

رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر تمرکز مالکیت

ویدا مجتهدزاده

دانشیار حسابداری دانشگاه الزهرا "س" (مسئول مکاتبات)
vida.mojtahed@gmail.com

راضیه سعادت سعادت‌آبادی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه الزهرا "س"
saadat.raziyeh@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۳/۴ تاریخ پذیرش: ۹۱/۵/۲۱

چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر تمرکز مالکیت است. مدیریت سود با استفاده از معیار خالص ارقام تعهدی غیر عادی از طریق مدل بال و شیواکومار (۲۰۰۶-۲۰۰۸) اندازه‌گیری؛ فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به عنوان متغیر مستقل از طریق رشد هندسی ارزش بازار دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آن و تحلیل عاملی این دو شاخص محاسبه شد. حق جریان نقد و انحراف حق جریان نقد و حق کنترل، معیاری برای تمرکز مالکیت در نظر گرفته شد. نتایج پژوهش نشان داد که بین رشد هندسی دارایی‌ها و مدیریت سود رابطه معناداری وجود ندارد. در حالی که، بین نسبت بالای ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آن و تحلیل عاملی دو شاخص رشد و مدیریت سود رابطه مثبت معناداری دیده شد. هم‌چنین، تمرکز مالکیت نقش موثری بر رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری نداشت. به عبارت دیگر، سهامداران کنترل‌کننده از نقش نظارتی و قدرت خود جهت حمایت از سهامداران استفاده نمی‌کنند.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، رشد دارایی‌ها، ارقام تعهدی غیر عادی، تمرکز مالکیت.

۱- مقدمه

ارزش یک شرکت، تابع سود آوری سرمایه‌گذاری‌های آن است؛ ازاین‌رو، مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل موثر بر سطح سرمایه‌گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب کنند (فازاری^۱، ۲۰۰۰). مدیران با جذب سرمایه، منابع لازم جهت تامین مالی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را برای شرکت فراهم می‌کنند، اما عوامل زیادی در تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت تاثیرگذار است. این عوامل با تاثیر بر انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، می‌توانند بر هزینه سرمایه، سودآوری، منفعت مورد انتظار سهامداران و ارزش سهام شرکت در آینده اثر گذار باشند (مایرز و ماجولف^۲، ۱۹۸۴).

از جمله عوامل موثر بر میزان رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، وجود فرصت رشد برای شرکت است. هنگامی که فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری محدود باشد، مدیران به سرمایه‌گذاری‌هایی دست می‌زنند که دارای خطرپذیری بیشتر و بازده متفاوتی نسبت به جریان عملیات فعلی شرکت است. در چنین موقعیتی سود شرکت دستخوش نوسان می‌شود و مدیر برای مهار کردن نوسان‌های ناشی از سرمایه‌گذاری پرخطر به هموارسازی و مدیریت سود اقدام خواهد کرد (جلینک^۳، ۲۰۰۷). این پژوهش به بررسی رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر تمرکز مالکیت (در نظر گرفتن نقش سهامداران کنترل‌کننده) پرداخته است.

۲- مبانی نظری پژوهش و مروری بر پیشینه

با توجه به افزایش نگرانی‌ها در رابطه با اعتبار گزارشگری مالی، مدیریت سود دغدغه واحدهای اقتصادی، تنظیم‌کنندگان و دست‌اندرکاران بازارهای سرمایه است. این نگرانی‌ها بعد از رسوایی حسابداری برخی شرکت‌ها در آمریکا و ایتالیا افزایش یافته است. مدیریت سود هنگامی رخ می‌دهد که مدیران از قضاوت شخصی خود در گزارشگری مالی استفاده کنند و ساختار معاملات را در جهت تغییر گزارشگری مالی دستکاری نمایند. این عمل با دو هدف گمراه نمودن برخی سهامداران و سرمایه‌گذاران در خصوص عملکرد اقتصادی شرکت و تاثیر بر نتایج قراردادهایی انجام می‌شود که انعقاد آن‌ها دست‌یابی به سود شخصی را ممکن می‌سازد (هیلی و وال^۴، ۱۹۹۹). مدیریت سود با افزایش هزینه‌های سرمایه و ریسک شرکت و کاهش ارزش سهام همراه است که می‌تواند موجب گمراهی سرمایه‌گذاران و تخصیص نامناسب منابع شود (هادانی و همکاران^۵، ۲۰۱۱).

تفکیک بین مالکیت و کنترل به عنوان پایه و اساس رابطه‌ی نمایندگی موجب می‌شود تا مدیران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود حتی به هزینه ارزش شرکت باشند (جنسن و مک‌لینگ^۶، ۱۹۷۶).

سلب مالکیت سهامداران اقلیت توسط سهامداران کنترل کننده از مشکلات اصلی نمایندگی در اقتصاد با ساختار مالکیت متمرکز است. اعطای حق رای به سهامداران اقلیت طبق مقررات می‌تواند مانع سلب مالکیت و حل تضاد منافع بین سهامداران کنترل کننده و اقلیت شود. افراد درون سازمانی سود شرکت را در جهت منافع خویش استفاده می‌کنند و نگران بازگشت پول به سرمایه گذاران بیرونی نمی‌باشند. سهامداران کنترل کننده می‌توانند ارزش سهام خود را از طریق اعمال کنترل و کاهش سود هر سهم افزایش دهند (یاو و همکاران^۷، ۲۰۱۱). تضاد منافع بین سهامداران کنترل کننده و اقلیت می‌تواند بر خط مشی پرداخت پاداش موثر باشد که انگیزه سهامداران کنترل کننده برای پرداخت پاداش ناشی از عملکرد را کاهش می‌دهد (ونگ و کایو^۸، ۲۰۱۱).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص NPV^A مثبت است، که منجر به افزایش ارزش برای سهامداران و در مجموع افزایش ارزش بازار شرکت می‌شود. با وجود استفاده شرکت‌ها از مدیریت سود تاثیر آن بر تصمیم‌گیری‌های مالی شفاف و مشخص نمی‌باشد. اگر شرکت‌ها محدودیت مالی داشته باشند؛ ولی دارای پروژه‌های با NPV مثبت باشند با استفاده از مدیریت سود می‌توانند ارزش سهام شرکت را در کوتاه مدت افزایش دهند و با این پروژه‌ها سرمایه شرکت را تامین مالی کنند. در شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری بالا که با محدودیت مالی روبه‌رو هستند، به کارگیری مدیریت سود می‌تواند منجر به کارایی سرمایه‌شود (لینکا و همکاران^۹، ۲۰۱۱).

فرصت‌های رشد، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه کرده و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. سرمایه‌گذاران باید در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند، زیرا آنچه باعث موفقیت می‌گردد استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که برای این امر باید سیاست‌های مالی مؤثر بر ایجاد فرصت‌های رشد را در واحدهای تجاری شناسایی کرد (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۲).

فرصت‌های سرمایه‌گذاری اثر مهمی بر تامین مالی، خط‌مشی‌ها و راهبردهای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و بخشی از ارزش آتی شرکت محسوب می‌شود (زو و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۱). فرصت‌های سرمایه‌گذاری وضعیت رشد شرکت است که بستگی به تصمیم‌های مدیریت، نوسان‌های بازار و خط‌مشی‌های محیطی و شرایط دارد. به دلیل هزینه‌های محافظه‌کارانه مدیران، ارزش آتی سرمایه‌گذاری‌ها نامطمئن است. باتوجه به این که مدیران نسبت به سهامداران اطلاعات بیشتری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش آن‌ها در اختیار دارند؛ از اینرو، سهامداران شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری بالا نیازمند کنترل بیشتر مدیران می‌باشند. این شرکت‌ها کنترل کمی بر بدهی و بازار سرمایه دارند. اگر حجم وجوه داخلی در این شرکت‌ها زیاد باشد، مدیران از آن برای تامین مالی فرصت‌ها

استفاده می‌کنند و به دلیل هزینه‌های معاملات و سایر شرایط به احتمال کمتری این وجوه برای پرداخت سود سهام و تامین مالی جدید در بازار سرمایه استفاده می‌شود. هدف این شرکت‌ها کنترل بازار سرمایه نمی‌باشد و بر سایر ابزار نظارتی تاکید می‌کنند (واه^{۱۲}، ۲۰۰۹).

تضاد منافع بین مدیران و سهامداران همواره وجود دارد؛ که طبق نظریه نمایندگی مدیران برای افزایش منافع خود از مدیریت سود استفاده می‌کنند و با دانش و اطلاعات خود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری سازگار با اهداف خود را انتخاب و بر تصمیم‌های شرکت تاثیر می‌گذارند (جنسن مکلینگ، ۱۷۶). یکی دیگر از تضادهای نمایندگی در اقتصاد با ساختار مالکیت متمرکز، تضاد منافع سهامداران کنترل‌کننده و اقلیت می‌باشد. سهامداران کنترل‌کننده با توانایی کنترل شرکت، تغییرات مهمی برنظام راهبری شرکت اعمال می‌کنند (ساحین^{۱۳}، ۲۰۱۱) و تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت سود را در جهت منافع خود به کار می‌گیرند. بنابراین، بررسی رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش و انگیزه سهامداران کنترل‌کننده ضرورت دارد. این پژوهش به بررسی رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت سود با در نظر گرفتن نقش سهامداران کنترل‌کننده پرداخته است.

ماده‌وگاریها، ساتون و کهرز^{۱۴} (۲۰۰۹)، تاثیر متفاوت رشد و ارزش شرکت را بر مدیریت سود مورد بررسی قرار دادند و نقش مالکان نهادی، داخلی و اثر نسبت پوششی شرکت را وارد این رابطه کردند. آزمون فرضیه‌ها نشان داد که رشد شرکت‌ها در مقایسه با ارزش شرکت مدیریت سود را در سطح بالایی به کار می‌گیرد؛ که این امر ناشی از تفاوت ارزش و رشد شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی زیاد در رشد شرکت نسبت به ارزش شرکت است. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین رشد شرکت با حضور مالکان نهادی و داخلی با مدیریت سود بود. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام در رابطه‌ی بین مدیریت سود، ارزش و رشد شرکت معنادار نبود.

چن، الدر و هانگ^{۱۵} (۲۰۱۰)، به بررسی رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها در این رابطه نقش انگیزه و سلب مالکیت سهامداران کنترل‌کننده را به عنوان سازوکار نظام راهبری شرکتی مورد آزمون قرار دادند. یافته‌ها رابطه مثبت و معناداری را بین مدیریت سود و فرصت سرمایه‌گذاری نشان داد. هم‌چنین، حق جریان وجه نقد سهامداران کنترل‌کننده رابطه منفی با خالص اقلام تعهدی غیر عادی تحت شرایط رشد داشت. از دید پژوهشگران، در شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری و انحراف زیاد بین حق جریان نقد و حق کنترل، مدیریت سود قوی‌تر است. زاین و جیلانی^{۱۶} (۲۰۱۰)، اثر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه ارزشی مدیریت سود را از طریق اقلام تعهدی اختیاری کوتاه مدت و بلند مدت بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که در سطوح بالای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری کوتاه مدت افزایش می‌

یابد و سطح فرصت های سرمایه گذاری اثر فزاینده بر رابطه ارزشی اقلام تعهدی اختیاری کوتاه مدت دارد.

ثقفی و بهارمقدم (۱۳۸۷)، در پژوهشی با عنوان محرک های موثر بر مدیریت سود به این نتیجه رسیدند که بین فرصت های رشد سرمایه گذاری و مدیریت سود رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. به عبارتی دیگر رشد شرکت نمی تواند به عنوان یک انگیزه قوی و مناسب برای دستکاری سود مورد نظر مدیران بنگاه های اقتصادی ایران باشد.

نوروش، کرمی و وافی ثانی (۱۳۸۸)، به بررسی تاثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ در بین ۸۸ شرکت پرداختند. یافته ها حاکی از وجود رابطه منفی معنادار بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره با هزینه های نمایندگی بود. به علاوه، افزایش ساز و کارهای نظام راهبری شرکت بر کاهش هزینه های نمایندگی و افزایش ارزش شرکت اثر داشت.

کریمی، اخلاقی و رضایی مهر (۱۳۸۹)، تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت ها را بر تصمیم های سرمایه گذاری مورد بررسی قرار دادند. یافته ها نشان داد که بین اهرم مالی و تصمیم های سرمایه گذاری رابطه منفی معنادار وجود دارد. به عبارتی، شرکت های دارای بدهی بالاتر نسبت به سایرین، کمتر سرمایه گذاری می کنند. هم چنین، نتایج حاکی از نبود رابطه معنادار بین فرصت های رشد و تصمیم های سرمایه گذاری بود.

۳- روش‌شناسی پژوهش

با توجه به این که انتظار می رود از نتایج این تحقیق در جهت کنترل مدیریت سود در شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بالا استفاده شود، این پژوهش بر مبنای هدف، کاربردی است. متغیرهای مستقل این تحقیق فرصت سرمایه گذاری و رشد، حق جریان نقد و انحراف حق جریان نقد و حق کنترل است (چن، الدر و هانگ، ۲۰۱۰).

الف) فرصت های سرمایه گذاری شرکت ها با استفاده از چهار شاخص فرصت رشد به شکل زیر محاسبه گردید (بابر و همکاران^{۱۷}، ۱۹۹۶):

$$\text{Investment Intensity} = (\text{Capital expenditures} + \text{R\&D}^{18} + \text{Acquisition}) / \text{Depreciation expense} \quad (1)$$

Investment Intensity، بیانگر شدت سرمایه گذاری، Capital expenditure، مخارج سرمایه ای، R&D، هزینه تحقیق و توسعه، Acquisition، سرمایه گذاری های تحصیل شده و Depreciation expense، بیانگر هزینه استهلاک است.

$$\text{Asset Growth} = \sqrt[n]{\text{Market Value of assets } t / \text{MV } t - n} \quad (2)$$

Asset Growth : رشد دارایی ها

Market Value of Assets: ارزش بازار دارایی ها که برابر است با مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی های شرکت.

- ارزش بازار حقوق صاحبان سهام = تعداد سهام منتشره * قیمت پایانی روز معامله سهام شرکت i در زمان t

$$\text{Market_to_Book} = \text{MV of asset} / \text{Book Value of Asset} \quad (3)$$

Book Value of Asset: ارزش دفتری دارایی ها

$$\text{R \& D} = \text{R\&D Expense} / \text{Book Value of Asset} \quad (4)$$

به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات هزینه های تحقیق و توسعه، در ایران این شاخص قابل بررسی نمی باشد و سه شاخص دیگر برای محاسبه فرصت های سرمایه گذاری به کار رفت.
 (ب) حق جریان نقد معادل نسبت تعداد سهام سهامداران عمده به کل سهام شرکت است.
 (ج) انحراف حق جریان نقد و حق کنترل نیز با این رابطه محاسبه گردید (چوی و همکاران^{۱۹}، ۲۰۰۸):

$$\text{Deviation} = \text{Cash Flow Right} - \text{Control Right} \quad (5)$$

Control Right: تعداد حق رای تحت اختیار سهامداران با بیشترین درصد مالکیت.

با توجه به این که اقلام تعهدی اختیاری منعکس کننده برآورد های حسابداری مدیریت و روش حسابداری انتخابی مدیران است، این اقلام به عنوان معیار مدیریت سود در نظر گرفته شد (چن، الدر و هانگ، ۲۰۱۰). برای معیار مدیریت سود، قدر مطلق تفاوت اقلام تعهدی واقعی و اقلام تعهدی عادی برآوردی با استفاده از مدل بال و شیواکومار^{۲۰} (۲۰۰۶-۲۰۰۸) محاسبه شد.
 مدیریت سود متغیر وابسته این مطالعه می باشد که با معیار اقلام تعهدی اختیاری در رابطه ۶ محاسبه گردید:

$$\text{ACC} = (\text{Net Gain} - \text{CFO}) / \text{Total Assets}_{t-1} \quad (6)$$

ACC، بیانگر اقلام تعهدی اختیاری، Net Gain، سود خالص و CFO بیانگر جریان نقد عملیاتی است. جریان های نقدی عملیاتی به شکل زیر محاسبه شد:

جریان نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی = جریان نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی طبق صورت جریان وجوه نقد + جریان نقد ناشی از بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی + سود سهام پرداخت شده - جریان نقد مرتبط با مالیات بر درآمد

با استفاده از مدل بال و شیواکومار (۲۰۰۶-۲۰۰۸) خالص اقلام تعهدی به شکل زیر محاسبه شد. در تشریح این رابطه ها اندیس i بیانگر واحد مقطعی (شرکت) و t بیانگر دوره زمانی (سال) است.

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DCF_{i,t} + \alpha_5 DCF_{i,t} * CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

ACC_{i,t}: کل اقلام تعهدی تقسیم بر کل دارایی های شرکت i در سال t-1 (سود خالص پس از کسر جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t).

ΔREV_{i,t}: تغییرات درآمد شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی های شرکت i در سال t-1.

PPE_{i,t}: خالص دارایی های ثابت مشهود برای شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی های شرکت i در سال t-1.

CFO_{i,t} (Operating Cash Flow): جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی های شرکت i در سال t-1.

DCF_{i,t}: اگر جریان نقد عملیاتی منفی بود این شاخص ارزش ۱ و در غیر این صورت ارزش صفر را به خود اختصاص داد.

DCF_{i,t}*CFO_{i,t}: شاخص زیان های اقتصادی (حاصل ضرب دو عامل قبلی).

اقلام تعهدی غیر عادی برای شرکت i در سال t از تفاوت اقلام تعهدی واقعی و اقلام تعهدی عادی برآوردی محاسبه شده بر اساس مدل (2)، به دست آمد:

$$Abnormal\ Accruals_{i,t} = ACC_{i,t} - [\alpha_0 + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 DCF_{i,t} + \alpha_5 DCF_{i,t} * CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}] \quad (2)$$

خالص اقلام تعهدی غیر عادی که به عنوان معیار مدیریت سود (متغیر وابسته) در نظر گرفته شده است، که با استفاده از قدر مطلق اقلام تعهدی غیر عادی به دست آمده از مدل (۳) محاسبه گردید.

$$Absolute\ Abnormal\ Accruals_{i,t} = |Abnormal\ Accruals_{i,t}| \quad (3)$$

پس از محاسبه خالص اقلام تعهدی غیر عادی، مدل رگرسیون زیر برای آزمون رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و مدیریت سود با در نظر گرفتن برخی عوامل کنترلی به کار گرفته شد:

(4)

$$\text{Absolute Abnormal Accruals}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{IOS}_{i,t} + \beta_2 \text{Cash Flow Rights}_{i,t} + \beta_3 \text{Deviation}_{i,t} + \beta_4 \text{Deviation_Sq}_{i,t} + \beta_5 \text{CEO Duality}_{i,t} + \beta_6 \text{Firm Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_8 \text{Big N Auditor}_{i,t} + \beta_9 \text{Lag Absolute Abnormal Accrual}_{i,t} + \beta_{10} \text{Operating Cash Flow}_{i,t} + \beta_{11} \text{Foreign Institutional Holdings}_{i,t} + \beta_{12} \text{Absolute Net Income Change}_{i,t} + \beta_{13} \text{ROA}_{i,t} + \beta_{14} \text{Loss}_{i,t} + \square$$

Deviation_Sq: مجذور انحراف، که برای محاسبه اثر بالاترین سطح انحراف بر وضعیت گزارشگری مالی شرکت در نظر گرفته شد.

CEO Duality: اگر مدیر عامل و رئیس هیات مدیره یک فرد بود، شاخص ارزشی برابر ۱ و در غیر این صورت صفر را به خود اختصاص داد.

Big N Auditor: سازمان حسابرسی، موسسه حسابرسی مفید راهبر، و موسسه های حسابرسی معتمد بورس اوراق بهادار که بیش از پنج شریک دارند (چون موسسه های حسابرسی بزرگتری هستند و کیفیت کارشان بالاتر است).

Loss: اگر شرکت برای دو یا چند سال متوالی زیان ده بود، ارزش ۱، و در غیر این صورت ارزش صفر را به خود اختصاص داد.

Firm Size: اندازه شرکت که برابر با لگاریتم طبیعی دارایی ها است.

Leverage: اهرم مالی که از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت محاسبه شد.

Lag Absolute Abnormal Accrual: خالص اقلام تعهدی غیر عادی سال قبل.

Absolute Net Income Change: خالص تغییر در خالص درآمد.

ROA: نرخ بازده کل دارایی های شرکت.

Foreign Institutional Holdings: درصد سهام عادی منتشر شده در دست سهامداران بیرون از ایران، که به دلیل تعداد بسیار کم چنین شرکت هایی این متغیر از مدل حذف شد.

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ بود. انتخاب نمونه از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن ویژگی های زیر انجام شد:

الف- تا پایان سال ۱۳۸۳، نام شرکت در فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران درج شده باشد.

- ب- دوره مالی شرکت منتهی به پایان اسفند باشد.
- ج- شرکت در دوره مورد نظر تغییر سال مالی و فعالیت نداده باشد.
- د- نماد معاملاتی شرکت به تابلوی غیر رسمی بورس منتقل نشده باشد.
- ه- جزء شرکت های خدمات مالی و بیمه، سرمایه گذاری، بانک ها، لیزینگ ها و هلدینگ ها نباشد.

شرکت هایی از بورس که حائز شرایط مورد نظر بودند، انتخاب؛ سپس، بر اساس نوع صنعت طبقه بندی شدند. هر صنعتی که کمتر از ۱۰ شرکت به خود اختصاص داده بود، از نمونه حذف گردید. زیرا محاسبه ارقام تعهدی اختیاری در این صنایع پیچیده و با ابهام همراه است (کوتاری و همکاران^{۲۱}، ۲۰۰۵). در نتیجه، تعداد ۱۵۰ شرکت در ۹ صنعت باقی ماند.

۴- فرضیه های پژوهش

با بررسی ادبیات و نتایج تحقیق های گذشته فرضیه های زیر طراحی شد:

- ۱) رشد هندسی بالای ارزش بازار دارایی ها (فرصت های سرمایه گذاری بالا) با مدیریت سود رابطه معنادار دارد.
- ۲) نسبت بالای ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ها با مدیریت سود رابطه معنادار دارد.
- ۳) فرصت های سرمایه گذاری بالا با مدیریت سود رابطه معنادار دارد.

۵- نتایج پژوهش

ابتدا خالص ارقام تعهدی غیر عادی بیان کننده مدیریت سود (متغیر وابسته پژوهش) محاسبه شد. در گام بعد با قرار دادن متغیرهای مستقل و وابسته در الگوی (۴)، فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار گرفت.

برآورد الگوی متغیر وابسته (خالص ارقام تعهدی غیر عادی)

برای سنجش اعتبار مدل لازم است فرضیه هایی هم چون، فرض نرمال بودن داده ها، ایستایی، همگرایی، همسانی واریانس، عدم خود همبستگی و هم خطی با استفاده از نمودارها و آزمون های مناسب کنترل گردید. ایستایی متغیرها با آزمون ریشه واحد لوین، لین و چپو^{۲۲} (LLC) بررسی و در صورت نایستایی آزمون همگرایی اجرا شد. آزمون F لیمر برای انتخاب روش تلفیقی یا تابلویی استفاده شد، که در صورت تابلویی بودن داده ها آزمون هاسمن جهت انتخاب روش های اثرات ثابت و تصادفی انجام شد. نرمال بودن داده ها با آزمون جارک-برآ، هم خطی بین متغیر ها با دستور العمل^{۲۳} VIF و

عدم خود همبستگی نیز از طریق آماره دوربین واتسن تعیین شد. در نهایت همسانی واریانس با استفاده از نمودار باقی مانده های جملات خطا در مقابل مقادیر برآورد شده کنترل شد. آماره F فیشر بیانگر اعتبار و معناداری کل رگرسیون می باشد.

پس از تشخیص نرمال بودن و ایستایی متغیرها، مقدار صفر، احتمال آزمون F لیمر نشان دهنده تابلویی بودن داده ها است. نتایج آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی نشان دهنده اثرات تصادفی می باشد. نتایج سایر آزمون ها نیز حاکی از همسانی واریانس، ناخود همبستگی و عدم هم خطی بود.

احتمال آماره F برابر ۰.۰۰۰۰، اعتبار کل رگرسیون را نشان داد. ضریب تبیین ۰.۵۲ نیز نشان می دهد که ۰.۵۲ تغییرات اقلام تعهدی غیر عادی به کمک متغیرهای مستقل و کنترلی توجیه می گردد. ضرایب تمام متغیرهای مستقل نیز کمتر از ۰.۰۵ است و رابطه معناداری با متغیر وابسته دارند.

جدول (نگاره ۳): رگرسیون متغیر وابسته اقلام تعهدی اختیاری (ACC)

متغیر	ضریب (β)	آماره t	سطح معناداری	متغیر	ضریب (β)	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰.۱۷۸۷	۱.۶۵۸۳	۰.۰۹۸	جریان نقد عملیاتی CFO	-۰.۴۲۷۹	-۱۱.۰۴۰۹	۰.۰۰۰۰
تغییرات درآمد	۰.۳۶۸	۳.۴۲۸۲	۰.۰۰۰۷	متغیر مجازی def	۰.۱۱۹۱	۱.۰۶۰۰۹	۰.۰۰۰۰
دارایی ثابت	۰.۱۱۳۱	۴.۴۳۹۵	۰.۰۰۰۰	CFODCF	۰.۵۰۴۲	۴.۸۷۳۹	۰.۰۰۰۰
ضریب تبیین	ضریب تبیین تعدیل شده مقدار آماره F	سطح معنی داری F	آماره دوربین واتسن				
۰.۵۲۷۰۸۷	۰.۳۶۳۴۲۷	۳.۲۲۰۶۲	۱.۹۶۴۱۴۴		۰.۰۰۰۰		

منبع: یافته های پژوهش

بنابراین، الگوی اقلام تعهدی غیر عادی به شرح زیر برآورد گردید :

(1)

$$\text{Abnormal Accruals}_{i,t} = 0.01787 + 0.036801\Delta\text{REVi}_{i,t} + 0.113127 \text{PPE}_{i,t} - 0.422\text{CFO}_{i,t} + 0.119\text{DCF}_{i,t} + 0.50421\text{DCF}_{i,t} * \text{CFO}_{i,t}$$

پس از برآورد مدل اقلام تعهدی عادی با محاسبه باقی مانده های مدل، اقلام تعهدی غیر عادی برآورد و با قدر مطلق گرفتن از اقلام تعهدی غیر عادی متغیر وابسته معیار مدیریت سود محاسبه شد. در نگاره (۳)، خلاصه نتایج آزمون مدل برآورد اقلام تعهدی عادی مشاهده می شود.

آزمون فرضیه اول

برای تعیین شرکت‌های با رشد هندسی بالای ارزش بازار دارایی‌ها، شرکت‌هایی که دارای رشد بالاتر از میانگین هستند، انتخاب شدند. میانگین رشد هندسی دارایی‌های نمونه مورد بررسی ۱۰۶۷۵ به دست آمد. از این رو، با انتخاب شرکت‌های با رشد بالاتر از میانگین، نمونه پژوهش به ۲۸۰ مشاهده محدود گردید. پس از بررسی نرمال بودن و ایستایی متغیرها، آزمون F لیمر تلفیقی بودن داده‌ها را نشان داد. سایر آزمون‌های اعتبار مدل بیانگر همسانی واریانس، استقلال خطاها و ناخودهمبستگی متغیرها بود. احتمال آماره F برابر با ۰.۰۰۰۵، بیانگر اعتبار کل رگرسیون است.

همان‌گونه که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود، درسطح اطمینان ۹۵ درصد بین خالص اقلام تعهدی غیر عادی و رشد هندسی بالای ارزش بازار دارایی‌ها رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه اول تایید نمی‌شود.

هم‌چنین نتایج، رابطه مثبت معناداری را بین زیان ده بودن، اندازه شرکت، خالص تغییرات درآمد، اهرم مالی و بازده دارایی‌ها با خالص اقلام تعهدی غیر عادی نشان می‌دهد. به علاوه، رابطه معناداری بین انحراف حق جریان نقد و حق کنترل، مجذور انحراف، حق جریان نقد، جریان نقد عملیاتی، اندازه حسابرس، اقلام تعهدی غیر عادی تاخیری، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و وجود ندارد. از این رو، سهامداران کنترل‌کننده از حق جریان نقد و حق کنترل خود برای تاثیر بر گزارشگری مالی در جهت منافع خود یا سایر سهامداران استفاده نمی‌کنند، که منطبق با پیشینه‌های تحقیق نمی‌باشد.

آزمون فرضیه دوم

با توجه به میانگین ۱.۱۹۶۴، رشد ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری، با حذف شرکت‌های دارای رشد پایین‌تر از آن نمونه به ۲۴۸ مشاهده کاهش یافت. پس از بررسی آزمون‌های اعتبار رگرسیون و تعیین تلفیقی بودن داده‌ها نتایج آزمون فرضیه به شرح نگاره (۵) است. یافته‌ها بیانگر اعتبار کل مدل با احتمال ۰.۰۰۱۴ آماره F می‌باشد. ضریب تبیین ۰.۱۳ بیانگر این است که تغییر یک واحد اقلام تعهدی غیر عادی با متغیرهای مستقل و کنترلی توجیه می‌شود، که رابطه بالایی نمی‌باشد. ضریب مثبت (منفی) متغیرها بیانگر رابطه مستقیم (معکوس) با مدیریت سود است. اگر سطح معنی‌داری متغیرها کمتر از ۵ درصد باشد، بیانگر رابطه معنادار بین متغیر و مدیریت سود است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود بین مدیریت سود و رشد بالای نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آن‌ها رابطه مثبت معنادار وجود دارد. بنابراین، فرضیه دوم تایید می‌شود، به عبارتی با افزایش رشد شرکت مدیریت سود افزایش می‌یابد.

جدول (نگاره ۴): رگرسیون خالص ارقام تعهدی غیرعادی و رشد هندسی ارزش بازار دارایی‌ها

متغیر	ضریب (β)	آماره t	سطح معناداری	متغیر	ضریب (β)	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۰.۲۴۲۸	-۲.۳۱۳۱	۰.۰۲۱۵	اهرم مالی	۰.۱۰۲۵	۲.۱۰۸۶	۰.۰۳۵۹
رشد هندسی داراییها	۰.۰۵۳۳	۱.۰۲۸۲	۰.۳۰۴۸	حسابرس	۰.۰۱۶۹	۰.۹۹۹۱	۰.۳۱۸۶
حق جریان نقد	-۰.۰۳۰۸	-۰.۷۰۲۹	۰.۴۸۲۷	ارقام تعهدی غیرعادی تاخیری	۰.۰۶۴۵	۰.۹۹۳۷	۰.۳۲۱۳
انحراف	-۰.۰۳۱۷	-۰.۳۲۰۱	۰.۷۴۹۱	جریان نقد عملیاتی	۰.۰۲۲۵	۰.۷۱۲۹	۰.۴۷۶۵
مجذور انحراف	۰.۱۲۲۷	۰.۵۲۹۳	۰.۵۹۷۰	خالص تغییرات درآمد	۰.۰۷۲۳	۲.۳۳۱۲	۰.۰۲۰۵
دوگانگی وظیفه مدیر عامل	۰.۰۴۳۵	۰.۴۱۸۴	۰.۶۷۵۹	بازده دارایی‌ها	۰.۱۰۶۹	۱.۹۴۲۰	۰.۰۵۳۲
اندازه	۰.۰۱۳۸	۲.۳۵۶۳	۰.۰۱۹۲	زیان ده بودن	۰.۱۱۰۰	۳.۲۸۳۲	۰.۰۰۱۲
ضریب تبیین (R)	R ² تعدیل شده	مقدار آماره F	سطح معنی داری F	آماره دوربین واتسن			
۰.۱۲۴۶	۰.۰۸۱۸	۲.۹۱۱۶	۰.۰۰۰۵	۲.۴۱۴۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه سوم

شاخص شدت سرمایه‌گذاری به دلیل نداشتن توزیع نرمال از معیار فرصت سرمایه‌گذاری حذف شد. بنابراین، فرصت‌های سرمایه‌گذاری از طریق اولین عامل اصلی در تحلیل عاملی دو متغیر نرخ رشد هندسی ارزش بازار دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت‌ها به شرح زیر به دست آمد:

$$IOS = 0.742 \text{Growth} + 0.742 \text{Mvkmvb}$$

میانگین فرصت‌های سرمایه‌گذاری نمونه مورد بررسی برابر ۱.۶۸ به دست آمد. از این رو، با انتخاب شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتر از میانگین، نمونه پژوهش به ۲۸۰ مشاهده محدود گردید. از آنجا که متغیرها ایستا نبودند، برای بررسی همگرایی از آزمون یوهانسن استفاده شد که نتایج سطح پهنه یک را نشان داد. آزمون فرضیه‌های رگرسیون بیانگر نرمال بودن، عدم هم خطی بین متغیرها، ناخود همبستگی و همسانی واریانس بود. آزمون F لیمر نیز نشان دهنده تلفیقی بودن داده‌ها بود.

بر اساس نگاره (۵)، نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۰ درصد بین خالص ارقام تعهدی غیرعادی و شرکت‌های با فرصت سرمایه‌گذاری بالا رابطه مثبت معناداری وجود دارد. ضریب متغیر مستقل فرصت سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد، به ازای یک واحد افزایش در فرصت‌های سرمایه‌گذاری،

خالص اقلام تعهدی غیر عادی ۰.۰۶۷۷ واحد افزایش می‌یابد. این رابطه مثبت بین دو متغیر در سطح اطمینان ۹۰٪ تایید کننده فرضیه تحقیق است. احتمال آماره F برابر با ۰.۰۰۱۳۸۳، بیانگر اعتبار کل رگرسیون و فرضیه سوم است. هم چنین نتایج، رابطه مثبت معناداری را بین زیان ده بودن، اندازه شرکت، خالص تغییرات درآمد و اهرم مالی با خالص اقلام تعهدی غیر عادی نشان می‌دهد. علاوه، رابطه معناداری بین انحراف حق جریان نقد و حق کنترل، مجذور انحراف، حق جریان نقد، جریان نقد عملیاتی، اندازه حسابر، اقلام تعهدی غیر عادی تاخیری، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و بازده دارایی‌ها وجود ندارد.

جدول (نگاره ۵): نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه دوم و سوم

فرضیه سوم			فرضیه دوم			متغیر
سطح معناداری	آماره t	ضریب (β)	سطح معناداری	آماره t	ضریب (β)	
۰.۰۲۹۴	-۲.۱۸۹۴	-۰.۲۵۸۸	۰.۲۵۱۶	-۱.۱۴۹۳	-۰.۱۱۹۸	مقدار ثابت
-	-	-	۰.۰۲۲۲	۲.۳۰۳۰	۰.۰۸۳۶	رشد ارزش بازار به دفتری
۰.۰۹۸۵	۱.۶۱۰۴	۰.۰۶۷۶	-	-	-	فرصت های سرمایه گذاری
۰.۰۶۳۹	-۰.۴۶۹۵	-۰.۰۲۰۶	۰.۴۷۶۲	۰.۷۱۳۵	۰.۰۲۹۸	حق جریان نقد
۰.۸۸۳۶	-۰.۱۴۶۵	-۰.۰۱۵۵۸	۰.۲۵۳۸	-۱.۱۴۴۱	-۰.۱۰۸۷	انحراف
۰.۵۴۵۲	۰.۶۰۵۷	۰.۱۵۷۴	۰.۷۰۳۰	۰.۳۸۱۷	۰.۰۹۹۴	مجذور انحراف
۰.۶۲۷۸	۰.۴۸۵۴	۰.۰۵۰۴	۰.۳۴۳۴	-۰.۹۴۹۴	-۰.۱۲۴۳	دوگانگی وظیفه مدیر عامل
۰.۰۵۶۲	۱.۹۱۷۵	۰.۰۱۱۱	۰.۴۹۶۲	۰.۶۸۱۶	۰.۰۰۳۹	اندازه
۰.۰۴۰۱	۲.۰۶۳۲	۰.۱۰۲۱	۰.۳۱۱۹	۱.۰۱۳۵	۰.۰۵۱۳	اهرم مالی
۰.۴۳۴۹	۰.۷۸۱۹	۰.۰۱۳۵	۰.۴۹۱۱	-۰.۶۸۹۷	-۰.۰۱۱۵	حسابرس
۰.۲۶۹۶	۱.۱۰۶۳	۰.۰۷۸۰	۰.۱۲۷۸	۱.۵۲۸۱	۰.۱۱۳۶	اقلام تعهدی غیرعادی تاخیری
۰.۳۱۵۲	۱.۰۰۶۲	۰.۰۲۹۵	۰.۳۰۲۲	۱.۰۳۳۹	۰.۰۳۶۵	جریان نقد عملیاتی
۰.۰۲۲۶	۲.۲۹۲۷	۰.۰۷۱۳	۰.۵۰۶۰	۰.۶۶۶۲	۰.۰۲۲۰	خالص تغییرات درآمد
۰.۶۶۰۴	۰.۴۳۹۸	۰.۰۲۹۳	۰.۵۸۰۰	-۰.۵۵۴۲	-۰.۰۳۳۴	بازده دارایی ها
۰.۰۰۸۹	۲.۶۳۴۶	۰.۱۰۲۱	۰.۰۰۰۳	۳.۶۹۴۶	۰.۱۳۸۹	زیان ده بودن
ضریب تبیین : ۰.۱۱۶۴ ضریب تبیین تعدیل شده : ۰.۰۷۳۳ سطح معناداری F : ۰.۰۰۱۳ آماره دوربین واتسن : ۲.۴۱۹۵			ضریب تبیین : ۰.۱۳۰۷ ضریب تبیین تعدیل شده : ۰.۰۸۲۴ سطح معناداری F : ۰.۰۰۱۴ آماره دوربین واتسن : ۱.۹۱۱۲			

منبع: یافته های پژوهش

۶- نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت سود با در نظر گرفتن نقش سهامداران کنترل‌کننده به عنوان ساز و کارکنترلی در استفاده از مدیریت سود در شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که رشد هندسی بالای ارزش بازار دارایی‌ها با مدیریت سود رابطه معناداری ندارد؛ که نتیجه آزمون سازگار با نتیجه تحقیق ثقفی و بهار مقدم (۱۳۸۷) است.

در حالی که، نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آن‌ها و تحلیل عاملی این دو شاخص، رابطه مثبت معناداری را با مدیریت سود نشان داد. به نظر می‌رسد علت تفاوت، معیار اندازه‌گیری است. چرا که تحلیل عاملی دو شاخص رابطه مثبت معناداری را نشان داد. نتایج آزمون این فرضیه‌ها، منطبق با نتایج تحقیق‌های انجام شده توسط چن، الدر و هانگ (۲۰۱۰)، زاین وجیلانی (۲۰۱۰) و مادهوگاریا و همکاران (۲۰۰۹) و مغایر با تحقیق ثقفی و بهار مقدم است. با توجه به این که فرصت‌های سرمایه‌گذاری قابلیت مشاهده و کنترل کمتری دارند؛ شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌زیادی تحمل می‌کنند. کنترل داخلی این شرکت‌ها ضعیف است و به طور بالقوه از طریق مدیریت سود به سمت اقلام تعهدی متمایل می‌شوند. هم‌چنین مدیران در این شرکت‌ها به دانش و اطلاعات ویژه‌ای درباره سرمایه‌گذاری دسترسی دارند و می‌توانند با انتخاب فرصت‌ها در راستای سود و رفاه مورد انتظار خود، به ضرر سهامداران خواهان افزایش ارزش شرکت به مدیریت سود بپردازند. هم‌چنین، انتظار می‌رود نظارت سهامداران کنترل‌کننده بر عملکرد شرکت از طریق حق کنترل افزایش یابد. زیرا، مالکیت موجب ایجاد انگیزه‌های بیشتری در سهامداران جهت تاثیر بر رویه‌های مختلف تصمیم‌گیری می‌شود و بیشتر از قبل مدیریت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. نتایج آزمون رابطه معناداری بین حق جریان نقد و حق کنترل سهامداران کنترل‌کننده بر رابطه مدیریت سود و فرصت سرمایه‌گذاری نشان نمی‌دهد؛ یعنی، تمرکز مالکیت موجب بهبود گزارشگری مالی نمی‌شود، که منطبق با پیشینه تحقیق نمی‌باشد. شاید این تفاوت به دلیل ساختار مالکیت شرکت‌ها مانند دولتی، شبه دولتی، حاکمیتی غیر دولتی و خصوصی باشد. هم‌چنین، صرف مالکیت متمرکز نمی‌تواند تضمینی بر اجرای نظام راهبری مناسب در شرکت گردد؛ بلکه باید همراه با برنامه‌های لازم برای نظارت و کنترل باشد.

مشکل اساسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری این است که توسط افراد برون سازمانی قابل مشاهده نیست. این موضوع می‌تواند بر نحوه ارزیابی و تصمیم‌گیری سهامداران، سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان و به دنبال آن بر نتایج تحقیق اثرگذار بوده باشد.

مدیران ممکن است برای نشان دادن وضعیت مطلوب و بهینه شرکت و حفظ شهرت و اعتبار، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود را به سمت اهداف خود مدیریت کنند. از سوی دیگر، آن‌ها با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید نسبت به شناخت عوامل موثر بر سطح سرمایه‌گذاری و برقراری تعادل میان انتظارات سهامداران، کسب فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اهداف خویش اقدام نمایند. از این رو، تدوین و اعمال سیاست‌های مالی اصولی و برنامه‌ریزی دقیق درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌گردد. هم‌چنین، فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب تخصیص بهینه منابع و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با NPV مثبت می‌شود. با توجه به محدود بودن منابع و لزوم برنامه‌ریزی شرکت‌ها، در نظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و شرایط اعمال مدیریت سود پیشنهاد می‌گردد. مطالعه دقیق فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت می‌تواند باعث مدیریت بهتر و افزایش ثروت سرمایه‌گذاران شود.

به سرمایه‌گذاران، سهامداران و اعتباردهندگان بالفعل و بالقوه توصیه می‌شود، در جهت ارزش‌گذاری شرکت‌ها و اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و اعتباردهی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت استفاده کنند. اما در هنگام ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری باید به اقلام تعهدی غیر عادی توجه نمایند و بر اساس بالا بودن میزان اقلام تعهدی غیر عادی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها همراه نشوند؛ زیرا سود چنین شرکت‌هایی ممکن است به طور فزاینده شناسایی شده باشد. با توجه به نتایج به دست آمده، عناوین زیر برای انجام تحقیق‌های آتی پیشنهاد می‌شود:

- انجام پژوهشی مشابه در دوره زمانی طولانی‌تر.
- بررسی رابطه مدیریت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به تفکیک صنایع مختلف در بورس.
- انجام تحقیقی مشابه با الگوی فرصت‌های سرمایه‌گذاری متفاوت مانند واریانس نرخ بازده شرکت و نسبت سود هر سهم به قیمت.
- بررسی اثر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری.

فهرست منابع

- (۱) تهرانی رضا و نوربخش عسگر (۱۳۸۲). مدیریت سرمایه‌گذاری. تهران: انتشارات نگاه دانش.
- (۲) ثقفی، علی و مهدی بهار مقدم، (۱۳۸۷). محرک‌های موثر بر مدیریت سود، فصلنامه توسعه و سرمایه، شماره ۲، صص ۱۰۳-۱۲۵.
- (۳) کریمی، فرزاد، حسن اخلاقی و فاطمه رضایی مهر، (۱۳۸۹). بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصل نامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۸، صص ۶۰-۷۴.

۴) نوروش، ایرج، غلامرضا کرمی و جلال وافی ثانی، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبری شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری، شماره اول، صص ۱-۲۷.

- 5) Baber, W, S Janakiraman & S-H Kang ,(1996), Investment Opportunities & the Structer of executive Compensation, Journal of Accounting & Economics, 21, pp 297-318.
- 6) Chen,K-Y, J Elder & Sh Hung, (2010), The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders , Corporate Governance: An International Review, 18(3), pp 193-211.
- 7) Choi J-H, S-K Kwak & Hs Yoo, (2008), The Effect of Divergence between Cash Flow Right & Voting Right on Audit Hour & Audit Fee per Audit Hour, Seoul Journal of Business, 14(1).
- 8) Fazzari, SR, (2000), Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: AComment on Kaplan and zingales, The Quarterly Journal of Economics, 115, pp 595-705.
- 9) Hadani,M, M Goranova, & R Khan, (2011), Institutional investors, shareholder activism, and earnings management, Journal of Business Research .
- 10) Healy, PM and J-M Wahlen, (1999), A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, Accounting Horizons, pp 365-383.
- 11) Jelinek, S ,(2007), Agency Costs of Free cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, 2 (76), pp 323-329.
- 12) Jensen M & W Meckling, (1976), Theory of the firm: Management behavior, agency costs, and ownership structure, Journal of Financial Economics, 3, pp 305-360.
- 13) Kothari, Sp, A-J Leone & Ch-E Wasley, (2005), Performance matched discretionary accrual measures, Journal of Accounting and Economics, 39, pp.163-197.
- 14) Lincka, J_S, J Nettera & T Shua, (2011), Can Earnings Management Ease Financial Constraints? Evidence from Earnings Management Prior to Investment, Social Science Research NetWork.
- 15) Madhogarhia p, N Sutton & Th Kohers, (2009), Earning Management practices among Growth & Value Firms, Applied financial Economics, 19, pp 1767-1778.
- 16) Myers, S & N Majluf, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, 13, pp 187- 221.
- 17) Sahin, M_A, (2011), The Impact of Institutional Ownership and Board Structure on Earnings Management and Acquisition Performance of S&P 500 Index Firms around Their Addition to the Index and an Experimental Approach to Buyer's Brokerage, The Degree of Ph.D , University of Connecticut.
- 18) Wah, K-L ,(2009), Does audit quality matter more for firms with high investment opportunities, J. Account Public Policy,28.
- 19) Wang, K & X Xiao, (2011), Controlling shareholders' tunneling and executive compensation : Evidence from China, Journal of Accounting And Public Policy, 30, pp 89-100.

- 20) YaoY, L Xu & Z Liu, (2011), Taking Away the Voting Powers from Controlling Shareholders: Evidence from the Chinese Securities Market, *Journal of International Financial*, 3, pp 187–219.
- 21) Zayene, R & F Jilani, (2010), The Impact of Investment Opportunities on the Value-relevance of Short-term & Long-term discretionary Accruals, *International Research Journal of Finance and Economics*, 59, pp 101-110.
- 22) Zhu, X, S Ramachandra & H Kabir, (2011), Changes in Value of Investment Opportunity Set & Goodwill Impairment, master of Business, Auckland University of Technology.

یادداشت‌ها

- ¹ -Fazzari
- ² - Myers & Majluf
- ³ - Jelinek
- ⁴ - Healy & Wahlen
- ⁵ - Hadani, Goranova & Khan
- ⁶ - Jensen & Meckling
- ⁷ - Yao, Xu & Liu
- ⁸ - Wang K & X Xiao
- ⁹ - Net Present Value
- ¹⁰ - Lincka, Nettera & Shua
- ¹¹ - Zhu, Ramachandra & Kabir
- ¹² - Wah
- ¹³ - Sahin
- ¹⁴ - Madhogarhia, Sutton & Kohers
- ¹⁵ - Chen, Elder & Hung
- ¹⁶ - Zayene & Jilani
- ¹⁷ - Baber, Janakiraman & Kang
- ¹⁸ -Research & Development
- ¹⁹ - Choi, Kwak & Yoo
- ²⁰ - Ball & Shivakumar
- ²¹ - Kothari, Leone & Wasley
- ²² - Levin, Lin & Chu
- ²³ - Variance Inflation Factor