸	۷/۱۷۸	-۱/۶۴۴	۰/۰۹۰	۱/۱۲
زیان ده بودن شرکت	۳/۹۲۹	۳/۳۸۴	۱/۱۶۰	۰/۲۴۶	۱/۲۰
انحراف معیار بازده دارایی	-۰/۰۱۹	۰/۲۴۵	-۰/۰۸۰	۰/۹۳۶	۱/۰۵
ضریب تعیین	۰/۴۸	آماره F		۶/۷۸	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰	سطح معناداری			۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۱/۷۵	آماره F			

بررسی جدول ۶ نشان می‌دهد، باتوجه به سطح معناداری آماره F به دست آمده (۰/۰۰۰) می‌توان بیان کرد که در مجموع مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. همچنین باتوجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده که برابر ۴۰ درصد است، می‌توان بیان کرد که ۴۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توضیح است. مقدار آماره دوربین واتسون به دست آمده ۱/۷۵ است و باتوجه به اینکه به عدد ۲ نزدیک می‌باشد، می‌توان ادعا کرد که مشکل خودهمبستگی بین باقی مانده‌های الگوی مورد بررسی وجود ندارد.

یافته‌ها نشان می‌دهد، سطح معناداری ضریب تعدیلگر مالکیت دولتی برابر ۰/۰۶ می‌باشد. باتوجه به بالا بودن سطح احتمال آماره t از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد)، نتایج آزمون نشان می‌دهد که متغیر تعدیلگر مالکیت دولتی تأثیر آماری معناداری بر رابطه بین مدیریت سود واقعی با عملکرد آتی شرکت‌ها با پراکسی حقوق صاحبان سهام ندارد. بنابراین نمی‌توان فرضیه سوم تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش نمود. همچنین

سطح معناداری مدیریت سود واقعی برابر ۰/۰۱ می باشد. در نتیجه می توان ادعا کرد که مدیریت سود واقعی در سطح اطمینان ۹۹ درصد اثر معناداری بر عملکرد آتی شرکت با پراکسی حقوق صاحبان سهام دارد و باتوجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر ۸۶/۶۰ است، مشخص می گردد که مدیریت سود واقعی اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد. همچنین بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معکوس و معنادار و وجه نقد شرکت در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه مثبت و معناداری با بازده حقوق صاحبان سهام دارند.

بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش با بررسی اثر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، سعی شده است گامی نو در تحقیقات مربوط به مالکیت دولتی ارائه گردد. به لحاظ مبانی نظری تحقیق، مدیران مالی به دو دلیل به دستکاری فعالیت های واقعی بیشتر از دستکاری ارقام تعهدی علاقه مند هستند. اول این که دستکاری ارقام تعهدی بیشتر از دستکاری فعالیت های واقعی توسط حسابرس کشف می شود و دوم این که تکیه صرف به دستکاری ارقام تعهدی در پایان دوره ریسک زیادی به دنبال دارد (برنز و مرچانت^{۲۴}، ۱۹۹۰). نتیجه تجزیه و تحلیل فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ بیانگر این است که مالکیت دولتی اثر منفی معنادار بر مدیریت سود واقعی شرکت ها دارد. این نتیجه در با یافته های برام و همکاران (۲۰۱۵)، جاکوبی و همکاران (۲۰۱۶)، دینگ و همکاران (۲۰۱۸) و ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۶) تضاد می باشد. زمانی که مدیران و یا مالکان دولتی نتوانند از طریق فعالیت های واقعی، سود را مدیریت کنند؛ اقدام به مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی می کنند. این مورد علی الخصوص در مورد شرکت هایی که توانایی دستکاری در فعالیت های واقعی ندارند، شایع است. در ایران، شرکت های دولتی به دلیل نظارت بالا توسط نهادهای نظارتی مانند دیوان محاسبات، سازمان بازرسی کشور و ... بیشتر تمایل دارند از طریق استانداردهای حسابداری اقدام به مدیریت سود کنند. این موضوع در راستای تئوری منافع عمومی قابل فهم است. هرچند اقدام به مدیریت سود ارقام تعهدی از طریق تأثیر استفاده کنندگان بر استاندارد گذاران نیز می تواند بر اساس تئوری تسخیر، فضا را برای مدیریت سود ارقام تعهدی فراهم کند. چنان که تحقیقات پیشین در بازار سرمایه ایران

این موضوع را به خوبی نشان داده است (طالب‌نیا و صدیقی، ۱۳۹۴). بررسی آزمون فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۹٪ بیانگر آن است که مدیریت سود واقعی اثر مثبت معناداری بر عملکرد آتی شرکت‌ها دارد. این نتیجه در تضاد با یافته‌های سعیدی و همکاران (۱۳۹۲)، عباس‌زاده و همکاران (۱۳۹۶) و مشایخی و عظیمی (۱۳۹۵) و مطابق با یافته‌های گرا و همکاران (۱۹۹۵) است. پژوهش‌های پیشین نشان داد، بین تغییرات سودهای آتی و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد. به عبارتی، عملکرد بازار سهام (بازده سهام) شرکت‌هایی که سود سهمی توزیع می‌کنند، با مدیریت سود در همان سال ارتباط منفی دارد (برگ‌استاهلر^{۲۵}، ۱۹۹۷). بنابراین، متغیر پرداخت سود نقدی می‌تواند بر رابطه مثبت یا منفی بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی مؤثر باشد که البته پژوهش حاضر به این متغیر توجهی نشده است. شاید یکی از دلایل رابطه مثبت بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی نیز ناشی از این مورد بوده باشد. بررسی آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد: مالکیت دولتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد اثر مثبت معناداری بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌ها با پراکسی جریان نقد عملیاتی آتی دارد. نتیجه این فرضیه در انطباق با پژوهش‌های برام و همکاران (۲۰۱۵)، ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۶) و طالب‌نیا و صدیقی (۱۳۹۴) و در تضاد با یافته‌های اعتمادی و احمدی (۱۳۹۶) بوده است. نتیجه این فرضیه، توجیهی دیگر برای چگونگی رابطه بین متغیرها در فرضیه دوم نیز بوده است. یعنی مالکیت و وابستگی دولتی باعث دریافت رانت‌های اطلاعاتی و سایر مزایای اقتصادی برای شرکت‌ها می‌شود. مدیران شرکت‌های دولتی دارای افق تصمیم‌گیری کوتاه‌مدت می‌باشند، لذا تلاش می‌نمایند تا به هر طریق ممکن، از جمله دستکاری و مدیریت سود، عملکرد دوره جاری و در نتیجه پاداش خود را افزایش دهند. بنابراین، مدیریت سود واقعی، شرکت‌های متعهد شده از لحاظ سیاسی را قادر می‌سازد تا در عین دستیابی به نتایج مطلوب عملکرد، شهرت شرکت‌ها و سیاستمداران متصل به آن‌ها را، حفظ نمایند.

همچنین بررسی آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد: مالکیت دولتی اثر معناداری بر رابطه بین عملکرد آتی با پراکسی حقوق صاحبان سهام و مدیریت سود واقعی شرکت‌ها ندارد. بنابراین نمی‌توان فرضیه سوم تحقیق را در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش نمود. نتیجه این فرضیه در تضاد با یافته‌های برام و همکاران (۲۰۱۵) و دینگ و همکاران (۲۰۱۸) بوده است. مطابق دیدگاه لیون^{۲۶} (۲۰۰۵) مدیران دولتی از طریق مناسبات سیاسی، ریسک

مربوط به شرکت را تحت تأثیر قرار می دهند، متعاقب آن، ارزش شرکت‌ها به‌عنوان معیاری از عملکرد نیز تحت تأثیر قرار می گیرد. بنابراین، وابستگی دولتی می‌تواند به‌عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه عملکرد مورد توجه قرار گیرد. به‌صورت کلی می‌توان عنوان کرد، فرضیه نظارت فعال لیون در این پژوهش مورد تأیید واقع شد. شرکت‌های دولتی بیشتر تمایل به تعقیب اهداف سیاسی دارند و به‌ندرت به دنبال حداکثرسازی سود هستند. دخالت دولت در این شرکت‌ها معمولاً منجر به عدم کارایی آن‌ها می‌شود. با این حال، مالکیت و وابستگی دولتی، باعث دریافت رانت‌های اطلاعاتی و سایر مزایای اقتصادی برای شرکت‌ها می‌شود. توجه به هر دو بُعد مطروحه به سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه، توصیه می‌شود.

با توجه به این که فرضیه اول پژوهش حاضر تأیید شده است، بنابراین متغیر مالکیت دولتی از توان تأثیرگذاری بر مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برخوردار است. در نتیجه به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران پیشنهاد می‌گردد، در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار به میزان تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، توجه ویژه مبذول داشته؛ زیرا در نظر گرفتن این عامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه با کمترین مخاطره و بیشترین بازدهی می‌گردد. همچنین شفافیت محیط تصمیم‌گیری و نتایج حاصله را نیز دو چندان می‌نماید.

با توجه به نتیجه فرضیه دوم تحقیق و مشخص شدن تأثیر مثبت و معنادار مدیریت سود واقعی بر عملکرد آتی و اندازه‌گیری عملکرد آتی شرکت با متغیرهای جریان نقد عملیاتی و بازده حقوق صاحبان سهام، به سرمایه‌گذاران بازار سرمایه کشور، پیشنهاد می‌شود، با شناخت بهتر از عوامل تأثیرگذار بر عملکرد آتی شرکت، با اطمینان بیشتری اقدام به تحصیل سهام شرکت‌هایی نمایند که در آن‌ها مدیریت سود پایین‌تری توسط مدیران به کاررفته است و با ارزیابی مدیریت سود واقعی، رفتارهای فرصت طلبانه مدیران و بی‌کفایتی آنان در استفاده از منابع را آشکار نمایند. توجه به این امر باعث کاهش پیامدهای تضاد منافع بین سهامداران و مدیران، کسب حداکثر بازده توسط سهامداران و رونق بازار سرمایه و اقتصاد کشور می‌گردد. از آنجائی که مدیران دولتی از طریق مناسبات دولتی، قادر به تأثیرگذاری بر روی سود شرکت‌ها هستند، به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی و تحلیل‌گران مالی توصیه می‌شود، در هنگام مطالعه صورت‌های مالی و تصمیم‌گیری در خصوص تحلیل سهام شرکت‌ها، تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و

عملکرد آتی شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند.

در تحقیق حاضر، تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت بررسی گردید، اما به موضوع تمرکز مالکیت و نهادی یا غیرنهادی بودن مالکان عمده توجهی نگردیده است. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی، از متغیر تمرکز مالکیت استفاده شود. حتی برای تفکیک مالکان متمرکز نهادی از مالکان متمرکز غیرنهادی (اشخاص حقیقی) می‌توان از یک متغیر مصنوعی استفاده نمود. در این تحقیق برای اندازه‌گیری مدیریت سود از دستکاری فعالیت‌های واقعی استفاده شده است. پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی، به جای دستکاری فعالیت‌های واقعی، از دستکاری ارقام تعهدی اختیاری استفاده شود. در این تحقیق دو معیار جریان‌های نقدی عملیاتی و بازده حقوق صاحبان سهام، بعنوان معیارهای اندازه‌گیری عملکرد آتی شرکت در نظر گرفته شده است. شاید مناسب باشد که در تحقیقات آتی، معیارهای بازده دارایی‌ها و Q توبین برای اندازه‌گیری عملکرد آتی شرکت‌ها، مورد بررسی قرار گیرد. پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی، تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت بررسی گردد. در این خصوص می‌توان با استفاده از مدل‌های رگرسیونی رابطه بعضی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مانند اندازه، استقلال و تخصص اعضای هیأت مدیره را آزمون نمود. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی، تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد آتی شرکت مورد بررسی قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌گردد مطابق پژوهش انجام شده توسط بای و ان جی^{۲۷} (۲۰۰۲) متغیرهای کلان اقتصادی، در چهار معیار اقتصادی (بازار کارا، تولید و اقتصاد واقعی، قیمت‌ها، شرایط مالی و نرخ‌های تسعیر) خلاصه شود.

علاوه بر محدودیت‌های بیان شده در خصوص تعیین نمونه آماری، در تفسیر نتایج پژوهش، توجه به این مسأله حائز اهمیت است که از دستکاری فعالیت‌های واقعی توسط مدیران شرکت‌ها، قطعاً و الزاماً نمی‌توان نتیجه گرفت که به صورت آگاهانه و به منظور مدیریت سود اتفاق افتاده است. محدودیت دیگر این تحقیق، نبود یک پایگاه اطلاعاتی در مورد شناسایی شرکت‌های دولتی و خصوصی است. این محدودیت سبب شد تا برای شناسایی میزان مالکیت دولتی شرکت‌ها، ترکیب سهامداران در تک‌تک یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. همچنین به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات کافی در ارتباط با ریز اطلاعات سهامداران و عدم ارائه اطلاعات از

سوی برخی شرکت‌ها و محرمانه تلقی شدن آن، داده‌های آن‌ها در اختیار پژوهشگران قرار نداشت، بنابراین محقق ناچار به حذف این شرکت‌ها از نمونه گردید.

یادداشت‌ها

1. Fan
2. Li
3. Su & Fung
4. Political Affiliation
5. Political Connection
6. Relaxed Market Entry
7. Claessens
8. Berkman
9. Healy & Wahlen
10. Braam
11. Kane
12. Bernardin
13. Grove
14. Ding
15. Denis & Mc Connell
16. Roychowdhury
17. Houston
18. Jacobya
19. Financial Distress
20. A Three-Way Interaction Analysis
21. Moderating Effect
22. Wang
23. Cohen & Zarowin
24. Bruns & Merchant
25. Burgstahler
26. Levine
27. Bai & Ng
28. Faccio

منابع

- ابراهیمی، سید کاظم، بهرامی نسب، علی و حسن‌زاده، مهدی. (۱۳۹۶). واکاوی کیفیت گزارشگری مالی و اجتناب مالیاتی در پرتو مالکیت دولتی و روابط سیاسی، فصلنامه مدیریت سازمان‌های دولتی، سال پنجم، شماره ۲، ص ص ۱۶۶-۱۵۱
- اعتمادی، حسین، احمدی گورجی، جلیل. (۱۳۹۶). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، سال نهم، شماره ۳۴، ص ص ۲۳-۴
- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۴). تجزیه و تحلیل آماری با *EViews* در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی (۲)، تهران، ترمه
- بنی مهد، بهمن، عربی، مهدی، حسن‌پور، شیوا. (۱۳۹۵). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری (۴)، تهران، ترمه

بولو، قاسم، باباجانی، جعفر، محسنی، بهرام. (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، دوره سوم، شماره ۱۱، ص ص ۲۹-۷

حیدری، مهدی، دیدار، حمزه، قادری، بهمن. (۱۳۹۴). بررسی تجربی رابطه بین فرضیه هزینه‌های سیاسی با فرصت‌های رشد شرکت: رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال دوازدهم، شماره ۴۷، ص ص ۱۵۷-۱۴۱

خیراللهی، فرشید، بهشور، اسحاق، ایوانی، فرزاد. (۱۳۹۳). مدیریت سود واقعی، حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال یازدهم، شماره ۴۴، ص ص ۱۶۱-۱۴۵

دارایی، رویا، کریمی، اکرم. (۱۳۸۹). تأثیر نرخ رشد دارایی‌های ثابت بر بازده سهام، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، دوره دوم، شماره ۸، ص ص ۱۳۰-۹۹

سعیدی، علی، حمیدیان، نرگس، ربیعی، حامد. (۱۳۹۲). رابطه بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه حسابداری مدیریت*، سال ششم، شماره ۱۷، ص ص ۵۸-۴۵

طالب‌نیا، قدرت‌اله، صدیقی‌کمال، لیلا. (۱۳۹۴). بررسی مقایسه‌ای تأثیر نوع مالکیت دولتی و خصوصی بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات حسابداری*، سال نهم، شماره ۳۴، ص ص ۵۷-۴۲

ظریف‌فرد، احمد، ناظمی، احمد. (۱۳۸۲). بررسی نقش سود حسابداری و جریانات نقدی در سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۷

عباس‌زاده، نصرت، گودرزیان، مجید، عباس‌زاده، سجاد. (۱۳۹۶). بررسی واکنش بازده سهام به مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، دوره پنجم، شماره ۲۰، ص ص ۱۷۲-۱۴۹

فروغی، داریوش، متین‌نژاد، رویا. (۱۳۹۳). تأثیر ویژگی‌های شرکت بر بازده مورد انتظار محاسبه شده به روش هزینه سرمایه ضمنی ترکیبی، *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره ششم، شماره ۱، ص ص ۱۱۴-۹۱

گوگردچیان، احمد، پورفخریان، پروین. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر رشد شرکت بر رابطه اقلام

تعهدی اختیاری و عملکرد آتی شرکت، بررسی‌های حسابداری، دوره دوم، شماره ۶، ص ص ۹۳-۱۱۰

مشایخی، بیتا، عظیمی، عابد. (۱۳۹۵). تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه‌ی بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره بیست و سوم، شماره ۲، ص ص ۲۶۷-۲۵۳

ملکیان، اسفندیار، نیکروان‌فرد، بیتا. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر مالکان نهادی و دولتی بر دستمزد حسابرسی مستقل در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره هفتم، شماره ۱، ص ص ۱۶۶-۱۳۹

یعقوب‌نژاد، احمد، سعدی، علی، روضه‌ای، منصور. (۱۳۸۸). صرف ریسک بازار با در نظر گرفتن اهرم بازار در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره یازدهم، شماره ۲۸، ص ص ۱۲۰-۱۰۵

Bai, J., & Ng, S. (2002). Determining the number of factors in approximate factor models. *Econometrical*, 70, 191-221

Berkman, H., Cole, R., & Fu, L. (2010). Political connections and minority-shareholder protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 1391-1417.

Bernardin, h.j., & Villanova., P. (1986). Performance appraisal. in Locke E.A. (Ed). Generalizing from laboratoty to field setting. *Lexington Books Lexington*, 43-62.

Braam, G., Nandy, M., Weitzel, U., & Lodh, S. (2015). Accrual-based and real earnings management and political connections. *The International Journal of Accounting*, 50, 111-141.

Bruns, W., Merchant, K. (1990). The dangerous morality of managing earnings. *Management Accounting*, 72, 22-25.

Burgstahler, David C., & Dichev, Ilia D. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1). 99-126.

Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The Role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88, 554-580.

Cohen, D., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.

Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38 (1),

1-36.

- Ding R., Li, J., & Wu, Z. (2018). Government affiliation, real earnings management, and firm performance: The Case of Privately Held Firms. *Journal of Business Research*, 38, 138-150.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96, 369,386.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of china's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84, 330–357.
- Grove, T., Hond, Y. M., McMillan, Y., & Naughton, B. (1995). China's evolving managerial labor market. *Journal of Political Economy*, 103, 873–892.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365–383.
- Houston, J., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52, 193–243.
- Jacoby, G., Lia, J., & Liua, M. (2016). Affiliation, and earnings management: The case of politically-affiliated private firms. *The European Journal of Finance*, 1-20.
- Kane, S. (1996). The conceptualization and representation of total performance effectiveness. *Human Resource Management Review*, 6 (2), 123-145.
- Levine, R. (2005). Law, endowments, and property rights. *J. Econ. Perspect* 19, 61–88.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L. A. (2008). Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese Private Firms. *Journal of Development Economics*, 87, 283–299.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42,335–370.
- Su, Z. H., & Fung, H. G. (2013). Political connections and firm performance in Chinese companies. *Pacific Economic Review*, 8, 283–317.
- Wang,T.S., Lin, Y.M., Werner, E.M. & Chang, H. (2018). The relationship between external financing activities and earnings management: Evidence from enterprise risk management. *International Review of Economics & Finance*,55,132-145.