



تبیین رابطه هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر مهدی تقوی^۱

سعید جبارزاده کنگرلوئی^۲

سعید خدایار یگانه^۳

تاریخ پذیرش: ۸۹/۰۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۸۹/۰۱/۱۵

چکیده

درماندگی مالی اخیر برخی از شرکت های بزرگ از جمله انرون و ورلدکام که به دنبال تقلب های گسترده صورت گرفته در این شرکت ها، به وقوع پیوست، منجر به ایجاد این باور عمومی گردید که مدیریت سود توسط مدیران به صورت فرصت طلبانه بوده و به منظور دستیابی به منافع شخصی مدیران (به جای منافع شرکت) انجام می شود. در این راستا، برخی از پژوهش گران سعی کردند تا از طریق تئوری نمایندگی به تفکیک مدیریت سود فرصت طلبانه^۱ (در جهت منافع شخصی) از مدیریت سود سودمند^۲ (در جهت منافع شرکت) بپردازند. یافته های ناشی از مطالعات این پژوهش گران حاکی از آن بود که، در صورتی که مدیریت سود با اهداف فرصت طلبانه توسط مدیران انجام شود، در آن صورت شرکت هایی که هزینه های نمایندگی بیشتری دارند، مدیریت سود بالایی را نشان خواهند داد و بالعکس. در پی پژوهش های انجام شده در این زمینه و با الهام از نتایج مطالعات پژوهش گران در این زمینه، ما نیز سعی نمودیم در پژوهش حاضر به بررسی این موضوع بپردازیم که آیا مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت منافع شخصی مدیران صورت می گیرد یا در جهت منافع شرکت. در جهت آزمون فرضیه های پژوهش، بعد از انتخاب نمونه ۸۱ عضوی از بین شرکت های پذیرفته شده در

۱- استاد دانشگاه علامه طباطبائی

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

Dr_jabbarzadeh@yahoo.com

۳- کارشناس ارشد حسابداری saeedyeganeh@yahoo.com

بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۷ ساله مابین سالهای ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۶، و جمع آوری داده های مربوط به این شرکت ها، به اندازه گیری متغیرهای پژوهش و آزمون فرضیه های پژوهش پرداختیم. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه های پژوهش، حاکی از آن است که مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از مدیریت سود به عنوان ابزاری در جهت افزایش منافع شخصی خود (و نه افزایش ارزش شرکت) استفاده می کنند، و به عبارتی بهتر، مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرصت طلبانه می باشد و نه سودمند.

واژه های کلیدی: هزینه های نمایندگی، ارزش شرکت، مدیریت سود سودمند و فرصت طلبانه.

۱- مقدمه

گسترش فزاینده فعالیت های اقتصادی و پیچیدگی روزافزون آن ها از یک سو و لزوم توجه به اطلاعات دقیق حسابداری و گزارش گری مالی از سوی دیگر، منجر به ایجاد تغییرات نهادی مهم در تفکر و نظریه های حسابداری و به وجود آمدن روش های تحلیلی و مدیریتی نوین در حسابداری شده است. یکی از مهم ترین این تغییرات تأکید و توجه بیش تر به صورت سود و زیان است که پیش از این تأکید بر روی ترازنامه بود، که این امر منجر به ایجاد مقوله ای به نام مدیریت سود گردید. مدیریت سود به عنوان فرآیند برداشتن گام های آگاهانه در محدوده اصول پذیرفته شده حسابداری برای رساندن سود گزارش شده به سطح سود مورد نظر تعریف شده است، که عمل نزدیک کردن سود گزارش شده به سطح سود هدف از طریق دستکاری حسابداری انجام می گیرد (ملانظری و کریمی زند، ۱۳۸۶). امروزه مدیریت سود یکی از موضوعات بحث انگیز و جذاب در پژوهش های حسابداری به شمار می رود، به دلیل این که سرمایه گذاران به عنوان یکی از فاکتورهای مهم تصمیم گیری، توجه خاصی به رقم سود دارند. پژوهش ها نشان داده است که نوسان کم و پایداری سود حکایت از کیفیت آن دارد، به این ترتیب سرمایه گذاران با اطمینان خاطر

بیش‌تری، اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام آن شرکت‌هایی می‌کنند که روند سود باثبات-تری داشته باشند. لذا در این راستا، مدیریت سود را می‌توان روشی برای آرایش اطلاع‌رسانی وضعیت مالی مطلوب شرکت‌ها دانست که از طریق مداخله مدیریت در فرآیند تعیین سود به انجام می‌رسد (نوروش، نیکبخت و سپاسی، ۱۳۸۴).

از سویی دیگر، رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرارداد که بر اساس آن یک یا چند نفر مالک، نماینده یا مدیری را مأمور به اجرای عملیاتی می‌کنند. با برقراری رابطه نمایندگی، هر یک از طرفین به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود می‌باشند. از آنجایی که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بنابراین بین آنها تضاد منافع به وجود آمده، که با شکل‌گیری رابطه نمایندگی و به واسطه وجود تضاد منافع، هزینه نمایندگی ایجاد می‌شود (جنسن و مک‌لینگ^۳، ۱۹۷۶). باید توجه داشت که افراد در جامعه به طور ذاتی درصدد افزایش منافع شخصی خود بوده و مدیران نیز از این قاعده مستثنی نبوده و علاقمندند در راستای حداکثر کردن منافع شخصی، رفاه اجتماعی و تثبیت موقعیت شغلی خود، تصویر مطلوبی از وضعیت مالی واحد تجاری به سهامداران و سایر افراد ذینفع ارائه نمایند. مشکل اینجاست که در برخی موارد الزاماً افزایش ثروت مدیران در راستای افزایش منافع سایر ذینفعان از جمله سهامداران نیست. در حقیقت این امر بیانگر عدم همسویی میان منافع مدیران و سایر گروه‌های ذینفع در واحد تجاری می‌باشد. لذا با در نظر گرفتن تئوری تضاد منافع میان مدیران و مالکان، مدیران واحد‌های تجاری می‌توانند از انگیزه لازم برای مدیریت سود به منظور حداکثر کردن منافع خود برخوردار باشند. محتوای شواهد تجربی موجود در ادبیات پژوهش مربوط به رابطه هزینه‌های نمایندگی و مدیریت سود تا اندازه‌ای مبهم و دو پهلو می‌باشد، چرا که مدیریت سود توسط مدیران با اهداف متفاوت انجام می‌گیرد. در صورتی که مدیریت سود با اهداف فرصت طلبانه توسط مدیران انجام شود، در آن صورت شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بیشتری دارند، مدیریت سود بالایی را نشان خواهند داد. به عبارتی دیگر، میزان مدیریت سود با شدت تضاد نمایندگی رابطه مثبتی دارد. اما در صورتی که مدیریت سود در جهت منافع شخصی مدیران نباشد، در آن صورت انتظار می‌رود که شرکت‌های دارای هزینه‌های نمایندگی بالا، از مدیریت سود پایینی برخوردار باشند، به خاطر اینکه مدیران

تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مدیریت سود را در جهت منافع شخصی خود انجام نمی دهند (پرنیست، گری، سون سوک و یانگ^۴، ۲۰۰۸). از سویی دیگر، هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه هایی را داشته باشد ارزش شرکت کاهش خواهد یافت (المیر و سبوعی^۵، ۲۰۰۸). با توجه به مطالب ذکر شده در بالا، در پژوهش حاضر به دنبال تبیین ارتباط بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و در ادامه جهت پشتیبانی از نتایج پژوهش، رابطه مدیریت سود و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می شود.

۲- مروری بر ادبیات و پیشینه پژوهش

مدیران به عنوان تهیه کنندگان صورت های مالی با وقوف کامل بر وضعیت مالی شرکت و با برخورداری از سطح آگاهی بیش تر نسبت به استفاده کنندگان صورت های مالی (کردستانی و امیریگی، ۱۳۸۷) از یک طرف و افزایش اطلاعات مدیران راجع به روش ها و دستورالعمل های حسابداری، همگام با قدرت گرفتن بازارهای سرمایه و همچنین انعطاف پذیری اصول و استانداردهای پذیرفته شده حسابداری از طرفی دیگر، منجر به ایجاد انگیزه های بیش تر در مدیران جهت ارائه تصویری مطلوب از وضعیت مالی واحد تجاری از طریق پدیده ی نوظهوری به نام مدیریت سود گردیده است (جوادیان کوتنایی، ۱۳۷۹). هنگامی که شرکت ها در وضعیت نامطلوب اقتصادی تحت فشار فزاینده قرار می گیرند، مدیران آن ها از واحد حسابداری درخواست می نمایند که سطر آخر صورت های مالی یعنی سود را بهبود بخشند، و بدین وسیله محتوای اطلاعاتی آن را تغییر دهند. حسابداری با وجود تمامی انعطاف پذیری اش، به نظر نمی رسد قادر به فراهم آوردن داده های مفید برای مدیریت در این قبیل شرایط باشد (هوپ و هوپ^۶، ۱۹۹۶). یکی از روش هایی که گاهی اوقات برای آرایش اطلاع رسانی وضعیت مطلوب شرکت ها مورد استفاده قرار می گیرد، مدیریت سود می باشد. مدیریت سود به مداخله عمومی مدیریت در فرآیند تعیین سود که غالباً در راستای اهداف دلخواه مدیریت می باشد، اطلاق می گردد (وایلد، برنستین و سویرامانیام^۷، ۲۰۰۱).

از سویی دیگر، با افزایش منابع در اختیار مدیریت، میزان افراد ذینفع در ارتباط با شرکت نیز افزایش می یابد که پیامد چنین شرایطی بروز تضاد منافع است. در نتیجه تضاد منافع، افراد ذینفع جهت همسو ساختن منافع سایرین با خود یا به حداقل رساندن آثار ناشی از تضاد منافع باید متحمل هزینه های نمایندگی شوند. مدیر که در کانون این تضاد منافع قرار دارد، با ارائه اطلاعات مالی شرکت، سعی می نماید تا هزینه های نمایندگی را کاهش دهد. در تئوری نمایندگی مشکل تضاد منافع با مدیران، دغدغه ای دائمی برای مالکان است. براین اساس همواره مالکان به دنبال راهی برای حل این مشکل بوده تا به نحوی مدیران را به اقدام در جهت هدف اصلی هر شرکت، یعنی حداکثرسازی منافع مالکان، تحریک نمایند. بنابراین مالکان باید مخارجی را متحمل گردند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو نمایند یا حداقل از اقدامات آنها در جهت منافع خودشان کسب اطمینان نمایند. از آنجایی که چنین مخارجی به واسطه انعقاد قرارداد میان مالکان و مدیران و شکل گیری رابطه نمایندگی پدید می آید، هزینه های نمایندگی نامیده می شود. جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) این هزینه ها را در مجموع به شرح زیر تعریف می کنند:

- ۱) **مخارج کنترل مدیر توسط مالک**: این مخارج شامل تلاش هایی است که از سوی مالکان در راستای کنترل رفتار مدیران و از طریق محدودیت در بودجه، طرح های پاداش، استفاده از خدمات حسابرسان مستقل و غیره انجام می گیرد.
- ۲) **مخارج التزام**: منابع صرف شده توسط مدیران جهت جلب اطمینان مالکان در عدم انجام فعالیت هایی که به رفاه آنها صدمه می زند.
- ۳) **زیان باقیمانده**: در اکثر روابط نمایندگی مالکان و مدیران متحمل هزینه های نظارت و التزام می گردند. با این وجود کماکان تصمیمات مدیران با تصمیمات حداکثر کننده رفاه مالکان همسو نیست، به مبلغ ریالی کاهش در رفاه مالکان در اثر این عدم همسویی زیان باقیمانده گفته می شود (جنسن و همکاران، ۱۹۷۶)

تاکنون از سه معیار برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی استفاده شده است، که در ذیل به تفصیل در مورد هر یک بحث می گردد: (نوروش، کرمی و وافی ثانی، ۱۳۸۸)

- **نسبت های کارایی**: این نسبت ها بیانگر میزان کارایی مدیران می باشد که از صورتهای مالی شرکت ها استخراج گردیده و اولین بار توسط آنگ، کل و لین^۸ در سال

۲۰۰۰ برای سنجش هزینه های نمایندگی مورد استفاده قرار گرفت. آنها در پژوهش خود از دو نسبت کارایی برای اندازه گیری هزینه های نمایندگی بهره گرفتند. اولین نسبت، نسبت هزینه های عملیاتی به فروش سالانه بود که چگونگی کنترل هزینه های عملیاتی شرکت توسط مدیران را اندازه گیری کرده و به عنوان معیار مستقیم هزینه های نمایندگی به کار می رود. به عبارتی دیگر، هرچه این نسبت بالاتر باشد هزینه های نمایندگی بالاتر خواهد بود. دومین نسبت مورد استفاده توسط آنها، نسبت گردش دارایی ها است که بیانگر نسبت فروش سالانه به مجموع دارایی ها بوده و چگونگی استفاده و بهره وری از دارایی های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیشتر در قبال استفاده از منابع در اختیار مدیر را اندازه گیری کرده و به عنوان معیار معکوسی برای هزینه های نمایندگی به کار می رود، به این معنی که هر چه این نسبت بالاتر باشد هزینه های نمایندگی پایین تر خواهد بود (آنگ، کل و لین، ۲۰۰۰). پژوهش گران دیگری از جمله سینگ و دیویدسون^۹ در سال ۲۰۰۳، فلوراکیس^{۱۰} در سال ۲۰۰۸، فلمینگ، هینی و مک کاسکر^{۱۱} در سال ۲۰۰۵ و مک نایت و ویر^{۱۲} در سال ۲۰۰۸ از نسبتهای کارایی به عنوان معیار اندازه گیری هزینه های نمایندگی استفاده کردند. با این حال این معیار دارای معایبی می باشد که از آن جمله اول اینکه ایجاد فروش بیشتر لزوماً معادل با افزایش ثروت سهامداران نیست، چون ممکن است افزایش فروش ناشی از فعالیت های سودآور نباشد. دوم اینکه افزایش فروش ممکن است منجر به ایجاد وجوه نقدی شود که توسط مدیران بین سهامداران توزیع نگردد، و سوم اینکه، همان طوری که کلز، لمون و مسک^{۱۳} در سال ۲۰۰۵ نشان دادند، بهره وری ممکن است بین شرکت های هم صنعت نیز متفاوت باشد.

• **تعداد شرکت های تحصیل شده :** تعدادی از پژوهش گران، تعداد شرکت های تحصیل شده را به عنوان معیاری از هزینه های نمایندگی در نظر گرفته اند. چرا که تحصیل شرکت ها در راستای اهداف مدیریتی همچون کسب قدرت محسوب می شود (جنسن، ۱۹۸۶). دنیس و مک کنل در سال ۲۰۰۳ عنوان کردند که این گونه تحصیل ها ممکن است با هدف حداکثر کردن رفاه مدیران به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران انجام شود. تحصیل یکی از راه هایی است که مدیران می توانند وجوه را به جای توزیع بین سهامداران، مصرف کنند. همچنین شواهد گسترده ای در ادبیات پژوهش وجود دارد

که نشان می دهد تحصیل، ثروت سهامداران را به جای افزایش، کاهش می دهد. از اینرو با توجه به شواهد موجود درباره فقدان بازده مثبت متعاقب تحصیل، مک نایت و ویر در سال ۲۰۰۸، از تعداد شرکت های تحصیل شده به عنوان معیار هزینه های نمایندگی استفاده کردند، زیرا این امر بیانگر استفاده مدیران از وجوه شرکت در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی می باشد.

• **تعامل بین فرصت های رشد شرکت و جریان های نقد آزاد:** در این گروه، هزینه های نمایندگی تابعی از تعامل بین جریان های نقد آزاد و فرصت های رشد شرکت می باشد. جنسن^{۱۴} در تئوری جریان های نقد آزاد بیان می نماید که مدیران به جای توزیع جریان های نقد آزاد بین مالکان، تمایل به سرمایه گذاری مجدد آن در شرکت دارند. چرا که پرداخت وجه به سهامداران موجب کاهش منابع تحت کنترل مدیران و در نتیجه کاهش قدرت آنان می گردد. از طرفی این امر احتمالاً به دلیل نیاز به جذب سرمایه جدید توسط شرکت موجب افزایش نظارت بازار سرمایه خواهد شد. به عبارت دیگر انباشت جریان های نقد آزاد باعث کاهش توان نظارت بازار بر تصمیمات مدیریت می شود. مدیران تمایل به رشد شرکت بیش از اندازه بهینه آن دارند. زیرا رشد شرکت با افزایش منابع تحت کنترل مدیران، افزایش قدرت و همچنین افزایش پاداش ایشان را در پی خواهد داشت. با توجه به متفاوت بودن اهداف مدیران از اهداف مالکان، وجود جریان های نقد ایجاد شده در داخل شرکت مازاد بر نقد لازم جهت تأمین مالی پروژه های جدید با خالص ارزش فعلی مثبت، منجر به سرمایه گذاری این مبالغ در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی گردیده و در نتیجه موجب ایجاد پتانسیل اتلاف این منابع خواهد شد. در نتیجه شرکت های دارای جریان های نقد آزاد بالا و فرصت های رشد سرمایه گذاری کم، دارای هزینه نمایندگی بالایی هستند. (جنسن، ۱۹۸۶). به اعتقاد جنسن شرکت های با رشد سودآوری کم به احتمال بیشتر جریان نقد آزاد را در پروژه های غیرسود آور سرمایه گذاری می کنند. هر چند در بعضی موارد با وجود اینکه کنترل و نظارت توسط سرمایه گذاران نهادی و نمایندگانشان صورت نمی گیرد، ولی مدیران ممکن است آن پروژه ها و فعالیت هایی را که خالص ارزش فعلی مثبتی دارند را انتخاب کنند، و این پروژه ها و فعالیت ها ممکن است برای آنها مزایا و پاداش به همراه داشته باشد. تشخیص هزینه نمایندگی جریان

نمایش رابطه هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نقدآزاد (سرمایه گذاری در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی) خیلی مشکل است. مدیران تمایل دارند بازده این نوع سرمایه گذاری جریان نقد آزاد را مخفی نگه دارند، ولی در هر حال، سرمایه گذاری جریان نقد آزاد در پروژه های با خالص ارزش منفی در آینده مشخص گردیده و باعث کاهش سود شرکت خواهد شد، که این نتایج باعث پایین آمدن قیمت سهام شده و سهامداران ممکن است درصدد تغییر هیئت مدیره و مدیران اجرایی برآیند. برای مخفی نگه داشتن اثر این نوع سرمایه گذاری ها در سود، مدیران ممکن است آن بخش از گزینش های حسابداری را انتخاب نمایند که افزایش در سود را نشان دهد. که این افزایش سود ممکن است باعث آرامش سرمایه گذاران شده و منجر به بالا رفتن ارزش بازار شرکت شود، البته این در صورتی است که سرمایه گذاران نتوانند دستکاری سود را تشخیص دهند. (همان منبع). واتس و زیمرمن^{۱۵} در سال ۱۹۸۳، با توجه به مطالعات خود چنین نتیجه گیری کردند که حسابرسان وظیفه کاهش هزینه نمایندگی اطلاعات نامتقارن و مشکلات کنترلی که در اثر جدایی مالکیت و مدیریت بوجود آمده را بر عهده دارند. حسابرسان باید روش های مورد استفاده حسابداری را برای تأیید مناسب بودن آن مورد آزمون قرار داده و با توجه به آن اظهار نظر کنند (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۳). ریچاردسون^{۱۶} در پژوهشی دریافت که سرمایه گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت های دارای سطوح بالای جریان نقد آزاد، بیشتر است. (ریچاردسون، ۲۰۰۶). آپلر و تیتمن^{۱۷} بیان نمودند که شرکت های با فرصت رشد بالا، احتمالاً بهتر مدیریت شده و از جریان های نقد آزاد کمتری نیز برخوردارند، زیرا وجه نقد موجود در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه گذاری می شود. (آپلر و تیتمن، ۱۹۹۳). چانگ، فریس و کیم^{۱۸} در پژوهشی با هدف بررسی ارتباط جریان های نقد آزاد و مدیریت سود در شرکت ها دریافتند که شرکت های دارای رشد سرمایه گذاری پایین و جریان نقد آزاد بالا، به منظور تقلیل اثر منفی سرمایه گذاری جریان نقد آزاد در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی، مبادرت به استفاده از ارقام تعهدی اختیاری در جهت افزایش سود شرکت می نمایند (چانگ و همکاران، ۲۰۰۵). پورنیست و همکارانش در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد. به عبارتی دیگر شرکت های دارای مدیریت سود بالا دارای هزینه های نمایندگی کمتری بوده و بالعکس. (پورنیست، گری،

سون و یانگ^{۱۹}، ۲۰۰۸). خانی در سال ۱۳۸۲ در پژوهش خود تحت عنوان مدیریت سود و پاداش مدیران، به منظور شفاف سازی اطلاعات مالی، مدیریت سود را در قالب چهار فرضیه بررسی و نتیجه گیری کرده است که روش پرداخت پاداش مدیران در ایران، که معمولاً بر مبنای سود سالانه است، ضمن اینکه نمی تواند اقدام صحیحی در جهت همسو کردن منافع مدیران و سایر گروه ها از جمله مالکان تلقی گردد، می تواند به عنوان مهمترین انگیزه برای دستکاری اطلاعات و اعمال مدیریت سود مطرح شود. تقفی و بهار مقدم در پژوهشی با عنوان محرک های موثر بر مدیریت سود به این نتیجه رسیدند که بین فرصت های رشد سرمایه گذاری و مدیریت سود ارتباط 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 (تقفی و بهار مقدم، ۱۳۸۷). برای اندازه گیری فرصت های رشد می توان از معیارهای مختلفی همچون رشد فروش، رشد سود عملیاتی و شاخص Q توبین و غیره استفاده نمود. در پژوهش حاضر جهت اندازه گیری هزینه های نمایندگی از تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد استفاده شده و از شاخص Q توبین نیز به عنوان معیاری برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده گردید.

همان طوری که قبلاً نیز اشاره گردید، محتوای شواهد تجربی موجود در ادبیات پژوهش مربوط به رابطه هزینه های نمایندگی و مدیریت سود تا اندازه ای مبهم و دو پهلو می باشد. گسترش در ماندگی مالی شرکت های بزرگ و بین المللی از جمله انرون و ورلدکام به دنبال تقلب های گسترده صورت گرفته در این شرکت ها، منجر به ایجاد این باور عمومی گردیده است که مدیریت سود توسط مدیران به صورت فرصت طلبانه بوده و به منظور دستیابی به منافع شخصی مدیران (به جای منافع سهامداران) انجام می شود. تقویت این باور عمومی در مورد مدیریت سود از این واقعیت نشأت می گیرد که قانون گذاران معیارهایی را برای مبارزه با مدیریت سود پیشنهاد کرده اند که از آن جمله می توان به قانون ساربین اکسلی^{۲۰} اشاره نمود. اگر چه یک سری از مطالعات دانشگاهی مدیریت سود را به علت افزایش ارزش اطلاعاتی رقم سود، سودمند می دانند، ولی به طور کلی این باور عمومی وجود دارد که مدیران، ممکن است به منظور افزایش منافع شخصی خود

مبادرت به مدیریت سود نمایند، که در این صورت مدیریت سود ممکن است برای سهامداران و سایر ذینفعان سودمند نباشد.^{۲۱} در این راستا، برخی از پژوهش‌گران از تئوری نمایندگی به عنوان ابزاری جهت تفکیک مدیریت سود فرصت طلبانه از مدیریت سود سودمند استفاده نموده‌اند، در صورتی که مدیریت سود با اهداف فرصت طلبانه توسط مدیران انجام شود، در آن صورت شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بیشتری دارند، مدیریت سود بالایی را نشان خواهند داد. به عبارتی دیگر، میزان مدیریت سود با شدت تضاد نمایندگی رابطه مثبتی دارد. اما در صورتی که مدیریت سود در جهت منافع شخصی مدیران نباشد، در آن صورت انتظار می‌رود که شرکت‌های دارای هزینه‌های نمایندگی بالا، از مدیریت سود پایینی برخوردار باشند، به خاطر اینکه مدیران، سودها را در جهت منافع شخصی خودشان مدیریت نکرده و در واقع مدیریت سود در چنین شرکت‌هایی ارتباطات مابین مدیران و مالکان را بهبود می‌بخشد، همچنین، این پژوهش‌گران در پژوهش‌های خود بدین نتیجه دست یافتند که بین ارزش شرکت و میزان مدیریت سود رابطه مثبتی وجود دارد، به بیانی دیگر، چنانچه مدیریت سود فرصت طلبانه نبوده و در جهت منافع سهامداران باشد، منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد (پورنیست و همکاران، ۲۰۰۸). از سویی دیگر، برخی دیگر از پژوهش‌گران بیان نمودند که هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد ارزش شرکت کاهش خواهد یافت (المیر و سبوعی، ۲۰۰۸). حال، با توجه به مطالب ذکر شده در بالا، در پژوهش حاضر به دنبال تبیین ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و به عبارتی دیگر به این سؤال پاسخ داده می‌شود که آیا مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت منافع شخصی مدیران صورت می‌گیرد یا در جهت منافع شرکت؟ در ادامه و در جهت پشتیبانی از نتایج پژوهش، رابطه مدیریت سود و هزینه‌های نمایندگی با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. امید است که نتایج به دست آمده از پژوهش حاضر بتواند گامی مفید در جهت تکمیل ادبیات مربوط به این موضوع در محیط اقتصادی مربوط به بازار سرمایه ایران باشد.

۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده از پژوهش های قبلی انجام گرفته در سایر کشورها در زمینه ارتباط بین هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود، در این پژوهش نیز با الهام از نتایج آنها، به دنبال بررسی ارتباط بین هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرایط محیطی حاکم بر بازار سرمایه ایران هستیم. لذا، جهت دستیابی به اهداف فوق الذکر، فرضیه های پژوهش به شرح ذیل تدوین گردید:

۱. بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در فرضیه فوق، چنانچه بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود رابطه همبستگی مثبت و هم جهت وجود داشته باشد، در آن صورت مدیریت سود را فرصت طلبانه و چنانچه یک رابطه معکوس بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود برقرار باشد، در آن صورت مدیریت سود را برای شرکت سودمند خواهیم دانست. در ادامه و جهت پشتیبانی از نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اصلی فوق، ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود را در فرضیه دوم و همچنین ارتباط بین هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت را نیز در فرضیه سوم مورد بررسی و آزمون قرار خواهیم داد.

۲. بین ارزش شرکت و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

در فرضیه فوق نیز که جهت پشتیبانی از نتایج فرضیه اول تدوین گشته است، چنانچه بین ارزش شرکت و مدیریت سود رابطه همبستگی مثبت و هم جهت وجود داشته باشد، در آن صورت، مدیریت سود را سودمند و در صورتی که بین ارزش شرکت و مدیریت سود رابطه همبستگی معکوس وجود داشته باشد، در آن صورت، مدیریت سود را فرصت طلبانه قلمداد خواهیم نمود.

۳. بین ارزش شرکت و هزینه های نمایندگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوسی وجود دارد.

فرضیه سوم نیز که همانند فرضیه دوم در جهت پشتیبانی از نتایج فرضیه اول تدوین گشته است، بدین صورت خواهد بود که اگر بین ارزش شرکت و هزینه های نمایندگی

رابطه همبستگی معکوس وجود داشته باشد، در آن صورت، مدیریت سود را فرصت طلبانه قلمداد خواهیم نمود.

۴- روش‌شناسی تحقیق

۴-۱- روش تحقیق و متغیرهای مربوطه:

از آنجایی که این پژوهش در پی یافتن رابطه معناداری بین دو گروه اطلاعات در یک جامعه یعنی هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود می باشد، بنابراین این پژوهش در زمره پژوهش های همبستگی قرار دارد. از طرفی دیگر، پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورت‌های مالی شرکت ها) انجام می گیرد. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل رگرسیونی خواهیم نمود، که در این صورت مدیریت سود به عنوان متغیر مستقل و هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته مد نظر قرار گرفته است.

۴-۲- جامعه آماری، دوره زمانی مورد آزمون و روش نمونه گیری

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. ولی از آنجایی که حجم جامعه آماری زیاد بوده و همچنین وجود برخی ناهمگنی ها در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب گردید تا برخی شرایط ویژه برای انتخاب شرکت های مورد آزمون در نظر گرفته شود که به شرح زیر می باشد:

- ۱) شرکت های نمونه انتخابی می بایستی از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲) شرکت ها در فاصله زمانی پژوهش تغییر دوره مالی نداده و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- ۳) جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد.

با در نظر گرفتن شرایط فوق در خصوص انتخاب شرکت های نمونه، حجم تعدیل شده جامعه آماری به ۱۲۱ شرکت تقلیل یافته که در نهایت از طریق روش نمونه گیری حذف سیستماتیک و با ۹۵٪ اطمینان آماری، تعداد ۸۱ شرکت به عنوان نمونه آماری از بین ۱۲۱ شرکت جامعه آماری در دوره زمانی ۷ ساله بین سالهای ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶ انتخاب شدند.

۳-۴- ابزارهای گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها

بدلیل قابل اتکاء بودن گزارش های مالی شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران، از این گزارش ها به عنوان اصلی ترین منبع اطلاعاتی جهت انجام پژوهش استفاده شده است. که این گزارش ها شامل صورتهای مالی اساسی شرکت های مورد آزمون است که از طریق سایت اینترنتی سازمان بورس به نشانی www.Rdis.ir برای سالهای ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۶ دریافت و مورد استفاده قرار گرفت. همچنین جهت آزمون فرضیه ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Excel و همچنین نرم افزار آماری SPSS و Eviews استفاده شده است.

۴-۴- مدل های آماری و روش های آزمون

برای آزمون فرضیه های پژوهش و تقویت قابلیت اتکای یافته های پژوهش، مدیریت سود از طریق مدل تعدیل شده جونز، ارزش شرکت و فرصت های رشد هر دو از طریق شاخص Q توبین، جریان وجه نقد آزاد از طریق مدل لن و پولسن^{۳۳} و در نهایت هزینه های نمایندگی از طریق تعامل بین فرصت های رشد و جریان های نقد آزاد اندازه گیری گردیده و سپس ارتباط بین متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار گرفته است، بنابراین مدل های آماری مورد استفاده در این پژوهش به شرح ذیل می باشد:

• مدل اندازه گیری مدیریت سود

در این پژوهش برای اندازه گیری مدیریت سود از مدل تعدیل شده جونز استفاده خواهد شد که به شرح زیر است:

معادله (۱)

$$TAC_{it} / TA_{it-1} = a_{0j}(1/ TA_{it-1}) + a_{1j}(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) / TA_{it-1} + a_{2j}(PPE_{it} / TA_{it-1}) + e_{it}$$

TAC_{it} : جمع اقلام تعهدی (سود قبل از اقلام غیرمترقبه منهای جریان های نقدی عملیاتی) در سال t برای شرکت کنترل i .

TA_{it} : جمع دارائیهها در سال t برای شرکت کنترل i .

ΔREV_{it} : تغییرات درآمد طی سال $t-1$ تا t برای شرکت کنترل i .

ΔREC_{it} : تغییرات حسابها و اسناد دریافتنی طی سال $t-1$ تا t برای شرکت کنترل i .

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

e_{it} : مجموع خطای رگرسیون، فرض بر این است که بصورت مقطعی ناهمبسته و دارای توزیع نرمال با میانگین صفر هستند.

سپس این ضرایب برآوردی حاصل از رگرسیون های شرکت کنترل برای برآورد میزان اقلام تعهدی مدیریت شده برای هر شرکت نمونه از طریق کسر نمودن اقلام تعهدی مدیریت نشده از جمع اقلام تعهدی به شرح زیر بدست می آید.

معادله (۲)

$$TAEM_{j,t} = TAC_{jt} / TA_{jt-1} - a_{0j}(1/ TA_{jt-1}) - a_{1j}(\Delta REV_{jt} - \Delta REC_{jt}) / TA_{jt-1} - a_{2j}(PPE_{jt} / TA_{jt-1})$$

$TAEM_{j,t}$: اجزای مدیریت شده اقلام تعهدی شرکت نمونه i در سال t که معادل جمع اقلام تعهدی اختیاری است. (بولو، حسینی، ۱۳۸۶)

• مدل اندازه گیری جریان نقد آزاد

برای محاسبه جریان نقد آزاد از مدل لن و پولسن استفاده شده که براساس این مدل، جریان های نقد آزاد از سود عملیاتی قبل از استهلاک و به کسر مجموع مالیات ها، به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی پرداختی به دست می آید و با تقسیم بر مجموع دارایی ها استاندارد می گردد و از طریق رابطه زیر محاسبه می گردد:

معادله (۳)

$$FCF = (INC - TAX - INTEXP - PSDIV - CSDIV) / ASSET$$

FCF: جریان های نقد آزاد PSDIV: سود پرداختی به سهامداران ممتاز

INC: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک

CSDIV: سود پرداختی به سهامداران عادی

TAX: مالیات بر درآمد

ASSET: جمع ارزش دفتری دارایی ها

INTEXP: هزینه ی بهره

• مدل اندازه گیری فرصت های رشد و ارزش شرکت

در پژوهش حاضر برای اندازه گیری فرصت های رشد و ارزش شرکت از شاخص Q توپین استفاده می شود که از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی های شرکت به دست می آید. (مک کنل و سرواس^{۲۴}، ۱۹۹۰) که به شکل رابطه زیر محاسبه می گردد:

معادله (۴)

$$Tobin's - Q = \frac{\text{(تعداد سهام در دست سهامداران * ارزش بازار هر سهم)} + \text{ارزش دفتری کل بدهیها}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی های شرکت}}$$

برای هر سال با استفاده از میانه شاخص Q توپین، شرکت های نمونه به دو گروه بالاتر و پایین تر از میانه تقسیم بندی شده، سپس به شرکت های گروهی که شاخص Q توپین آن بالای میانه باشد عدد صفر و به شرکت های گروه دوم عدد یک اختصاص داده می شود.

• نحوه محاسبه هزینه های نمایندگی

همان طوری که قبلاً نیز بیان گردید، در پژوهش حاضر هزینه های نمایندگی تابعی از تعامل بین شاخص Q توپین (نماینده فرصت های رشد) و جریان های نقد آزاد در نظر گرفته شده و به شرح زیر محاسبه می گردد:

معادله (۵)

$$\text{Agency costs} = \text{FCF} * \text{Tobin's} - Q$$

بالتر بودن نتیجه معادله ۵ بیانگر هزینه های نمایندگی بالا و پایین تر بودن آن بیانگر هزینه های نمایندگی پایین می باشد.

آزمون فرضیه های پژوهش و تجزیه و تحلیل یافته ها

همان طوری که قبلاً نیز بیان گردید، جهت آزمون فرضیه های پژوهش ابتدا متغیرهای پژوهش را از طریق نرم افزار Excel اندازه گیری نموده و سپس از طریق نرم افزار آماری SPSS و Eviews به آزمون فرضیه های پژوهش پرداختیم. آماره های توصیفی پژوهش و همچنین نتایج آزمون و تجزیه و تحلیل آماری فرضیه ها در نگاره های زیر آورده شده است :

نگاره ۱ : آماره های توصیفی پژوهش

آماره های توصیفی	هزینه های نمایندگی	مدیریت سود	ارزش شرکت
میانگین	-22545.6	۰,۰۳۴	۱۵۴۸۰۴۱
میانه	-۱۱۸۶,۲	-۰,۰۲۲	۸۰۱۲۸۲,۲
حداکثر	۲۹۲۷۲۵,۲	۱,۹۶	۱۰۳۹۹۱۵۳
حداقل	-۷۵۴۳۱۴,۷	-۱,۱	۱۶۹۲۰۵
چولگی	-۲,۵۵	۱,۳	۲,۸۸
کشیدگی	۱۱,۹۷	۶,۰۳	۱۱,۲۲

۱. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول در نگاره ۲ نشان داده شده است :

نگاره ۲: نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول

فرضیه ۱: بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.						
متغیر مستقل X: مدیریت سود			متغیر وابسته Y: هزینه های نمایندگی			
روش آماری: مدل رگرسیون خطی			تعداد نمونه آماری: ۸۱ شرکت			
دوره زمانی تحقیق: سالهای ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶			ارزش احتمال: ۹۹٪			
ضریب اهمیت: ۱٪						
آماره F	P-Value	آماره t		ضریب همبستگی		
		β_1	Sig.	R	R square	Adjusted R square
۳۹,۲۵	۰,۰۰۰	۶,۲۶۵	۰,۰۰۰	٪۶۷,۵	٪۴۵,۵	٪۴۴,۵
$Y_i = B_0 + \beta_1 X_i$				➔	$Y_i = -29520 + 0.675 X_i$	

همان طوری که در نگاره بالا مشاهده می نماید، در فرضیه فوق رابطه هزینه های نمایندگی و مدیریت سود از طریق مدل رگرسیونی مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. همچنان که در ستون P-Value نگاره بالا مشاهده می نماید، مقدار P-Value بدست آمده صفر می باشد که کوچکتر از ۱٪ (ضریب اهمیت) بوده در نتیجه فرضیه H_0 با احتمال ۹۹٪ تأیید نشده و فرضیه H_1 مبنی بر وجود رابطه معنادار بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود مورد تأیید قرار گرفت، که با توجه به علامت مثبت β_1 می توان بیان نمود که بین هزینه های نمایندگی و مدیریت سود یک رابطه مثبت و هم جهت وجود دارد، بدین معنی که با افزایش میزان مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هزینه های نمایندگی بیشتر می شود. همچنین در ستون های مربوط به ضریب همبستگی نگاره فوق، میزان همبستگی بین متغیر های پژوهش در سطح نسبتاً قوی نشان داده شده اند، که بیانگر تأثیر نسبتاً قوی مدیریت سود بر هزینه های نمایندگی می باشد. علاوه بر این، آماره t نیز در سطح ۹۹٪ نشان دهنده معنادار بودن β_1 (ضریب مدیریت سود) می باشد.

تبیین رابطه هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم در نگاره ۳ نشان داده شده است :

نگاره ۳: نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم

فرضیه ۲: بین ارزش شرکت و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.						
متغیر وابسته Y: ارزش شرکت			متغیر مستقل X: مدیریت سود			
تعداد نمونه آماری: ۸۱ شرکت			روش آماری: مدل رگرسیون خطی			
ارزش احتمال: ۹۵٪			دوره زمانی تحقیق: سالهای ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶			
			ضریب اهمیت: ۵٪			
F آماره	P- Value	t آماره		ضریب همبستگی		
		β_1	Sig.	R	R square	Adjusted R square
۶۶۴	۰,۰۰۰	-۱,۴	۰,۰۴	٪۹۸	٪۹۶	٪۹۵
$Y_i = B_0 + \beta_1 X_i$				$Y_i = -141175 - 0.188 X_i$		

همان طوری که در نگاره بالا مشاهده می نمایید، در فرضیه فوق رابطه ارزش شرکت و مدیریت سود برای پشتیبانی از نتایج فرضیه اول از طریق مدل رگرسیونی مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. همچنان که در ستون P- Value نگاره بالا مشاهده می نمایید، مقدار P- Value بدست آمده صفر می باشد که کوچکتر از ۵٪ (ضریب اهمیت) بوده در نتیجه فرضیه H_0 با احتمال ۹۵٪ تأیید نشده و فرضیه H_1 مبنی بر وجود رابطه معنادار بین ارزش شرکت و مدیریت سود مورد تأیید قرار گرفت، که با توجه به علامت منفی β_1 می توان بیان نمود که بین ارزش شرکت و مدیریت سود یک رابطه منفی و مخالف هم وجود دارد، بدین معنی که با افزایش میزان مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارزش شرکت کمتر می شود. همچنین در ستون های مربوط به ضریب همبستگی نگاره فوق، میزان همبستگی بین متغیر های پژوهش در

سطح بسیار قوی نشان داده شده اند، که بیانگر تأثیر بسیار شدید مدیریت سود بر ارزش شرکت می باشد. علاوه بر این، آماره t نیز در سطح ۹۵٪ نشان دهنده معنادار بودن β_1 (ضریب مدیریت سود) می باشد. در نهایت، نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم که در جهت پشتیبانی از فرضیه اول تدوین گشته بود، همسو با نتایج فرضیه اول بوده و قویاً از نتایج فرضیه اول پشتیبانی می کند.

۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم در نگاره ۴ نشان داده شده است :

نگاره ۴ : نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه سوم

فرضیه ۳: بین ارزش شرکت و هزینه های نمایندگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوسی وجود دارد.						
متغیر مستقل X: هزینه های نمایندگی			متغیر وابسته Y: ارزش شرکت			
روش آماری: مدل رگرسیون خطی			تعداد نمونه آماری: ۸۱ شرکت			
دوره زمانی تحقیق: سالهای ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۶			ارزش احتمال: ۹۹٪			
ضریب اهمیت: ۱٪						
آماره F	P-Value	آماره t		ضریب همبستگی		
		β_1	Sig.	R	R square	Adjusted R square
۲۸,۴۹	۰,۰۰۰	-۵,۳۳۸	۰,۰۰۰	٪۶۱,۴	٪۳۸	٪۳۶,۴
$Y_i = B_0 + \beta_1 X_i$				→	$Y_i = 1384036 - 0.614 X_i$	

همان طوری که در نگاره بالا مشاهده می نمایید، در فرضیه فوق رابطه ارزش شرکت و هزینه های نمایندگی برای پشتیبانی از نتایج فرضیه اول از طریق مدل رگرسیونی مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. همچنان که در ستون P-Value نگاره بالا مشاهده می نمایید، مقدار P-Value بدست آمده صفر می باشد که کوچکتر از ۱٪

نتیجه رابطه هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

(ضریب اهمیت) بوده در نتیجه فرضیه H_0 با احتمال ۹۹٪ تأیید نشده و فرضیه H_1 مبنی بر وجود رابطه معنادار بین ارزش شرکت و هزینه های نمایندگی مورد تأیید قرار گرفت، که با توجه به علامت منفی β_1 (هزینه های نمایندگی) می توان بیان نمود که بین ارزش شرکت و هزینه های نمایندگی یک رابطه منفی و مخالف هم وجود دارد، بدین معنی که با افزایش میزان هزینه های نمایندگی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارزش شرکت کمتر می شود. همچنین در ستون های مربوط به ضریب همبستگی نگاره فوق، میزان همبستگی بین متغیرهای پژوهش در سطح نسبتاً قوی نشان داده شده اند، که بیانگر تأثیر نسبتاً قوی هزینه های نمایندگی بر ارزش شرکت می باشد. علاوه بر این، آماره t نیز در سطح ۹۹٪ نشان دهنده معنادار بودن β_1 می باشد. در نهایت، نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه سوم که همانند فرضیه دوم در جهت پشتیبانی از فرضیه اول تدوین گشته بود، همسو با نتایج فرضیه اول و دوم بوده و قویاً از نتایج فرضیه اول پشتیبانی می کند.

۶- بحث و نتیجه گیری نهایی

همان طوری که در بخش ادبیات مربوط به پژوهش نیز اشاره گردید، درماندگی مالی اخیر برخی از شرکت های بزرگ از جمله انرون و ورلدکام که به دنبال تقلب های گسترده صورت گرفته در این شرکت ها، به وقوع پیوست، منجر به ایجاد این باور عمومی گردید که مدیریت سود توسط مدیران به صورت فرصت طلبانه بوده و به منظور دستیابی به منافع شخصی مدیران (به جای منافع سهامداران) انجام می شود. در پی گسترش این باور عمومی به واسطه وضع قانون ساربین اکسلی، برخی از پژوهش گران همچون پورنیست، گری، سون سوک و یانگ در سال ۲۰۰۸ و همچنین المیر و سبوعی در سال ۲۰۰۸ سعی کردند تا از طریق تئوری نمایندگی به تفکیک مدیریت سود فرصت طلبانه از مدیریت سود سودمند بپردازند. یافته های ناشی از مطالعات این پژوهش گران حاکی از آن بود که، در صورتی که مدیریت سود با اهداف فرصت طلبانه توسط مدیران انجام شود، در آن صورت شرکت هایی که هزینه های نمایندگی بیشتری دارند، مدیریت سود بالایی را نشان خواهند داد. به عبارتی دیگر، میزان مدیریت سود با شدت تضاد نمایندگی رابطه مثبتی دارد. اما در

صورتی که مدیریت سود در جهت منافع شخصی مدیران نباشد، در آن صورت انتظار می رود که شرکت های دارای هزینه های نمایندگی بالا، از مدیریت سود پایینی برخوردار باشند، به خاطر اینکه مدیران، سودها را در جهت منافع شخصی خودشان مدیریت نکرده و در واقع مدیریت سود در چنین شرکت هایی ارتباطات مابین مدیران و مالکان را بهبود می بخشد، همچنین، این پژوهش گران در پژوهش های خود بدین نتیجه دست یافتند که بین ارزش شرکت و میزان مدیریت سود رابطه مثبتی وجود دارد، به بیانی دیگر، چنان چه مدیریت سود فرصت طلبانه نبوده و در جهت منافع سهامداران باشد، منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد از سویی دیگر، برخی دیگر از پژوهش گران بیان نمودند که هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه هایی را داشته باشد ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. در پی پژوهش های فوق الذکر، و با الهام از نتایج مطالعات پژوهش گران در این زمینه، ما نیز سعی نمودیم در پژوهش حاضر به بررسی این موضوع بپردازیم که آیا مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت منافع شخصی مدیران صورت می گیرد یا در جهت منافع شرکت؟ به عبارتی دیگر، آیا مدیریت سود در شرکت های ایرانی فرصت طلبانه است یا سودمند؟ جهت بررسی موضوع فوق، سه متغیر مدیریت سود، هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت را از سه جنبه متفاوت و در قالب سه فرضیه مورد بررسی و آزمون قرار دادیم. فرضیه های پژوهش به نحوی تدوین شده اند که بتوان از نتایج به دست آمده از آزمون هر یک از آنها در جهت پشتیبانی از فرضیه های دیگر پژوهش استفاده نمود. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه اول نشان داد که بین مدیریت سود و هزینه های نمایندگی، رابطه همبستگی مثبت و نسبتاً قوی وجود دارد. به عبارتی دیگر، با افزایش مدیریت سود هزینه های نمایندگی نیز افزایش می یابد، و این بدین معنا است که مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت منافع شخصی مدیران بوده و فرصت طلبانه می باشد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم که در جهت پشتیبانی از نتایج فرضیه اول تدوین شده بود، نشان داد که بین مدیریت سود و ارزش شرکت یک رابطه همبستگی معکوس بسیار قوی وجود دارد. به عبارتی دیگر، با افزایش مدیریت سود، ارزش شرکت کاهش می یابد، و این بدین معنا است که

تبیین رابطه هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت منافع شرکت نبوده و مدیران این شرکت ها از مدیریت سود در جهت منافع شخصی خود استفاده می کنند که این نتیجه گیری قویاً از نتایج به دست آمده از فرضیه اول پشتیبانی می کند. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه سوم نیز که همانند فرضیه دوم در جهت پشتیبانی از فرضیه اول تدوین شده بود، نشان داد که بین هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت یک رابطه همبستگی نسبتاً قوی معکوس وجود دارد، که این نتیجه نیز همانند فرضیه اول و دوم نشان دهنده فرصت طلبانه بودن مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در آخر لازم به ذکر است که نتایج به دست آمده از پژوهش حاضر با نتایج حاصل شده از مطالعات پورنیست، گری، سون سوک و یانگ در سال ۲۰۰۸ و همچنین المیر و سبوعی در سال ۲۰۰۸ انطباق کامل دارد.

۷- پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

از آنجایی که نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه های پژوهش، بیانگر این مطلب می باشد که مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به جای اینکه از مدیریت سود به عنوان ابزاری در جهت تأمین منافع شرکت استفاده نمایند، از آن به عنوان ابزاری در جهت افزایش منافع شخصی خود بهره می جویند. لذا، از آنجایی که بازار سرمایه به عنوان یکی از مؤلفه های مهم اقتصادی در هر کشور محسوب گردیده و همانند دماسنج اقتصادی نشان دهنده وضعیت اقتصادی آن کشور می باشد و از سویی دیگر، عملکرد شرکت های فعال در بازار سرمایه نیز مستقیماً بر روی عملکرد بورس اوراق بهادار تأثیر می گذارد، بنابراین، به بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می گردد، تا با وضع مکانیزم های کنترلی و نظارتی بیشتر و قوی تر بر روی گزارشات و عملکرد مالی این شرکت ها، موجب ایجاد اطمینان خاطر بیشتری برای سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در این شرکت ها از بابت تأمین منافعشان گردیده تا شاید بتوان از این طریق منافع احتمالی حاصل از مدیریت سود توسط مدیران شرکت ها را به سوی مالکان و سرمایه گذاران در آن شرکت ها روانه ساخت، تا از این طریق بتوانیم با بهبود عملکرد شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران و افزایش ارزش این شرکت ها که در نهایت منجر به افزایش

ثروت سهامداران آن شرکت ها می گردد، از سرمایه های موجود در این بازار به نفع توسعه اقتصادی کشور بهره جوییم.

فهرست منابع

- ۱) بولو، قاسم و سید علی حسینی (۱۳۸۶)، مدیریت سود و اندازه گیری آن، مجله حسابداری رسمی، شماره ۱۲، ص ۷۲-۸۸.
- ۲) ثقفی، علی و مهدی بهار مقدم (۱۳۸۷)، محرک های موثر بر مدیریت سود، فصلنامه توسعه و سرمایه، شماره ۲، ص ۱۰۳-۱۲۵.
- ۳) جوادیان کوتنایی، حمیدرضا (۱۳۷۹)، هموارسازی سود، ماهنامه حسابداری، شماره ۱۳۶.
- ۴) خانی، عبدالله (۱۳۸۲)، مدیریت سود و پاداش مدیران: مطالعه جهت شفاف سازی اطلاعات مالی، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ۵) کردستانی، غلامرضا و حبیب امیر بیگی (۱۳۸۷)، محافظه کاری در گزارش گری مالی: بررسی رابطه عدم تقارن زمانی سود و MTB به عنوان دو معیار ارزیابی محافظه-کاری، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ص ۸۹-۱۰۶.
- ۶) ملا نظری، مهناز، کریمی زند، ساناز (۱۳۸۶)، بررسی ارتباط بین هموارسازی سود با نوع صنعت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۷، ۸۳-۱۰۰.
- ۷) نوروش، ایرج؛ نیکبخت، محمدرضا و سپاسی، سحر. (۱۳۸۴). "بررسی مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۲، ۱۶۵-۱۷۷.
- ۸) نوروش، ایرج، غلامرضا کرمی و جلال وافی ثانی (۱۳۸۸)، بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره اول، ص ۲۷-۴.
- 9) Ang, J., Cole, R. & Lin, J. (2000), Agency costs and ownership structure, The Journal of finance, 55: 81-106.

- 10) Chung R, Firth M, Kim J. (2005), Earning management, surplus free cash flow, and external monitoring, Journal of Business Research, 58: 766-776.
- 11) Coles, J., Lemmon, M. & Mescke, J. (2005), Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance, Arizona State University working paper.
- 12) Denis, D. K., McConnell, J. J. (2003), International Corporate Governance, Finance Working Paper, 5: 1- 62.
- 13) El Mir, a. & Seboui, s. (2008), Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value, Corporate governance, 8: 46-58.
- 14) Fleming, G., R. Heaney & McCosker. (2005), Agency costs and ownership structure in Australia, Pacific- Basin Finance Journal, 13: 29-52.
- 15) Florackis, C. (2008), Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms, International Journal of Managerial Finance, 4: 37-59.
- 16) Hope. T. & Hope, J. (1996). Transforming the Botton Line, 2nd Ed. Boston, Harvard Business School Press.
- 17) Jensen MC.(1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers.American Economics Review, 76:323–339.
- 18) Jensen, M., & Meckling, W. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of financial economics, 3: 305-360.
- 19) McConnell, J., & Servaes, H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, Journal of financial economics, 27: 595-612.
- 20) McKnight, F. & Weir, C. (2008), Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis, The quarterly Review of Economics and Finance.
- 21) Opler,t. ,&Titman,S., (1993), The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs financial distress costs, Journal Of Finance, 48:1985-1999
- 22) Pornsit Jiraporna, Gary A. Millerb, Soon Suk Yoonc, Young S. Kimd, (2008), Is earnings management opportunistic or

-
- beneficial? An agency theory perspective, *International Review of Financial Analysis*, 17: 622–634.
- 23) Pornsit, J., Gary A, M., Soon Suk, Y. & Young S, K. (2008), Is earnings anagement opportunistic or beneficial? An agency theory perspective, *International Review of Financial Analysis* 17 : 622–634
- 24) Singh, M. & Davidson, W.A.(2003), Agency costs, ownership structures and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance*, 27: 793-816.
- 25) Watts RL, Zimmerman JL.(1983), Agency problems, auditing, and the theory of the firm: some evidence. *Journal of Law Economic*, 26: 613 –633.
- 26) Wild, J.J. Bernstein, L.A. and Subramanyam, K. R. (2001). *Financial Statement Analysis*, 7th Ed. New York, Mc Graw – Hill, Higher Education

یادداشت‌ها

-
- ¹ opportunistic
² beneficial
³ Jensen & Meckling
⁴ Pornsit, Gary, Soon Suk & Young.
⁵ El Mir & Seboui
⁶ Hope & Hope
⁷ Wild, Bernstein & Subramanyam
⁸ Ang, Cole. & Lin
⁹ Singh, Davidson
¹⁰ Florackis
¹¹ Fleming, Heaney, McCosker
¹² McKnight, Weir
¹³ Coles, Lemmon & Mescke
¹⁴ Jensen
¹⁵ Watts, Zimmerman
¹⁶ Richardson
¹⁷ Opler, Titman
¹⁸ Chung, Firth & Kim
¹⁹ Pornsit, Gary, Soon, Young
²⁰ Sarbane–Oxley
²¹ Arya, Glover, & Sunder, 2003; Demski, 1998; Guay, Kothari, & Watts, 1996; Healy & Palepu, 1993; Holthausen, 1990; Subramanyam, 1996; Watts & Zimmerman, 1986
²² El Mir & Seboui
²³ Lehn, Poulsen
²⁴ McCannell, Servaes