

## مدیریت سود و ساختار مالکیت: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر سیده محبوبه جعفری<sup>۱\*</sup>، محمود بهرامیان<sup>۲</sup>، ریحانه لاریجانی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۵/۲/۱۹

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۱/۲۲

### چکیده

در چهارچوب نظریه نمایندگی، تعارض منافع بین مدیران و سهامداران، ناشی از آن است که اهداف این دو گروه الزاماً همسو نیستند. مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی حسابداری، نمونه‌ای از انحراف مدیران از منافع سهامداران است که ممکن است، اعتبار گزارش‌های مالی را تضعیف کند و از این طریق، منافع سهامداران را به خطر بیندازد؛ و حتی باعث اختلال در بازار اوراق بهادار شود. ساختار مالکیت از سویی می‌تواند برای مدیریت سود انگیزه ایجاد کند و از سوی دیگر، می‌تواند مدیریت سود را محدود کند. در این مقاله، در پی پاسخ به این پرسش هستیم که آیا تفاوت در ساختار مالکیت و به بیان مشخص‌تر، تمرکز مالکیت، میزان مدیریت سود را دستخوش تغییر می‌کند؟ برای این منظور، به‌طور تجربی و با استفاده از یک مدل رگرسیونی، رابطه بین تمرکز مالکیت و مدیریت سود را در نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ بررسی می‌کنیم. در این بررسی، نشان داده می‌شود که بین مدیریت سود و برخی از معیارهای تمرکز مالکیت، رابطه‌ای معنادار و غیرخطی وجود دارد. از مهم‌ترین یافته‌های بررسی حاضر که نتایج سیاستی قابل‌توجهی دارد، این است که بین درصد سهام شناور آزاد شرکت و اقلام تعهدی اختیاری شرکتی رابطه غیرخطی به‌شکل حرف یو انگلیسی برعکس وجود دارد. یعنی، ابتدا با افزایش درصد سهام شناور آزاد شرکت، اقلام تعهدی اختیاری افزایش پیدا می‌کند. پس از آنکه درصد سهام شناور آزاد شرکت سطح بیشینه‌ای را رد کرد، با افزایش این متغیر، اقلام تعهدی اختیاری کاهش می‌یابد. این موضوعی است که باید چرایی آن به‌صورت نظری تبیین شود.

**کلیدواژه‌ها:** ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، مدیریت سود، کیفیت سود.

**طبقه‌بندی موضوعی:** M41، G32، G34

## ۱. مقدمه

را به خطر بیندازد و در سطح بازار، این پدیده، تحت شرایطی می‌تواند باعث اختلال در بازار اوراق بهادار شود و به شکست بازار بینجامد. طبیعی است که پدیده مدیریت سود، توجه پژوهشگران، مقامات ناظر بر بازارهای مالی، مدیران و سرمایه‌گذاران را به خود جلب کرده است.

باتوجه به جذابیت‌های نظری و اهمیت کاربردی موضوع، مطالعات نظری و تجربی مختلفی درباره گزارش‌گری مالی و پدیده مدیریت سود انجام شده است. سیاست‌هایی که مدیران درباره گزارش‌گری مالی و به‌طور مشخص، نسبت به مدیریت سود اتخاذ می‌کنند و تبیین دلایل اتخاذ این سیاست‌ها، از موضوعاتی است که در چهارچوب ادبیات مالی شرکتی مورد مطالعه قرار می‌گیرند.

پژوهش‌هایی که پیرامون موضوع مدیریت سود انجام شده است را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم کرد: دسته‌ای از مطالعات، به شناسایی عواملی می‌پردازند که انگیزه‌هایی را برای مدیریت سود به‌وجود می‌آورند و تقویت می‌کنند؛ و دسته دیگری از مطالعات، عواملی را شناسایی می‌کنند که مانع مدیریت سود می‌شوند یا آن را محدود می‌کنند.

پژوهش‌های ابتدایی، بیشتر بر شناسایی و بررسی انگیزه‌هایی تمرکز کرده‌اند که مدیریت سود را تشویق می‌کنند. مهم‌ترین دلایل و انگیزه‌هایی که در پژوهش‌های پیشین بررسی شده‌اند، عبارت‌اند از: ساختار قراردادهای مربوط به جبران خدمات، کاستن از هزینه سیاسی، علامت‌دهی<sup>۱</sup> اطلاعات خصوصی مدیر، پرهیز از زیان‌ها، رسیدن به پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران، پرهیز از نقض مفاد قراردادهای بدهی، آماده‌شدن برای عرضه‌های اولیه سهام، تحصیل سهام مدیریتی و تأمین مالی خریدها از طریق فروش سهام.

باوجود این، عوامل مختلفی وجود دارند که مدیریت سود را محدود می‌کنند. برخی پژوهش‌ها نشان داده‌اند که مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی تأثیر به‌سزایی بر رفتار حسابداری شرکت، از جمله مدیریت سود داشته‌اند. به‌طور کلی، نقش

در جهانی که عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup> و بازرسی هزینه‌بر از مشخصه‌های بارز آن است، مدیران (به‌منزله اداره‌کنندگان شرکت و کارگزاران سهام‌داران) به‌طور بالقوه تمایل دارند از منافع سهامداران (یعنی مالکان شرکت) فاصله بگیرند. در چهارچوب نظریه کارگزاری<sup>۲</sup>، تعارض منافع بین مدیران و سهام‌داران، ناشی از آن است که اهداف این دو گروه، الزاماً همسو نیست. برای مثال، درحالی که سهامداران انتظار دارند که مدیران، ارزش سهام شرکت آنها را حفظ کنند و افزایش دهند، مدیران تلاش می‌کنند تا شغل خود را تضمین کنند و درآمدشان را افزایش دهند. البته، عوامل مختلفی ممکن است، انگیزه مدیران برای واگرایی از منافع سهامداران را کاهش دهد. برای مثال، سازوکارهای کنترلی درون شرکت، که امروزه در چهارچوب مقوله حاکمیت شرکتی<sup>۳</sup> مورد توجه قرار می‌گیرند، تا اندازه‌ای می‌تواند توازن منافع سهامداران و مدیران را بهبود بخشد و رفتارهای فرصت‌طلبانه ناشی از تعارض منافع بین دو طرف را کاهش دهد.

مدیریت (یا دستکاری) سود<sup>۴</sup>، از طریق اقدام تعهدی حسابداری، نمونه‌ای از واگرایی مدیران از منافع سهام‌داران است. سود حسابداری، همواره به‌عنوان یکی از شاخص‌های عملکرد مالی شرکت‌ها مورد توجه بوده است و مدیران تلاش می‌کنند تا نشان دهند که درباره این شاخص، عملکرد قابل قبولی داشته‌اند. شپپر<sup>۵</sup> (۱۹۸۹)، مدیریت سود در حسابداری را به‌منزله «اقدام برای تدبیرگذاری عمدی بر فرایند گزارش‌گری مالی برای دستیابی به منفعت شخصی» تعریف می‌کند. هیلی<sup>۶</sup> و واهلن<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) بیان می‌کنند که مدیریت سود، مستلزم تغییر دادن گزارش‌های مالی برای فریب‌دادن ذی‌نفعان درباره عملکرد سازمان یا تأثیر گذاشتن بر نتایج قراردادهایی است که به ارقام حسابداری گزارش‌شده بستگی دارد.

مدیریت سود، اعتبار گزارش‌دهی مالی را تضعیف می‌کند. در سطح شرکتی، ممکن است مدیریت سود، منافع سهام‌داران

1. Information asymmetry

2. Agency Theory

3. Corporate governance

4. Earnings management (or manipulation)

5. Schipper, Katherine

6. Healy, Paul M.

7. Wahlen, James M.

8. Signal

آیا تفاوت در ساختار مالکیت و به بیان مشخص‌تر، تمرکز مالکیت<sup>۱</sup>، میزان مدیریت سود را دستخوش تغییر می‌کند؟ برای این منظور، به‌طور تجربی و با استفاده از یک مدل رگرسیونی، رابطه بین تمرکز مالکیت و مدیریت سود را در نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌کنیم.

در ادامه مقاله، ابتدا در بخش مرور ادبیات، مهم‌ترین پژوهش‌هایی را که در آنها، موضوع مدیریت سود و رابطه آن با ساختار مالکیت بررسی شده است، معرفی می‌کنیم. در بخش روش‌شناسی، پرسش‌ها و فرضیه‌های اصلی این مقاله را بیان می‌کنیم و درباره داده‌های جمع‌آوری شده و مدل رگرسیونی به‌کاررفته برای آزمون فرضیه‌ها توضیحات لازم را ارائه می‌دهیم. در بخش چهارم، نتایج برآورد مدل و تفسیر آنها ارائه شده است و در بخش پایانی، مباحث مطرح‌شده در مقاله حاضر را جمع‌بندی می‌کنیم و نتایج سیاستی یافته‌های خود را ارائه می‌دهیم. به‌علاوه، پیشنهادهایی را برای مطالعات آتی ارائه خواهیم داد.

## ۲. مرور ادبیات

براساس نظریه کارگزاری، جدایی مالکیت و مدیریت به واگرایی در پیگیری منافع مدیران در مقابل منافع مالکان می‌انجامد. از این رو، برای تضمین اینکه منافع سهام‌داران حفظ می‌شود و گزارش‌های مالی قابل اعتماد هستند، باید بر تصمیمات مدیران نظارت شود. ایتوریاگا<sup>۹</sup> و هافمن<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۵) اظهار می‌دارند که حاکمیت شرکتی، مجموعه‌ای از قواعد را ارائه می‌دهد تا هزینه‌های کارگزاری ناشی از شبکه قراردادهای در بنگاه را کاهش دهد. شلیفر<sup>۱۱</sup> و ویشنی<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۷) بیان می‌کنند که حاکمیت شرکتی، چهارچوبی فراهم می‌سازد تا تضمین کند، عرضه‌کنندگان تأمین مالی شرکتی به بازده سرمایه‌گذاری خود دست می‌یابند.

حاکمیت شرکتی، کاهش تعارض منافع موجود بین ذی‌نفعان<sup>۱</sup> شرکت (به‌ویژه، سهامداران و مدیران) است. برای مثال، وارفیلد<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۹۵) استدلال می‌کنند، مدیرانی که مالک بخش قابل‌توجهی از سهام شرکتی هستند، برای دستکاری گزارش‌های حسابداری انگیزه کمتری دارند. دچو<sup>۳</sup> و همکاران (۱۹۹۶) پیشنهاد می‌کنند که سهام‌داران بلوکی با بازرسی‌های دقیق درباره فعالیت‌های مرتبط با مدیریت سود، درجه اعتبار گزارش‌های مالی شرکت را بهبود می‌بخشند. بالسام<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۲) بیان می‌کنند، سرمایه‌گذاران نهادی که به‌طور حرفه‌ای مبادرت به خرید سهام می‌کنند، به‌دلیل آنکه دسترسی بیشتری به اطلاعات به‌موقع و مرتبط دارند، در مقایسه با سهامداران حقیقی، توانایی و قابلیت بیشتری برای کشف مدیریت سود دارند. چانگ<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۲)، دریافتند که سهام‌داران نهادی با هدف دستیابی به سطح مطلوب سود، مانع از افزایش برنامه‌ریزی‌شده و مستمر سود می‌شوند. این پژوهش‌ها به این نتیجه رسیده‌اند که ساختار مالکیت<sup>۶</sup> شرکت‌ها، تأثیر معناداری بر بزرگی مدیریت و کیفیت سود دارند.

براساس تعریفی که در دانشنامه حاکمیت شرکتی<sup>۷</sup> (۲۰۱۵) ارائه شده است، منظور از ساختار مالکیت، توزیع سهام باتوجه به میزان رأی و سرمایه و نیز هویت مالکان سهام است. ساختار مالکیت، موضوعی مهم در حوزه حاکمیت شرکتی است؛ زیرا انگیزه مدیران و از آن طریق، کارایی اقتصادی شرکت‌ها را تعیین می‌کنند.

به‌لحاظ نظری، ساختار مالکیت، هم می‌تواند برای مدیریت سود انگیزه ایجاد کند و هم می‌تواند مدیریت سود را محدود کند. بنابراین، اینکه در عمل و برای هر مورد یا نمونه خاص، اثر کدام عامل یا عوامل غلبه پیدا می‌کند و چه رابطه‌ای بین مدیریت سود و ساختار مالکیت وجود دارد، مسئله‌ای تجربی است. در این مقاله، در پی پاسخ به این پرسش هستیم که

1. Stakeholders

2. Warfield, Terry D.

3. Dechow, Patricia M.

4. Balsam, S.

5. Chung, Richard

6. Ownership structure

7. Encyclopedia of Corporate Governance

8. Ownership concentration

9. Iturriaga, Lopez Felix J.

10. Hoffmann, Paolo Saona

11. Schleifer, Andrei

12. Vishny, Robert W.

مدیریت بنگاه مداخله کنند و مدیران را تشویق کنند تا برای حداکثر کردن منافع اختصاصی آنها درگیر مدیریت سود شوند. افزون بر این، چون مدیران از واکنش‌های منفی سهام‌داران بزرگ نسبت به عملکرد ضعیف شرکت می‌ترسند، ممکن است انگیزه قوی‌ای برای درگیر شدن در مدیریت سود داشته باشند. کیم<sup>۴</sup> و یون<sup>۵</sup> (۲۰۰۸)، و چوی<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۴) شواهدی ارائه می‌دهند که بین مدیریت سود و تمرکز مالکیت رابطه مثبتی وجود دارد.

همان‌طور که پیش‌تر بیان کردم، ساختار مالکیت، یکی از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی است. سایر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی نیز می‌توانند بر انگیزه‌ها در زمینه مدیریت سود تأثیر بگذارند. ممکن است، این مؤلفه‌ها اثر ساختار مالکیت بر مدیریت سود را تضعیف، و یا آن را تقویت کند. در برخی از مطالعات، تأثیر ساختار مالکیت بر مدیریت سود در کنار سایر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی بررسی شده است. برای مثال، هو و ونگ<sup>۷</sup> (۲۰۰۱)، نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس هنگ‌کنگ را انتخاب کرده‌اند تا با مطالعه آنها، رابطه بین ساختارهای حاکمیت شرکتی و میزان افشاگری داوطلبانه را بررسی کنند. نتایج بررسی آنها نشان می‌دهد که وجود کمیته حسابرسی در هیئت مدیره، رابطه مثبت و معناداری با میزان افشاگری داوطلبانه دارد؛ درحالی‌که بین درصدی از اعضای هیئت مدیره که با هم خویشاوند هستند و میزان افشاگری داوطلبانه، رابطه‌ای منفی دیده می‌شود.

بررسی رابطه بین مدیریت سود و ساختار مالکیت در شرکت‌های ایران نیز موضوع تعدادی از مطالعات بوده است. در ادامه، به سه مورد از این پژوهش‌ها و یافته‌های آنان اشاره می‌کنیم. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۱)، تأثیر پاداش هیئت مدیره و مالکیت نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ بررسی کرده‌اند. نتایج بررسی آنها حاکی از آن است که بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود رابطه منفی

احتمالاً سهام‌داران خرد، علاقه‌ای به نظارت بر مدیران ندارند؛ زیرا ممکن است، متحمل تمام هزینه‌ها شوند، اما تنها نسبت کوچکی از منافع به آنها می‌رسد. در نتیجه، سهام‌دارانی که مالک نسبت کوچکی از شرکت هستند، انگیزه دارند تا در زمینه نظارت بر مدیریت، سواری مجانی انجام دهند.

شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶)، بیان می‌کنند که سهام‌داران بزرگ، انگیزه زیادی برای نظارت و تأثیرگذاری بر مدیریت شرکت، به منظور حفاظت از سرمایه‌گذاری‌های قابل توجه خود دارند. این، دیدگاهی است که با عنوان «فرضیه نظارت کارا»<sup>۱</sup> صورت‌بندی مفهومی می‌شود. بنابراین، ممکن است تمرکز مالکیت از طریق افزایش نظارت و کاستن از مسئله سواری رایگان، هزینه‌های کارگزاری را کاهش دهد. انتظار می‌رود که سهام‌داران بزرگ، به شکل مؤثری بر اقدامات مدیران نظارت کنند؛ که حیطة فرصت‌طلبی مدیران برای درگیر شدن در مدیریت سود را کاهش می‌دهد. افزون بر این، فشار کمتری بر مدیریت برای تأمین انتظارات نسبت به سود کوتاه‌مدت وجود خواهد داشت؛ زیرا سهام‌داران کنترل‌کننده<sup>۲</sup>، بیشتر بر بلندمدت تمرکز می‌کنند. بنابراین، براساس فرضیه نظارت کارا، تمرکز مالکیت، مدیریت سود را محدود می‌کند. ایتوریگا و هافمن (۲۰۰۵) دریافتند که تمرکز مالکیت، رفتار صلاح‌دیدمدی مدیران را کاهش می‌دهد.

اما ممکن است در شرکت‌هایی که مالکیت متمرکزی دارند، شاهد اشکال دیگری از تعارض منافع، مانند تعارض منافع بین سهام‌داران اکثریت و اقلیت، باشیم. سهام‌داران بزرگ می‌توانند برای خلق منافع و مزایای اختصاصی، از حق کنترل خود استفاده کنند و حتی از سهام‌داران اقلیت سلب مالکیت کنند. این موضوعی است که با عنوان «فرضیه سلب مالکیت»<sup>۳</sup> صورت‌بندی مفهومی می‌شود. در واقع، ممکن است سهام‌داران کنترل‌کننده، ترجیحات شخصی خود را تحمیل کنند؛ حتی اگر این ترجیحات، مخالف ترجیحات سهام‌داران خرد باشد. بنابراین، ممکن است سهام‌داران بزرگ در

1. Efficient monitoring hypothesis

2. Controlling shareholders

3. Expropriation hypothesis

4. Kim, Hyo Jin

5. Yoon, Soon Suk

6. Choi, Jong-Hag

7. Ho, Wong

وجود دارد.

استفاده می‌کنیم. در مدل رگرسیونی به‌کار گرفته شده در این مقاله، تمرکز مالکیت، متغیر مستقل و مدیریت سود، متغیر وابسته است. برای اندازه‌گیری تمرکز مالکیت از سه معیار استفاده می‌کنیم. این سه معیار عبارت‌اند از: درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت، درصد سهام پنج سهام‌دار اول شرکت، درصد سهام شناور آزاد شرکت. مهم‌ترین نوآوری این مقاله، در معیارهای تمرکز مالکیت است که در بررسی خود از آن استفاده کرده‌ایم. به‌علاوه، در مقاله حاضر، وجود رابطه غیرخطی را بررسی کرده‌ایم.

علاوه بر آن، با پیروی از ادبیات استاندارد حسابداری، از میزان اقلام تعهدی اختیاری<sup>۱</sup> به‌منزله متغیری جانشین<sup>۲</sup> برای مدیریت سود استفاده می‌کنیم. براساس تعریفی که در دانشنامه سرمایه‌گذاری (۲۰۱۵) ارائه شده است، اقلام تعهدی اختیاری، حساب‌هایی در ترازنامه هستند که تعهدات و دارایی‌های غیرنقدی را نشان می‌دهند. این حساب‌ها، شامل حساب‌های قابل پرداخت، حساب‌های قابل دریافت، بدهی‌های مالی آتی، سرقفلی و مخارج بهره‌ای آتی می‌شوند. بنابراین، برای بررسی رابطه بین مدیریت سود و ساختار مالکیت، ابتدا باید میزان اقلام تعهدی اختیاری را محاسبه کنیم. میزان اقلام تعهدی اختیاری را با استفاده از مدل اصلاح‌شده جونز<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) که دچو و همکاران (۱۹۹۵) پیشنهاد دادند، محاسبه می‌کنیم. در اغلب پژوهش‌هایی که مدیریت سود در آنها بررسی شده است، از مدل جونز (۱۹۹۱) یا مدل‌های اصلاح‌شده آن استفاده کرده‌اند. در مدل رگرسیونی<sup>۱</sup>، مدل اصلاح‌شده جونز نشان داده شده است.

نصراللهی و عارف‌منش (۱۳۸۹)، رابطه ساختار مالکیت و کیفیت سود گزارش‌شده از سوی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ بررسی کرده‌اند. آنها از متغیرهای مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت و مالکیت مدیران، به‌منزله معیارهای ساختار مالکیت استفاده کردند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که با افزایش نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، کیفیت سود بهبود می‌یابد و تمرکز مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش کیفیت سود می‌شود.

آقایی و چالاک‌کی (۱۳۸۸)، رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ بررسی کرده‌اند. یافته‌های آنان نشان داد، درحالی‌که بین مدیریت سود و مالکیت نهادی و نیز استقلال هیئت مدیره رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد، بین تمرکز مالکیت و مدیریت سود، رابطه‌ای وجود ندارد.

### ۳. روش شناسی

#### ۳-۱. سؤال پژوهش، فرضیه‌ها و مدل

در این مقاله، در پی پاسخ به این پرسش هستیم که آیا تفاوت در تمرکز مالکیت، میزان مداخله شرکت‌ها در صورت حساب‌های حسابداری را دستخوش تغییر می‌کند؟ برای یافتن پاسخ این پرسش، از روش تحلیل رگرسیونی

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{\Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

اقلام تعهدی اختیاری، برابر است با درآمد خالص، منهای جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت.  $\Delta REV_{i,t}$  و  $\Delta AR_{i,t}$  به ترتیب، عبارت‌اند از تغییر در درآمدها و تغییر در حساب‌های

در رابطه<sup>۱</sup>،  $TA_{i,t}$  مجموع اقلام تعهدی اختیاری کل شرکت  $i$  در زمان  $t$  و  $A_{i,t-1}$  مجموع دارایی شرکت  $i$  در زمان  $t-1$  (به عبارت دیگر، شروع زمان  $t$ ) است. مجموع

1. Discretionary Accruals

2. Proxy

3. Jones, Jennifer J.

با استفاده از مدل رگرسیونی ۱، ضرایب  $\alpha_1$  و  $\alpha_2$  و  $\alpha_3$  را به دست می آوریم. پس از به دست آوردن ضرایب  $\alpha_1$ ،  $\alpha_2$  و  $\alpha_3$ ، با استفاده از رابطه ۲، میزان ارقام تعهدی غیراختیاری<sup>۱</sup> را محاسبه می کنیم. در این رابطه،  $NDA_{i,t}$  عبارت است از میزان ارقام تعهدی غیراختیاری شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$$NDA_{i,t} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{\Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (2)$$

بنابراین، میزان ارقام تعهدی اختیاری از رابطه ۳ به دست می آید. در واقع، براساس این روابط، ارقام تعهدی اختیاری با پسماندها در رابطه ۱ برابر هستند.

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t} \quad (3)$$

پس از آنکه میزان ارقام تعهدی اختیاری شرکتها را محاسبه کردیم، می توانیم رابطه این متغیر (که به منزله جانشین مدیریت سود است) را با معیارهای تمرکز مالکیت بررسی کنیم. برای این منظور، از معادله رگرسیونی ۴ استفاده می کنیم.

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Top_{it}1 + \beta_2 (Top_{it}1)^2 + \beta_3 Top_{it}5 + \beta_4 (Top_{it}5)^2 + \beta_5 Free_{it} + \beta_6 (Free_{it})^2 + \beta_7 Size_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

۱. بین درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت و مدیریت سود، رابطه معنی داری وجود دارد؛
  ۲. بین درصد سهام پنج سهامدار اول شرکت و مدیریت سود، رابطه معنی داری وجود دارد؛
  ۳. بین درصد سهام شناور آزاد شرکت و مدیریت سود رابطه معنی داری وجود دارد.
- برای آزمون درستی این فرضیات از معادل رگرسیونی خطی چندمتغیره ۴ استفاده می کنیم.

## داده‌ها

برای انجام این پژوهش، ابتدا نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را به طور تصادفی انتخاب کردیم. در صورتی که به هر دلیل، شرکتی داده‌های مرتبط با تمرکز مالکیت یا مدیریت سود یا هر دو را گزارش

قابل وصول شرکت  $i$  در زمان  $t$ . همچنین،  $PPE_{i,t}$  مستغلات، ماشین آلات و تجهیزات ناخالص شرکت  $i$  در زمان  $t$  را نشان می دهد.

برای به دست آوردن میزان ارقام تعهدی اختیاری، ابتدا

در این معادله،  $DA_{it}$  عبارت است از ارقام تعهدی احتمالی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .  $TOP_{it}1$  و  $(TOP_{it}1)^2$  به ترتیب، درصد سهام و مربع درصد سهام بزرگترین سهامدار و  $TOP_{it}5$  و  $(TOP_{it}5)^2$ ، به ترتیب، درصد سهام پنج سهامدار اول و مربع درصد سهام پنج سهامدار اول و  $Free_{it}$  و  $(Free_{it})^2$ ، به ترتیب، درصد سهام شناور آزاد و مربع درصد سهام شناور آزاد شرکت  $i$  در زمان  $t$  را نشان می دهد. اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$  نیز با  $Size_{it}$  نشان داده شده است.  $Lev_{it}$  نیز عبارت است از اهرم مالی شرکت  $i$  در زمان  $t$ . برای کنترل تأثیر اندازه و ساختار سرمایه شرکت بر میزان مدیریت سود، متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی شرکت را وارد مدل کرده ایم. براساس مطالعات گذشته، انتظار داریم که بین تمرکز مالکیت و مدیریت سود رابطه معنی داری وجود داشته باشد. به عبارت دیگر، انتظار داریم فرضیات زیر برقرار باشد:

تمرکز مالکیت بر مدیریت سود را دشوار می‌کند. از بین ضریبی که از نظر آماری معنی‌دار هستند، ضرایب مربوط به مربع درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار و درصد سهام شناور آزاد و اندازه شرکت علامت مثبت دارند و علامت سایر ضرایب منفی است. از آنجا که ضریب درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت معنی‌دار نیست و علامت ضریب مربع این متغیر، مثبت است، اندازه ضریب مربع درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت نشان می‌دهد که با یک درصد افزایش در بزرگی این متغیر، به شرط ثابت‌بودن سایر متغیرها، میزان اقلام تعهدی اختیاری، حدود ۷ درصد افزایش پیدا می‌کند. تأثیر مثبت این متغیر بر مدیریت سود نشان می‌دهد، مالکیت متمرکزتر باعث افزایش مدیریت سود می‌شود، که با فرضیه سلب حق مالکیت قابل تبیین است.

از سوی دیگر، یک درصد افزایش در مربع درصد سهام پنج سهام‌دار اول شرکت، به شرط ثابت‌بودن سایر متغیرها، سبب کاهش حدود ۱ درصدی در اقلام تعهدی اختیاری می‌شود. یعنی با افزایش مربع درصد سهام پنج سهام‌دار اول شرکت، میزان مدیریت سود کاهش پیدا می‌کند. این موضوع ممکن است ناشی از این باشد که با افزایش سهم پنج سهام‌دار اول، انگیزه آنها برای نظارت بر عملکرد مدیران و به تبع آن، انگیزه مدیران برای مدیریت سود، کاهش پیدا می‌کند. اما باید توجه داشت که اندازه این ضریب نسبتاً کوچک است.

درصد سهام شناور آزاد شرکت، تنها معیار ساختار مالکیت مورد استفاده‌ای است که ضریب درجه یک آن معنی‌دار است. افزون بر این، ضریب درصد سهام شناور شرکت مثبت و ضریب مربع آن منفی است. این موضوع نشان می‌دهد که ابتدا با افزایش میزان سهام شناور شرکت و کاهش تمرکز مالکیت میزان اقلام تعهدی اختیاری و مدیریت سود افزایش پیدا می‌کند، اما پس از آنکه سطح بیشینه‌ای را رد کند، با افزایش میزان سهام شناور آزاد شرکت، میزان اقلام تعهدی اختیاری و مدیریت سود کاهش پیدا می‌کند. درواقع، رابطه بین سهام شناور آزاد شرکت و اقلام تعهدی اختیاری به شکل برعکس حرف یو<sup>۱</sup> انگلیسی است.

نکرده بود، از نمونه کنار گذاشته شد و شرکت دیگری جایگزین آن شد. دوره زمانی مورد مطالعه ما سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ است. علت انتخاب دو سال به‌عنوان دوره زمانی، این است که معتقدیم بین تمرکز مالکیت و مدیریت سود رابطه علت و معلولی وجود دارد. بنابراین، در نمونه انتخابی خود از داده‌های مرتبط با تمرکز مالکیت در سال ۱۳۹۱ از داده‌های مرتبط با مدیریت سود در سال ۱۳۹۲ استفاده کرده‌ایم تا تأثیر تمرکز مالکیت در سال ۱۳۹۱ را بر مدیریت سود سال ۱۳۹۲ بررسی کنیم.

داده‌های مورد نیاز در این پژوهش را از صورت‌های مالی شرکت‌ها در پایان سال مالی ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲، وب سایت شرکت‌های موجود در نمونه، وب سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین به‌دست آورده‌ایم.

#### ۴. نتایج برآورد مدل: یافته‌های آزمون فرضیه‌ها

نتایج حاصل از برآورد مدل در جدول ۱ نشان داده شده است. مقدار آماره  $t$  و سطح معنی‌داری نشان می‌دهد که در نمونه انتخابی و در دوره مورد بررسی، ضرایب مربوط به مربع درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت، مربع پنج سهام‌دار اول شرکت، درصد سهام شناور آزاد، مربع درصد سهام شناور آزاد شرکت، اندازه شرکت، اهرم مالی شرکت معنی‌دار هستند. براساس این نتایج، رابطه بین اقلام تعهدی احتیاطی، به‌منزله متغیر جانشین مدیریت سود، و مربع درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت، مربع پنج سهام‌دار اول شرکت، درصد سهام شناور آزاد، مربع درصد سهام شناور آزاد شرکت، به‌منزله معیارهای ساختار مالکیت رابطه معنی‌داری وجود دارد. از این رو، هیچ‌یک از سه فرضیه پیش‌گفته رد نمی‌شود.

معنی‌داربودن ضرایب مربع درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار، مربع پنج سهام‌دار اول و مربع درصد سهام شناور آزاد، به این معنا است که بین مدیریت سود و این سه معیار تمرکز مالکیت، رابطه‌ای غیرخطی وجود دارد. این موضوع، تفسیر علامت و بزرگی ضرایب و نحوه تأثیرگذاری معیارهای

در بین مغیرهای مورد بررسی، اهرم مالی، بیشترین تأثیر را در کاهش اقلام تعهدی اختیاری دارد. این یافته با حکم عقل سلیم مبنی بر اینکه با بهبود (افزایش) میزان اهرم مالی شرکت، باید مدیریت سود کاهش پیدا کند، سازگاری دارد. مهم‌تر اینکه، ضریب این متغیر به شکل قابل توجهی بزرگ‌تر از سایر ضرایب معنی‌دار است. شرکت‌ها زمانی می‌توانند مبادرت به استقراض بیشتر کنند که ریسک اعتباری کمتری داشته باشند و به عبارت دیگر، صورت‌های مالی آنها اعتبار بیشتری داشته باشد.

جدول ۱. نتایج برآورد مدل

نام متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	-۰/۰۵۷	۰/۰۰۹	-۶/۱۲	-
درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت	-۰/۰۰۹	۰/۰۲۳	-۰/۴۰	۰/۶۸
مربع درصد سهام بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت	-۰/۰۷۲	۰/۰۳۶	۱/۹۸	۰/۰۴۷
درصد سهام پنج سهام‌دار اول شرکت	-۰/۰۱۵	۰/۰۱۰	-۱/۴۶	۰/۱۴
مربع پنج سهام‌دار اول شرکت	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۷	-۲/۳۳	۰/۱۰
درصد سهام شناور آزاد شرکت	۰/۰۹۶	۰/۰۱	۶/۵	-
مربع درصد سهام شناور آزاد شرکت	-۰/۱۲	۰/۰۶	-۱/۹۶	۰/۰۴
اندازه شرکت	۰/۰۱	-	۱۷۲	-
اهرم مالی شرکت	-۰/۲۳	۰/۰۰۹	-۲۵/۵۲	-

## ۵. جمع‌بندی و پیشنهادها برای مطالعات

### آینده

نتایج بررسی ما نشان می‌دهد که در نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲، بین مدیریت سود و ساختار مالکیت رابطه معنی‌داری وجود داشته است. بنابراین و باتوجه به پیامدهای منفی ناشی از پدیده مدیریت سود بر منافع سهام‌داران شرکت‌ها، به‌ویژه سهام‌داران خرد، و تأثیرات احتمالی منفی آن بر کل بازار، قوانین و مقررات باید به‌گونه‌ای طراحی و اجرا شوند تا تعارض منافع بین تمام طرف‌های ذی‌نفع، مدیریت و از منافع مشروع همه طرف‌های ذی‌نفع حمایت شود.

اما، مقابله با پدیده مدیریت سود و حمایت از منافع مشروع طرف‌های ذی‌نفع، مستلزم شناخت ابعاد مختلف این پدیده است. در پژوهش‌های آتی، باید ابعاد دیگری از پدیده مدیریت سود و رابطه آن با ساختار مالکیت، با دقت بیشتری بررسی شود. برای مثال، می‌توانیم این موضوع را بررسی کنیم که اگر بخش یا تمام سهام شرکت در اختیار نهادهای دولتی یا عمومی غیردولتی باشد، چه تأثیری بر مدیریت سود دارد.

شواهدی ارائه کردیم مبنی بر اینکه بین معیارهای ساختار مالکیت و متغیر جانشین مدیریت سود رابطه‌ای غیرخطی وجود دارد. مطالعات نظری چندانی درباره تبیین چرایی وجود روابط غیرخطی بین پدیده مدیریت سود و ساختار مالکیت و به‌طور کلی، روابط بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و انحراف مدیران از منافع سهام‌داران انجام نشده است. بنابراین، لازم است مطالعات نظری بیشتر و عمیق‌تری در زمینه تبیین چرایی روابط بین ساختار مالکیت و مدیریت سود انجام گیرد. از مهم‌ترین یافته‌های بررسی ما که نتایج سیاستی قابل توجهی دارد، این است که بین درصد سهام شناور آزاد شرکت و اقلام تعهدی اختیاری شرکتی رابطه غیرخطی به شکل حرف یو انگلیسی برعکس وجود دارد. یعنی، ابتدا با افزایش درصد سهام شناور آزاد شرکت، اقلام تعهدی اختیاری افزایش پیدا می‌کند. پس از آنکه درصد سهام شناور آزاد شرکت، سطح بیشینه‌ای را رد کرد، با افزایش این متغیر، اقلام تعهدی اختیاری کاهش پیدا می‌کند. این موضوعی است که باید چرایی آن به صورت نظری تبیین شود.



## مرجع‌ها

- Kuldeep. January 2004. *Financial Theory and Corporate Policy*. 4th Edition. Prentice Hall.
- Dechow, Patricia M.; Sloan, Richard G.; Sweeney, Amy P. 1995. "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review* 70(2), 193-225.
- Dechow, Patricia M.; Sloan, Richard G.; Sweeney, Amy P. 1996. "Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research* 13(1), 1-36.
- Donnelly, Raymond & Lynch, Caitriona. 2002. "The Ownership Structure of UK Firms and the Informativeness of Accounting Earnings", *Accounting and Business Research* 32(4), 245-257.
- Fan, Joseph & Wong, T. J. 2002. "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425.
- Healy, Paul M. and Wahlen, James M. 1999. "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons* 13(4), 365-383.
- Iturriaga, Lopez Felix J. and Hoffmann, Paolo Saona. 2005. "Earnings Management and Internal Mechanisms of Corporate Governance: Empirical Evidence from Chilean firms", *Corporate Ownership & Control* 3(1), 17-29.
- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 4, 305-360.
- Jones, Jennifer J. 1991. "Earnings Management during Import Relief Investigations", *Journal of*
- آقایی، محمدعلی و چالاکی، پری. زمستان ۱۳۸۸. «بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری و حسابرسی ۴، ۷۷-۵۴.
- مرادزاده‌فرد، مهدی؛ زارع‌زاده مهریزی، محمدصادق؛ تاکر، رضا. تابستان ۱۳۹۱. «تأثیر پاداش هیئت مدیره و مالکیت نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار ۱۸، ۱۵۲-۱۳۷.
- نصراللهی، زهرا و عارف‌منش، زهره. زمستان ۱۳۸۹. «بررسی رابطه مالکیت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش حسابداری ۳، ۱۳۸-۱۱۷.
- "Accruals", Investopedia, Retrieved 21 July 2015, available at: <http://www.investopedia.com/terms/a/accruals.asp>.
- Alves, Sandra. 2012. "Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal", *Australasian Accounting Business and Finance* 6(1), 57-74.
- Balsam, S.; Bartov, Eli; Marquardt, Carol. 2002. "Accruals Management Investor Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings", *Journal of Accounting Research* 40(4), 987-1012.
- Choi, Jong-Hag; Jean, Kyu-An; Park, Jong-II. 2004. "The Role of Audit Committees in Decreasing Earnings Management: Korean Evidence", *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 1(1), 37-60.
- Chung, Richard; Firth, Michael; Kim, Jeong-Bon. 2002. "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance* 8, 29-48.
- Copeland, Thomas E.; Weston, Fred J.; Shastri,

- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. 1997. "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52(2), 737-783.
- Warfield, Terry D.; Wild, John J.; Wild, Kenneth L. 1995. "Managerial Ownership Accounting Choices, and Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 20, 61-91.
- Ho, Wong, KR. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *J. Int. Account. Auditing & Taxation*, 10, 139-156
- Accounting Research* 29(2), 193-228.
- Kim, Hyo Jin & Yoon, Soon Suk. 2008. "The Impact of Corporate Governance on Earnings Management in Korea", *Malaysian Accounting Review* 7(1), 43-59.
- "OwnershipStructure", *ENCYCOGOV(Encyclopedia of Corporate Governance)*, Retrieved 20 July 2015, available at: <http://e.viaminvest.com/A5OwnershipStructures.asp>.
- Schipper, Katherine. December 1989. "Commentary on Earnings Management", *Accounting Horizons*, 91-102.
- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* 94(3), 461-488.