

بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد
و ارزش سهامداران در شرکت های پذیرفته شده
در بورس اوراق بهادار تهران

نظام الدین رحیمیان

استادیار گروه حسابداری مرکز آموزش عالی رجاء، ایران

میثم آخوندزاده

آموزشکده فنی و حرفه ای سما، دانشگاه آزاد اسلامی، گروه حسابداری، واحد رودهن، ایران

علی حبشی

آموزشکده فنی و حرفه ای سما، دانشگاه آزاد اسلامی، گروه حسابداری، واحد رودهن، ایران

نویسنده مسئول: میثم آخوندزاده

پست الکترونیکی: auditor_1364@yahoo.com

موبایل: ۰۹۳۵۵۲۷۰۷۵۸

بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

چکیده

در سال های اخیر، باور عمیقی درباره ارزش آفرینی برای سهامداران مانند حاکمیت شرکتی به وجود آمده است. جهانی شدن سازمان ها و پیشرفت فناوری اطلاعات باعث شده است که انتظارات سرمایه گذاران از اطلاعات افزایش یافته و در نتیجه موجب افزایش تقاضا برای معیارهای مربوط و شفاف اندازه گیری عملکرد شده است. امروزه سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و مدیران در جستجوی شاخصی به موقع و قابل اتکا برای اندازه گیری ثروت سهامداران هستند که از میان آنها می توان به جریان های نقدی آزاد اشاره کرد. با وجود این که جریان های نقدی آزاد، مقیاس مهمی برای سلامت مالی شرکت محسوب می شود اما محدودیت های خاص خود را دارد و از طرفند های حسابداری مصون نیست. در این تحقیق تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۸۲ تا ۸۷، با به کارگیری روش رگرسیون خطی چندمتغیره مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل نشان می دهد میان جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق حاکی از آن است که مدیران این شرکت ها تمایل دارند با استفاده از ابزار مدیریت سود، جریان های نقدی آزاد و در نهایت ارزش و ثروت سهامداران را افزایش دهند.

واژگان کلیدی: ارزش سهامداران، جریان نقدی آزاد، اقلام تعهدی اختیاری، مدیریت سود

مقدمه

اقتصاد به هم پیوسته جهانی، پارادایم جدیدی در مفهوم ارزش بنگاه از منظر سهامداران پدید آورده است. دیگر، دارایی‌های مشهود و نقدینگی، منشاء اولیه و اصلی ارزش بنگاه را تشکیل نمی دهند و عواملی همانند دارایی‌های نامشهود و الگوی نوین سازمانی مبتنی بر استراتژی مداری و ارزش آفرینی است که مورد توجه سهامداران برای ارزش گذاری واحد تجاری است (راپاپورت¹، ۱۹۹۸).

یکی از اهداف مهم گزارشگری مالی، ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم گیری است. استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری بر اساس اطلاعات گزارش شده در صورت های مالی به ارزیابی سودآوری و پیش بینی جریان های نقدی آتی شرکت پرداخته و سپس با برقرار کردن ارتباط منطقی بین سودآوری و جریان های نقدی آتی، ارزش شرکت را ارزیابی و بر اساس این پیش بینی ها تصمیم می گیرند. بحران مالی سال ۱۹۹۸ که بازارهای سرمایه سراسر جهان را تحت تاثیر قرارداد و بحران های پس از ماجرای شرکت انرون²، نگرانی های جدی را در مورد مدیریت سود به وجود آورد و ضرورت برخورداری از اطلاعات جامع، شفاف و دارای قابلیت مقایسه را برجسته تر کرد. مدیران شرکت ها در حال حاضر دورانی را پیش روی دارند که آن ها را ملزم می سازد تا چارچوب اقتصادی جدیدی در شرکت های خود مستقر کنند که ارزش و سودآوری را بهتر منعکس کند. از این رو یافتن شاخصی که بتوان با اتکا بر آن عملکرد شرکت را با اطمینان نسبتا معقول اندازه گیری کرد، ضرورت دارد (کوپر و دیگران³، ۲۰۰۴؛ واگت⁴، ۲۰۰۰).

بیان مساله

ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از جمله مهم ترین اهداف شرکت ها به شمار می رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد. برای ارزیابی عملکرد واحد های تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که یکی از جدیدترین این معیارها، جریان های نقدی آزاد⁵ می باشد. این معیار اولین بار توسط جنسن⁶ در سال ۱۹۸۶ مطرح شد.

از نظر وی جریان نقدی آزاد واحد تجاری، باقیمانده جریان های نقدی پس از کسر وجوه لازم برای پروژه هایی است که خالص ارزش فعلی آن ها مثبت ارزیابی می شود. این پروژه ها، طرح های سرمایه گذاری بلند مدتی هستند که ارزش فعلی جریان های نقدی ورودی مورد انتظار بیش از ارزش فعلی جریان های نقدی خروجی است (جنسن، ۱۹۸۶).

مفهوم جریان نقدی آزاد مثبت⁷ نشان می دهد که واحد تجاری پس از پرداخت هزینه ها و سرمایه گذاری ها ، دارای وجوه نقد مازاد است. در مقابل برخی از شرکت ها ممکن است که با جریان نقد آزاد منفی⁸ مواجه شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بد و نامطلوب نیست بلکه علل منفی شدن آن مهم است و باید مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. اگر جریان نقد آزاد منفی ناشی از سرمایه گذاری شرکت در فرصت های سودآور موجود باشد، این نوع منفی شدن مقطعی است و به دوره های کوتاه مدت سرمایه گذاری مربوط می شود، امری که در بسیاری از شرکت های نوپا طبیعی است. در صورتی که سرمایه گذاری های انجام شده بازده بالایی را در پی داشته باشد، راهبرد مزبور توان کسب نتیجه مطلوب در بلندمدت را دارد (بودیانتی⁹، ۲۰۰۸؛ مرادزاده و دیگران، ۱۳۸۸).

سایر معیارهای اندازه گیری و ارزیابی عملکرد از قبیل سود، سود هر سهم و تقسیم سود شاخص های اندازه گیری کاملی نیستند در صورتی که جریان های نقدی آزاد به دلیل ارتباطی که با تغییرات ایجاد شده در ثروت سهامداران دارد، معیار مناسب تری برای ارزیابی عملکرد شرکت می باشد. جریان های نقدی آزاد نشانه ای از توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی ها، پرداخت سود سهام، فروش و خرید مجدد سهام، تسهیل و تسریع رشد شرکت است که همه آن ها از نظر سرمایه گذاران مهم هستند. این موارد از جمله دلایلی است که سبب می شود بسیاری از سرمایه گذاران افزایش جریان های نقدی آزاد را به عنوان مقیاسی از ارزش بدانند (مهام و دیگران، ۱۳۸۷).

از نظر سهامداران واحد تجاری، جریان های نقد آزاد می تواند به عنوان معیاری به منظور ایجاد ارزش برای آنان تلقی شود. زیرا واحدهای تجاری که جریان های نقد آزاد مثبت بالایی داشته باشند، انتظار می رود که با سرمایه گذاری وجوه مذکور در طرح های سرمایه گذاری جدید بتوانند برای سهامداران خود ایجاد ارزش نمایند. بنابراین هدف از این تحقیق، بررسی وجود و یا عدم وجود رابطه میان جریان های نقدی آزاد و ارزش ایجاد شده برای سهامداران است.

از دیدگاه اقتصادی با فرض منطقی بودن رفتار افراد، فرض بر این است که همه در وهله اول به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند. مدیران نیز از این قاعده مستثنی نمی باشند. با در نظر گرفتن نظریه تضاد منافع میان مدیران و مالکان ، مدیران واحدهای تجاری از انگیزه لازم برای دستکاری سود به منظور حداکثر کردن منافع خود برخوردار می باشند. عمل دستکاری در سود، روش عادی و معمولی در بین شرکت ها است که از مشکلات نمایندگی¹⁰ نشات می گیرد به خصوص زمانی که جریان های نقدی آزاد بالا و فرصت های سرمایه گذاری پایین باشد. فعالیت های مدیران ممکن است در جهت

تامین منافع خود و ضرر سهامداران باشد و منجر به هزینه‌ها و مخارجی گردد که باعث کاهش ثروت سهامداران شود. مدیران ممکن است فرایندهای حسابداری را برای افزایش سود منتشر شده و به منظور پنهان کردن اثرات منفی پروژه‌ها به کار گیرند. مدیران این شرکت‌ها به شکل فرصت طلبانه‌ای به منظور اهداف شخصی عمل می‌کنند و قصد دارند تا با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیان‌ده و فاقد بازده و عدم افشای مناسب در رابطه با وجوه نقد سرمایه‌گذاری شده به منظور جلوگیری از تجزیه و تحلیل محدودیت‌های پروژه توسط سرمایه‌گذاران بر مشکلات نمایندگی بیفزایند (جنسن، ۱۹۸۶؛ جاگی و گول¹¹، ۲۰۰۰؛ چانگک و دیگران¹²، ۲۰۰۵؛ مهران‌ی و باقری، ۱۳۸۸).

شرکت‌هایی که دارای جریان‌های نقدی آزاد مثبت هستند از عملکرد بالایی برخوردارند، بنابراین مدیریت تمایل دارد تا سود را به طور کاهشی به دلیل هزینه‌های سیاسی کاهش دهد. چون عملکرد بالای شرکت توجه نهادهای عمومی (اداره مالیاتی) را جذب می‌کند، به همین دلیل با استفاده از مدیریت سود سعی در کاهش و یا پنهان کردن عملکرد بالای خود هستند. اما شرکت‌های دارای جریان‌های نقدی آزاد منفی از حمایت کردن رشد سود و درآمد ناتوان هستند. جریان نقدی آزاد ناکافی، می‌تواند شرکت را به افزایش سطح بدهی‌های خود مجبور کند. بنابراین مدیریت با افزایش مدیریت سود تمایل دارد عملکرد بهتری از خود نشان دهد (یودیانتی، ۲۰۰۸).

خلاصه این که یافته‌های برخی از پژوهش‌های انجام شده در سایر کشورها، نشان می‌دهد که مدیران با استفاده از مدیریت سود به دنبال حد اکثر کردن ثروت سهامداران هستند. انگیزه مدیران از مدیریت سود، به دست آوردن جایگاهی مناسب در میان رقبا و افزایش ارزش سهام در بازار سرمایه می‌باشد که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان نسبت به شرکت نظر مساعدتری داشته باشند. بنابراین هدف از این تحقیق، بررسی تاثیر مدیریت سود با استفاده از ارقام تعهدی اختیاری بر رابطه جریان‌های نقدی آزاد و ارزش ایجاد شده برای سهامداران می‌باشد.

پیشینه تحقیق

جنسن (۱۹۸۶) اظهار داشت که در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا و رشد کم اغلب مدیران ترغیب می‌شوند که وجوه مذکور را در فعالیت‌هایی به کار گیرند که لزوماً به حداکثرسازی ارزش سهامداران منتج نمی‌شود.

جاگی و گول (۲۰۰۰) در تحقیق خود رابطه مستقیمی را بین مدیریت سود و جریان‌های نقدی آزاد

زیاد در شرکت های با رشد کم پیدا کردند. آنها معتقدند طبق نظریه جنسن در چنین شرکت هایی، به جای این که مدیران جریان های نقد آزاد را بین سهامداران توزیع نمایند اقدام به سرمایه گذاری وجوه مذکور در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص منفی می کنند که این امر باعث پایین آمدن ارزش بازار شرکت می گردد. لذا مدیران چنین شرکت هایی سعی می کنند وضعیت موجود را با استفاده از ارقام تعهدی اختیاری افزایش دهنده سود تعدیل کرده و به برخی منافع شخصی خود نایل شوند.

جونز و شارما¹³ (۲۰۰۱) رابطه بین مدیریت سود و جریان های نقد آزاد را در کشور استرالیا و در شرکت های با رشد کم و زیاد مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که در شرکت های با رشد کم رابطه معنادار مستقیمی بین ارقام تعهدی اختیاری و جریان های نقدی آزاد وجود دارد اما در شرکت های با رشد زیاد به چنین رابطه معناداری دست پیدا نکردند.

چانگ و همکاران (۲۰۰۵) با مشاهده اطلاعات ۲۲۵۷۶ شرکت آمریکایی در دوره سیزده ساله بین سال های ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۶ رابطه بین مدیریت سود و جریان های نقد آزاد زیاد را در شرکت های با رشد کم مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که مدیران شرکت های با جریان های نقدی آزاد زیاد و رشد کم، از ارقام تعهدی اختیاری افزایش دهنده سود استفاده می کنند تا سود های کم و زیان های حاصل از سرمایه گذاری در پروژه های با ارزش فعلی خالص منفی را از بین ببرند.

یودیانتی (۲۰۰۸) در تحقیقی با استفاده از ۱۵۰ شرکت نمونه به بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران پرداخت. نتایج تحقیق نشان می دهد که با ۹۵ درصد اطمینان، تغییرات جریان های نقدی آزاد با تغییرات ثروت سهامداران ارتباط معناداری دارد. همچنین او در این تحقیق نشان داد که بین جریان های نقدی مثبت و ارزش سهامداران رابطه مستقیم معناداری وجود دارد ولی بین جریان های نقدی منفی و ارزش سهامداران رابطه مستقیمی وجود ندارد. وی در آزمون فرضیه دوم به این نتیجه رسید که با ۹۹ درصد اطمینان، مدیریت سود در سطح کل نمونه و در سطح جریان های نقدی مثبت باعث تضعیف رابطه جریان های نقدی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران می شود.

رینا و دیگران¹⁴ (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "جریان های نقد آزاد مازاد، مدیریت سود و کمیته حسابرسی" به این پرداختند که چه قدر جریان نقد آزاد مازاد به مدیریت سود مربوط است. در این مطالعه فرض بر این است که مدیران شرکت هایی که از جریان های نقدی آزاد بالایی برخوردارند شدت عمل خوبی در اداره مدیریت سود دارند. نتایج پژوهش نشان می دهد که کمیته حسابرسی

مستقل به شرکت های دارای جریان نقدی آزاد، کمک می کند تا بر رویه های مدیریت سود نظارت داشته باشد.

مشایخی و صفری (۱۳۸۵) به بررسی وجوه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد هنگامی که وجوه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی ضعیف است، شرکت ها تمایل دارند استراتژی افزایش سود در پیش گیرند. همچنین مشاهده گردید که برخی از شرکت های با فعالیت های عملیاتی بالا نیز تمایل به سیاست های کاهش سود دارند.

ساسان مهرانی و بهروز باقری (۱۳۸۸) با استفاده از اطلاعات ۹۰ شرکت نمونه طی سال های ۷۸-۸۴ به بررسی اثر جریان های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین مدیریت سود و جریان های نقد آزاد زیاد در شرکت های با رشد کم، رابطه معنادار مستقیمی وجود دارد، اما رابطه معناداری بین مدیریت سود و سهامداران نهادی در شرکت های با جریان های نقد آزاد زیاد و رشد کم پیدا نشد.

مراذزاده فرد و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی میزان ارتباط جریان نقدی آزاد شرکت با ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که در سطح کل شرکت ها بین جریان نقدی آزاد شرکت و قیمت سهام در سطح خطای ۵ درصد ارتباط معناداری وجود ندارد و این نتیجه گیری در سطح صنایع مختلف نیز صدق می کند، فقط در صنایع کانی غیر فلزی ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه های تحقیق

فرضیه اصلی اول: میان جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول: میان جریان های نقدی آزاد مثبت و ارزش سهامداران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول: میان جریان های نقدی آزاد منفی و ارزش سهامداران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران تاثیر معکوس و معناداری دارد.

فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم: مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد مثبت و ارزش سهامداران تاثیر معکوس و معناداری دارد.

فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم: مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد منفی و ارزش سهامداران تاثیر معکوس و معناداری دارد.

روش تحقیق

این تحقیق در حوزه تحقیقات اثباتی مالی قرار می گیرد. با توجه به این که از اطلاعات تاریخی شرکت ها برای آزمون فرضیات آن استفاده شده است ، در گروه تحقیقات شبه آزمایشی قرار می گیرد. هم چنین از آن جا که هدف از انجام تحقیق بررسی رابطه بین جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران است ، با توجه به ماهیت و روشی که در این تحقیق استفاده می شود ، نوعی تحقیق توصیفی - همبستگی به شمار می رود. تحقیق حاضر به لحاظ معرفت شناسی از نوع تجربه گرا ، سیستم استدلال آن ، استقرایی و از جهت نوع مطالعه ، میدانی - آرشویی می باشد.

جامعه آماری شامل شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد. در این پژوهش ، با توجه به ماهیت تحقیق و نیز وجود برخی ناهماهنگی ها میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، شرایط زیر به منظور تعیین جامعه آماری تحقیق در نظر گرفته شده است ، از این رو نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب می شود. شرکت ها با توجه به ۶ ویژگی زیر انتخاب می شوند:

۱. شرکت تولیدی باشد. (شرکت های سرمایه گذاری و بانک ها به دلیل ماهیت خاص فعالیت حذف شده اند).

۲. برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری ، سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.

۳. شرکت طی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴. شرکت تا پایان ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و طی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ از بورس اوراق بهادار تهران نیز خارج نشده باشد.

۵. سهام شرکت در پایان اسفند ماه هر سال بایستی حداقل یک بار معامله شده باشد و توقف معاملاتی بیش از سه ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد.

۶. اطلاعات و صورت های مالی آن در دسترس باشد.

در پایان سال ۱۳۸۰ کل شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۳۲۲ شرکت بوده که از این تعداد ۲۳۵ شرکت از آن ها ، شرکت هایی بودند که تولیدی بوده و دارای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند هر سال بودند. از تعداد ۲۳۵ شرکت ، ۱۴۶ شرکت طی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ به فعالیت خود ادامه داده و از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده اند. اما از تعداد ۱۴۶ شرکت مذکور تنها ۵۱ شرکت بودند که در پایان اسفند هر سال حداقل یک بار سهام آن ها در بورس معامله شده و اطلاعات مالی آن ها نیز در دسترس بوده و طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته بودند. اطلاعات مورد نیاز شرکت ها از طریق بانک های اطلاعاتی تدبیر پرداز و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده و سپس با جمع بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده نرم افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده است. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم افزار آماری SPSS انجام شده است.

متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق به صورت زیر تعریف شده اند:

۱. متغیر وابسته

ارزش سهامداران^{۱۵} به روش زیر محاسبه می شود:

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - (تعداد سهام منتشر شده × آخرین قیمت معامله) = ارزش سهامداران

۲. متغیرهای مستقل

۲-۱. جریان های نقدی آزاد: محاسبه جریان های نقد آزاد بر اساس مدل جنسن بسیار مشکل می باشد زیرا که نمی توان به صورت سریع تمام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت مورد انتظار واحد تجاری را شناسایی نمود. علاوه بر این معمولا اطلاعات در خصوص تعیین نرخ هزینه سرمایه قابل اتکا در دسترس نیست. از این رو سعی شده است تا از مدل های دیگری که به نوعی مدل های جایگزین مدل جنسن هستند ، برای محاسبه جریان های نقد آزاد واحد تجاری استفاده گردد. در این تحقیق از مدل لن و پلسن^{۱۶} (۱۹۸۹) برای اندازه گیری جریانهای نقدی آزاد واحد تجاری استفاده می شود.

بر اساس مدل مذکور، جریان های نقدی آزاد از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}) / A_{i,t-1}$$

که در آن :

- FCF_{it} : جریان های نقدی آزاد شرکت i در سال t
- INC_{it} : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t
- TAX_{it} : کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t
- $INTEP_{it}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t
- $PSDIV_{it}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t
- $CSDIV_{it}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t
- $A_{i,t-1}$: کل ارزش دفتری دارایی های شرکت i در سال $t-1$

۲-۲. مدیریت سود¹⁷: بر اساس مطالعات انجام شده توسط دچاو و دیگران¹⁸ (۱۹۹۵)، مدل تعدیل شده جونز¹⁹ قویترین مدل برای اندازه گیری مدیریت سود است. برای اساس در تحقیق حاضر از مدل مذکور برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری استفاده شده است. در مدل تعدیل شده جونز ابتدا کل ارقام تعهدی به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$TA_{it} = E_{it} - OCF_{it}$$

TA_{it} : کل ارقام تعهدی شرکت i در سال t

E_{it} : سود قبل از ارقام غیر مترقبه برای شرکت i در سال t

OCF_{it} : جریان های نقدی حاصل از عملیات برای شرکت i در سال t

پس از محاسبه کل ارقام تعهدی، پارامترهای $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ به منظور تعیین ارقام تعهدی غیراختیاری، از طریق فرمول زیر برآورد می شوند:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{it-1}} + \varepsilon$$

که در آن:

TA_{it} : کل ارقام تعهدی شرکت i در سال t

$A_{i,t-1}$: ارزش دفتری کل دارایی های شرکت i در پایان سال $t-1$

ΔREV_{it} : تغییر در درآمد فروش شرکت i بین سال t و $t-1$

PPE_{it} : اموال، ماشین آلات و تجهیزات ناخالص شرکت i در سال t

ε_{it} : اثرات نامشخص عوامل تصادفی

پس از محاسبه ی پارامترهای $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ از طریق روش حداقل مربعات طبق فرمول ذیل ارقام تعهدی غیر اختیاری²⁰، به شرح زیر تعیین می شود:

$$NDA_{it} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$$

که در آن:

NDA_{it} : ارقام تعهدی غیر اختیاری شرکت i در سال t

ΔREC_{it} : تغییر در حساب های دریافتی شرکت i بین سال t و $t-1$

در نهایت ارقام تعهدی اختیاری (DA) پس از تعیین NDA به صورت زیر محاسبه می شود.

$$DA = \frac{TA}{A_{it-1}} - NDA$$

۳. متغیر کنترل

سود هر سهم: که از حاصل تقسیم سود خالص بر تعداد سهامداران عادی به دست می آید.

آزمون فرضیه های تحقیق

استنباط در مورد آزمون فرضیه ها بر اساس سطح معناداری بدست آمده از آزمون است. بدین گونه که هرگاه مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد و اگر کمتر از ۰/۱ باشد در سطح اطمینان ۹۰ درصد رد می شود و در غیر این صورت فرض صفر رد نمی گردد. محاسبات با استفاده از نرم افزار SPSS ۱۵ انجام گرفته است. نرمال بودن باقیمانده های مدل رگرسیونی یکی از فرضیه های رگرسیونی است که نشان دهنده اعتبار آزمونهای رگرسیونی است. ادامه با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنف²¹، نرمال بودن توزیع متغیر ارزش سهامداران بررسی شده است. زیرا نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود و در صورت برقرار نبودن این شرط راه حل مناسبی برای نرمال نمودن آنها اتخاذ نمود. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می شود.

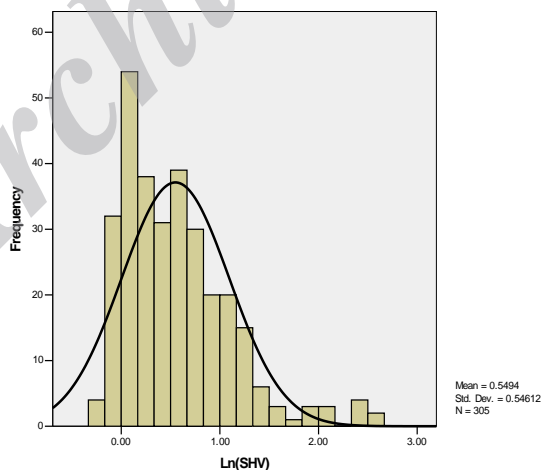
$$\begin{cases} H_0 : & \text{داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می کند} \\ H_1 : & \text{داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی کند} \end{cases}$$

مقادیر سطح معنی داری هرگاه کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد خواهد شد. همانگونه که در نگاره (۱) دیده می شود سطح معنی داری برای متغیر ارزش سهامداران کمتر از ۰/۰۵ است. پس فرض صفر رد می شود، یعنی داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی کنند.

نگاره (۱): آزمون اسمیرنوف-کلموگرو تک نمونه ای

	ارزش سهامداران	Ln (ارزش سهامداران)
تعداد	۳۰۶	۳۰۵
میانگین	۱,۱۰۷	۰,۵۴۹۴
انحراف معیار استاندارد	۱,۷۸۵۶	۰,۵۴۶۱۲
کل	۰,۲۲۸	۰,۰۸۶
مثبت	۰,۲۲۱	۰,۰۸۶
منفی	-۰,۲۲۸	-۰,۰۸۳
Z اسمیرنوف-کلموگرو	۳,۹۸۲	۱,۱۶۸
سطح معنی دار (آزمون دو دامنه)	۰,۰۰۰	۰,۱۳۰

یکی از روشهای نرمال نمودن داده ها، استفاده از تبدیلات (به خصوص تبدیل لگاریتمی) می باشد. با استفاده از تبدیل لگاریتمی همانگونه که در نگاره (۱) دید می شود مقادیر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ می باشد (برابر با ۰/۱۳ است). بنابراین لازم است از تبدیل لگاریتمی در تحلیل ها استفاده شود. در هیستوگرامها نیز نرمال بودن لگاریتم متغیر وابسته نسبت به خود متغیر کاملاً مشهود است.



بررسی و آزمون فرضیه اصلی اول

مدل رگرسیون برای آزمون فرضیه اصلی اول به شرح زیر است:

$$SHV = \alpha_1 + \alpha_2 FCF + \alpha_3 EPS + \varepsilon$$

نگاره (۲): آزمون تحلیل واریانس (آنووا)

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای برآوردی انحراف معیار استاندارد	دوربین واتسون
۱	۰/۵۹۵	۰/۳۵۴	۰/۳۵۰	۰/۴۳۷۲۴	۲/۰۲۸

میزان ضریب تعیین تنها برابر با ۰/۳۵ است یعنی ۳۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد. این مقدار در عمل مقدار قابل توجهی است. این شاخص میزان شدت ارتباط بین متغیرها را نشان می دهد. مقادیر آماره دوربین واتسون تفاوت زیادی با مقدار ۲ ندارد. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده ها است که یکی دیگر از فروض رگرسیون را نشان می دهد.

نگاره (۳): آزمون معنی دار بودن ضرایب در مدل

مدل	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	t	سطح معنی داری
	بتا	خطای استاندارد انحراف معیار	بتا		
ضریب ثابت	۰/۰۷۸	۰/۰۴۵		۱/۷۶۱	۰/۰۷۹
جریان نقدی آزاد	۰/۷۷۲	۰/۲۵۵	۰/۱۵۴	۳/۰۲۶	۰/۰۰۳
سود هر سهم	۰/۰۰۰۳۲	۰/۰۰۰۰۳	۰/۵۱۷	۱۰/۱۸۳	۰/۰۰۰

همانگونه که در نگاره (۳) دیده می شود مقدار آماره t برای برای جریان نقدی آزاد برابر با ۳/۰۲۶ و برای سود هر سهم برابر با ۱۰/۱۸ است که هر دو در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرند یعنی هر دو متغیر در مدل معنادارند. همچنین مقدار آماره t برای عرض از مبدا در سطح اطمینان ۹۰ درصد (مقدار بحرانی برای ۹۰ درصد ۱/۶۴ است) در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از معناداری مقدار ثابت است. رابطه جریان نقدی آزاد با ارزش سهامداران، مثبت و مستقیم است. یعنی به ازای یک واحد افزایش در جریان نقدی آزاد به شرط کنترل سود هر سهم، متغیر وابسته به میزان ۰/۷۷ واحد افزایش می یابد.

بررسی مدل اول با استفاده از تحلیل رگرسیونی به تفکیک FCF منفی و مثبت

مدل های رگرسیون برای آزمون فرضیه های فرعی مدل اول به شرح زیر هستند:

$$SHV = \alpha_{11} + \alpha_{21}FCF_{POS} + \alpha_{31}EPS + \varepsilon$$

$$SHV = \alpha_{12} + \alpha_{22}FCF_{NEG} + \alpha_{32}EPS + \varepsilon$$

نگاره (۴): خلاصه نتایج مدل

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای برآوردی انحراف معیار استاندارد	دوربین واتسن
سطح منفی	۰/۶۲۲	۰/۳۸۶	۰/۳۵۴	۰/۴۹۷۲۲	۱/۸۱۰
سطح مثبت	۰/۶۶۴	۰/۴۴۱	۰/۴۳۷	۰/۳۸۸۷۹	۱/۷۶۰

مقدار ضریب تعیین برای جریان نقد آزاد منفی برابر با ۰/۳۹ است و برای جریان نقد آزاد مثبت برابر با ۰/۴۴ است. یعنی در سطح منفی، ۳۹ درصد و در سطح مثبت، ۴۴ درصد از تغییرات لگاریتم متغیر ارزش سهامداران توسط دو متغیر بیان می شود. مقدار آماره دوربین واتسن در مدل جریان نقد آزاد منفی برابر با ۱/۸۱ است و در مدل جریان نقد آزاد مثبت برابر با ۱/۷۶ است که حاکی از عدم خود همبستگی باقیمانده هاست. همانطور که در نگاره (۵) مشاهده می شود در سطح منفی، مقدار آماره t برای جریان نقد آزاد برابر با -۰/۳۷۶ و برای سود هر سهم برابر با ۴/۸۹ است که فرض صفر برای جریان نقد آزاد رد نمی شود زیرا مقدار آماره در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار می گیرند ولی برای سود هر سهم فرض صفر رد می شود. در سطح مثبت، مقدار آماره t برای جریان نقد آزاد برابر با ۶/۲۸ و برای سود هر سهم برابر با ۹/۲۸ است که هر دو متغیر در مدل معنادارند. همچنین مقدار آماره t برای عرض از مبدا در هر دو سطح مثبت و منفی در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از عدم معناداری مقدار ثابت است.

نگاره (۵): آزمون معنی دار بودن ضرایب در مدل

سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد		ضرایب غیر استاندارد	مدل	سطح جریان نقدی آزاد
		بتا	خطای استاندارد انحراف معیار			
۰/۶۲۴	۰/۴۹۴	۰/۱۴۰	۰/۰۶۹	ضریب ثابت	سطح منفی	سطح منفی
۰/۷۰۹	-۰/۳۷۶	۱/۲۷۵	-۰/۴۷۹	جریان نقدی آزاد	سطح منفی	سطح منفی
۰/۰۰۰	۴/۸۹۱	۰/۰۰۰۱۱	۰/۰۰۰۵۳	سود هر سهم	سطح منفی	سطح منفی
۰/۴۴۰	-۰/۷۷۳	۰/۰۴۸	-۰/۰۳۷	ضریب ثابت	سطح مثبت	سطح مثبت
۰/۰۰۰	۶/۲۷۸	۰/۲۸۴	۱/۷۸۵	جریان نقدی آزاد	سطح مثبت	سطح مثبت
۰/۰۰۰	۹/۲۸۱	۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۰۰۲۸	سود هر سهم	سطح مثبت	سطح مثبت

آزمون فرضیه اصلی دوم با استفاده از تحلیل رگرسیونی
مدل رگرسیون برای آزمون فرضیه اصلی دوم به شرح زیر می باشد:

$$SHV = \alpha_1 + \alpha_2 FCF + \alpha_3 EM + \alpha_4 FCF * EM + \alpha_5 EPS + \varepsilon$$

نگاره (۶): خلاصه نتایج مدل

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای برآوردی انحراف معیار استاندارد	دوربین واتسون
۲	۰/۶۰۶	۰/۳۶۷	۰/۳۵۸	۰/۴۳۴۳۵	۱/۷۴۰

میزان ضریب تعیین تنها برابر با ۰/۳۶ است، یعنی ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد. مقادیر آماره دوربین واتسون نزدیک به ۲ است و حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می دهد. همانطور که در نگاره (۷) مشاهده می شود مقدار آماره t برای جریان نقد آزاد برابر با ۲/۱۱ و مدیریت سود برابر با ۱/۰۹۵- و برای متغیر EM*FCF و سود هر سهم به ترتیب برابر با ۲/۳۵ و ۱۰/۲۳ است که به غیر از EM*FCF بقیه در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرند، یعنی در مدل معنادارند. همچنین مقدار آماره t برای عرض از مبدا نیز در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از معنادار بودن مقدار ثابت است.

نگاره (۷): آزمون معنی دار بودن ضرایب در مدل

مدل	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	t	سطح معنی داری
	بتا	خطای استاندارد انحراف معیار	بتا		
ضریب ثابت	۰/۰۸۷	۰/۰۴۴		۱/۹۶۵	۰/۰۵۰
جریان نقدی آزاد	۰/۵۶۵	۰/۲۶۷	۰/۱۱۲	۲/۱۱۳	۰/۰۳۵
مدیریت سود	-۰/۲۵۹	۰/۲۳۶	-۰/۰۷۰	-۱/۰۹۵	۰/۲۷۴
جریان نقدی آزاد* مدیریت سود	۳/۴۱۲	۱/۴۵۱	۰/۱۵۶	۲/۳۵۲	۰/۰۱۹
سود هر سهم	۰/۰۰۰۳۲	۰/۰۰۰۰۳	۰/۵۱۷	۱۰/۲۳۵	۰/۰۰۰

بررسی مدل دوم با استفاده از تحلیل رگرسیونی به تفکیک FCF منفی و مثبت

مدل های رگرسیون برای آزمون فرضیه های فرعی به شرح زیر هستند:

$$SHV = \alpha_{11} + \alpha_{21} FCF_{POS} + \alpha_{31} EM + \alpha_{41} FCF_{POS} * EM + \alpha_{51} EPS + \varepsilon$$

$$SHV = \alpha_{12} + \alpha_{22} FCF_{NEG} + \alpha_{32} EM + \alpha_{42} FCF_{NEG} * EM + \alpha_{52} EPS + \varepsilon$$

نگاره (۸): خلاصه نتایج مدل

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای برآوردی انحراف معیار استاندارد	دوربین واتسن
سطح منفی	۰/۶۲۵	۰/۳۹۱	۰/۳۲۳	۰/۵۰۸۹۵	۱/۶۱۴
سطح مثبت	۰/۶۶۷	۰/۴۴۵	۰/۴۳۶	۰/۳۹۸۲۱	۱/۸۶۴

مقدار ضریب تعیین برای جریان نقد آزاد منفی برابر با ۰/۳۹ است و برای جریان نقد آزاد مثبت برابر با ۰/۴۵ است. یعنی در سطح منفی، ۳۹ درصد و در سطح مثبت، ۴۵ درصد از تغییرات لگاریتم ارزش سهامداران توسط دو متغیر بیان می شود. مقدار آماره دوربین واتسن در مدل جریان نقد آزاد منفی برابر با ۱/۶۱ است و در مدل جریان نقد آزاد مثبت برابر با ۱/۸۶ است که حاکی از عدم خود همبستگی باقیمانده هاست.

نگاره (۹): آزمون معنی دار بودن ضرایب در مدل

مدل	سطح جریان نقدی آزاد	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	t	سطح معنی داری
		بتا	خطای استاندارد انحراف معیار	بتا		
سطح منفی	ضریب ثابت	۰/۰۸۷	۰/۱۴۸	۰/۵۸۵	۰/۵۹۳	
	جریان نقدی آزاد	-۰/۴۴۷	۱/۳۰۷	-۰/۰۴۵	۰/۷۳۴	
	مدیریت سود	۰/۰۰۰	۰/۸۳۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	
	مدیریت سود*جریان نقدی آزاد	-۴/۴۸۴	۱۲/۷۹۱	-۰/۰۷۲	۰/۷۲۸	
	سود هر سهم	۰/۰۰۰۵۱	۰/۰۰۰۱۲	۴/۲۱	۰/۰۰۰	
سطح مثبت	ضریب ثابت	۰/۰۰۲	۰/۰۵۰	۰/۰۴۱	۰/۹۶۸	
	جریان نقدی آزاد	۱/۴۱۶	۰/۳۱۲	۰/۲۴۶	۰/۰۰۰	
	مدیریت سود	-۰/۸۴۰	۰/۲۸۷	-۰/۲۲۹	۰/۰۰۴	
	مدیریت سود*جریان نقدی آزاد	۵/۷۳۶	۱/۶۶۱	۰/۲۸۵	۰/۰۱۰	
	سود هر سهم	۰/۰۰۰۲۸	۰/۰۰۰۰۳	۹/۴۰	۰/۰۰۰	

با توجه به نگاره (۹) در سطح منفی، مقدار آماره t تنها برای سود هر سهم برابر با ۴/۲۱ است که فرض صفر رد می شود زیرا مقدار آماره در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار می گیرد ولی برای سایر متغیرها فرض صفر رد نمی شود. در سطح مثبت، مقدار آماره t برای تمامی متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد و در مدل معنادارند. همچنین مقدار آماره t برای عرض از مبدا در هر دو سطح مثبت و منفی در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از عدم معنادار بودن مقدار ثابت است. همان طور که مشاهده می شود ضریب متغیر EM*FCF در سطح کل نمونه و در سطح

جریان نقد آزاد مثبت بوده و از لحاظ آماری معنادار می باشد. اما نتایج در سطح جریان نقد آزاد منفی از معنادار بودن ضریب متغیر $EM*FCF$ پشتیبانی نمی کند.

نتیجه گیری

نتایج حاصل از بررسی و آزمون فرضیه اصلی اول و فرضیه های فرعی آن نشان می دهد که میان جریان های نقدی آزاد در سطوح کل و مثبت با ارزش سهامداران ، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. اما نتایج از وجود رابطه معنادار بین جریان های آزاد نقدی منفی و ارزش سهامداران پشتیبانی نمی کند. معنادار نبودن تاثیر جریان نقدی آزاد منفی بر ارزش سهامداران نشان می دهد که شرکت هایی که جریان های نقدی آزاد منفی دارند به این معنا نیست که ارزش سهامدارانشان نیز پایین است . نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نتایج تحقیق های یودیانتی (۲۰۰۸) مطابقت دارد. همچنین نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه اصلی دوم و فرضیه های فرعی آن نشان می دهد که مدیریت سود باعث افزایش و تقویت رابطه جریان های نقدی آزاد در سطوح کل و مثبت با ارزش سهامداران می شود. به عبارت دیگر هرچه مدیریت سود بالاتر باشد ، جریان های نقدی آزاد و در نهایت ارزش سهامداران افزایش خواهد یافت. اما در شرکت های دارای جریان های نقد آزاد منفی رابطه معناداری پیدا نشد. نتایج این آزمون با نتیجه به دست آمده توسط یودیانتی (۲۰۰۸) مطابقت ندارد. به عبارت دیگر مدیران شرکت های ایرانی جذب سرمایه گذاران را نسبت به پنهان کردن عملکرد بالای خود به منظور فرار از مالیات ترجیح می دهند.

در کل می توان نتیجه گرفت که در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جریان های نقدی آزاد می تواند مقیاسی از ارزش برای سهامداران محسوب شود. هم چنین مدیران این شرکت ها تمایل دارند با استفاده از ابزار مدیریت سود ، جریان های نقدی آزاد و در نهایت ارزش و ثروت سهامداران را افزایش دهند. خلاصه ای از نتایج تحقیق در نگاره (۱۰) آمده است

محدودیت های تحقیق

۱. تعیین مقدار واقعی مدیریت سود انجام شده توسط مدیریت امکان پذیر نیست. در تحقیق حاضر درجه مدیریت سود با استفاده از یک سری مدل های ارائه شده توسط محققان ، اندازه گیری شده است. به همین دلیل ممکن است مدیریت سود محاسبه شده توسط مدل های مورد استفاده شد با مدیریت سود واقعی انجام شده توسط مدیریت ، تفاوت داشته باشد.

۲. مستثنی کردن شرکت ها در صنایع مالی ، بیمه و بانکداری ، قدرت تعمیم پذیری این تحقیق را کاهش می دهد.

نگاره (۱۰): خلاصه نتایج پژوهش

نتایج تحقیق	سطح نمونه	تایید و یا رد فرضیه	توضیحات
بین جریان های نقدی و ارزش سهامداران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.	کل	تایید H_1	با نتیجه تحقیق یودیانتی (۲۰۰۸) مطابقت دارد. نتیجه تحقیق از نظریه راپاپورت (۱۹۹۶) و واگت (۲۰۰۰) حمایت می کند
میان جریان های نقد آزاد مثبت و ارزش سهامداران رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.	جریان نقد آزاد مثبت	تایید H_{1a}	از نتایج تحقیق یودیانتی (۲۰۰۸) حمایت می کند.
میان جریان های نقد آزاد منفی و ارزش سهامداران رابطه معناداری وجود ندارد.	جریان نقد آزاد منفی	رد H_{1b}	با نتیجه تحقیق به دست آمده توسط یودیانتی (۲۰۰۸) و نظریه راپاپورت مطابقت دارد.
مدیریت سود باعث تقویت و افزایش رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران می شود.	کل	خلاف H_2 تایید می شود	با نتیجه تحقیق به دست آمده توسط یودیانتی (۲۰۰۸) مطابقت ندارد. اما با تحقیقات به دست آمده توسط جونز و شارما (۲۰۰۱)، جاگی و گول (۲۰۰۰) مطابقت دارد
مدیریت سود باعث تقویت و افزایش جریان های نقدی مثبت و ارزش سهامداران می شود.	جریان نقد آزاد مثبت	خلاف H_{2a} تایید می شود	با نتیجه به دست آمده توسط یودیانتی (۲۰۰۸) مطابقت ندارد.
مدیریت سود تاثیر معناداری بر رابطه جریان های نقدی آزاد منفی و ارزش سهامداران ندارد	جریان نقد آزاد منفی	رد H_{2a}	با نتیجه به دست آمده توسط یودیانتی (۲۰۰۸) مطابقت دارد

پیشنهادهای تحقیق

بر اساس یافته های پژوهش پیشنهاد می گردد اطلاعات مربوط به جریان های نقدی آزاد در صورت های مالی سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افشا گردد و به استفاده کنندگان صورت های مالی پیشنهاد می شود به منظور قضاوت صحیح نسبت به عملکرد شرکت ، متغیر جریان های نقدی آزاد را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند.

سایر پیشنهادها برای تحقیقات آتی به شرح زیر است:

- آثار سایر عوامل از قبیل حاکمیت شرکتی ، فرصت های سرمایه گذاری ، مالکیت مدیران و اهرم های مالی بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران مورد بررسی قرار گیرد.
- از سایر مدل ها و روش ها در زمینه برآورد ارقام تعهدی اختیاری و کشف مدیریت سود استفاده گردد.

پی نوشت ها:

۱. Rappaport
۲. Enron
۳. Cooper, Starovic and Davis
۴. vogt
۵. Free Cash Flow (FCF)
۶. Jensen
۷. Free Cash Flow positive (FCF pos)
۸. Free Cash Flow negative (FCF neg)
۹. Yudianti
۱۰. agency problem
۱۱. Jaggi and Gul
۱۲. Chung, Firth and Kim
۱۳. Jones and Sharma
۱۴. Rina and Takiah
۱۵. Shareholder Value (SHV)
۱۶. Lehn and Poulsen
۱۷. Earning Management (EM)
۱۸. Dechow and Sloan and Sweeny
۱۹. Adjusted Jones

۲۰. Non-Discretionary Accrual (NDA)

۲۱. Kolmogorev-smirnov test

منابع و ماخذ:

۱. مشایخی، بیتا و مریم صفوی (۱۳۸۵)، "وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۴، صص ۳۵-۵۴.
۲. مهام، کیهان، علی اصغر فرج زاده، و جواد حسینی (۱۳۸۷)، "جریان نقدی آزاد"، *دانش و پژوهش حسابداری*، شماره ۱۳، صص ۳۰-۳۷.
۳. مهرانی، ساسان و بهروز باقری (۱۳۸۸)، "بررسی اثر جریان های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات حسابداری*، شماره ۲، صص ۵۱-۶۴.
۴. مرادزاده فرد، مهدی و قیطاسی، روح الله و مسجد موسوی، سجاد (۱۳۸۹)، "بررسی میزان ارتباط جریان نقد آزاد شرکت و جریان نقد آزاد سهامدار با ارزش بازار سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه مطالعات مالی*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
۵. Chung, R., Firth, M. and Kim, J.B. (۲۰۰۵) Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring, *Journal of Business Research*, ۵۸, ۷۶۶-۷۷۶.
۶. Cooper, S., Starovic, D. and Davis, M. (۲۰۰۴). Maximizing Shareholder Value. CIMA
۷. Dechow, p.m and Sloan, R, and Sweeny, A, (۱۹۹۵), "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, Volum ۷۰, Issue ۲, pp: ۱۹۳-۲۲۵.
۸. Healy, p.m., and Wahlen, J.m, (۱۹۹۹), "A Review of the Earnings Management Literature and its Implication for Standards Setting", *Journal of Accounting Horizons*, Volume ۱۳, Issue ۴. pp: ۳۶۵-۳۷۳.
۹. Jaggi, B., and Gul, A, (۲۰۰۰), "Evidence of Accrual Management: A Test of the Free cash flows and debt Monitoring Hypothesis", *Working Paper*, www.ssrn.com.

۱۰. Jensen , Michael C. , (۱۹۸۶), “agency costs of free cash flow , corporate finance and takeovers”, American economic review ,۷۶(۲),May: ۳۲۳-۳۲۹
۱۱. Jones, Steward, and Rohit Sharma.(۲۰۰۱). “The Impact of Free Cash Flow, Financial Leverage and Accounting Regulation on Earnings Management in Australia’s ‘Old’ and ‘New’ Economies”. Managerial Finance ۲۷ (۱۲):۱۸-۳۹.
۱۲. Lehn Kenneth , and Annete Poulsen , ۱۹۸۹ , “ Free Cash Flow and Stock Holder Gains in Gohng Private Transactions” , The Journal of Finance ۴۴ (۳) Juli: ۷۷۱-۷۸۷.
۱۳. Rappaport, Alfred,۱۹۹۸, Creating Shareholder Value:A Guide for Managers and Investors Revised and Updated. New York: The Free Press.
۱۴. Rina, b., Takiah, m, (۲۰۰۹), “Surplus Free Cash Flow, Earning Management and Audit Committee”, Journal of Economics and Management ۳(۱): ۲۰۴-۲۲۳.
۱۵. Vogt, Stephen C, ۲۰۰۰, “Free Cash Flow and Long-Run Firm Value: Evidence from the Value Line Investment Survey.” Journal of Managerial Issues ۱۲ (۲) Summer: ۱۸۸-۲۰۷.
۱۶. Yudianti, Ninik , ۲۰۰۸, “ The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value”, Journal of Business Research, ۱۹۳-۲۲۸.

**The Impact of Earnings Management on Relationship between
Free Cash Flow and Shareholder Value**

Nezamoddin rahimian

Assistant of Accounting, Raja Higher Education Institute, Iran

Meysam Akhoondzadeh

Sama technical and vocational training college, Islamic Azad University, rudehen
Branch, Iran

Ali Habashi

Sama technical and vocational training college, Islamic Azad University, rudehen
Branch, Iran

Abstract

In recent years, a deep belief in the value creation for shareholders as there is corporate governance. Globalization of organizations and development Technology information has led investors expectations of information increased, resulting in increased demand for relevant and transparent measurement of performance. Today, investors, creditors and managers searching timely and reliable index for measuring wealth shareholders that among it can be pointed to the free cash flow. Nevertheless, the important measure of free cash flow for the financial health of companies is considered, but has its own limitations and is not immune to accounting tricks. This study examines the relationship of free cash flow and shareholder value in the presence of earnings management deals. The study population of this study include all production companies during the years ۱۳۸۲ till ۱۳۸۷ a member of Tehran Stock Exchange were selected among the enabled companies that its shares are deal at least once monthly, which include In total, ۹۱ companies in the form of eight industry groups .

The results showed manufacturing companies adopted the Tehran Stock Exchange of free cash flow measure can be considered of value for shareholders. Managers of these companies also tend to use Earning management for increase free cash flow and ultimately the value and increase shareholder wealth.

Key Words: Shareholder Value, Free Cash Flow, Discretionary Accrual, Earnings Management