

بررسی اثر تعدیل کنندگی رفتارهای فرصت طلبانه مدیران بر روابط بین کیفیت سود و ارزش شرکت

سوگند جباری^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۱۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۱/۲۰

چکیده

این پژوهش در پی یافتن پاسخی برای فرضیه‌هایی نظیر این که آیا کیفیت سود می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت گردد و این که آیا رفتارهای فرصت طلبانه مدیران همانند اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد، اثر تعدیل کنندگی در رابطه ی بین کیفیت سود و ارزش شرکت دارند، است. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه نه ساله ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ می‌باشد، که بر اساس روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، تعداد ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه آماری برگزیده شده‌اند. پژوهش حاضر از نوع تحلیل همبستگی داده‌های ترکیبی پس‌رویدادی می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها از روش روش داده‌های ترکیبی و تحلیل همبستگی بهره گرفته شده‌است. همچنین، برای تحلیل‌های آماری از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۰ استفاده شده‌است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت سود بر ارزش شرکت اثر مثبت و معناداری دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم و سوم پژوهش نشان می‌دهند که معیارهای رفتار فرصت طلبانه مدیران (اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد)، نقش تعدیل-کنندگی بر رابطه ی بین ارزش شرکت و کیفیت سود دارند.

واژگان کلیدی

ارزش شرکت، کیفیت سود، معیارهای رفتار فرصت طلبانه مدیران، اهرم مالی، جریان وجه نقد آزاد

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات، ایران.

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 نمی‌دهند و عواملی همانند دارایی‌های نامشهود و الگوی نوین سازمانی مبتنی بر استراتژی مداری و ارزش‌آفرینی است که مورد توجه سهامداران برای ارزش‌گذاری واحد تجاری است (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲). یکی از اهداف مهم گزارشگری مالی، ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری است. استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری بر اساس اطلاعات گزارش شده در صورت‌های مالی به ارزیابی سودآوری و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی شرکت پرداخته و سپس با برقرار کردن ارتباط منطقی بین سودآوری و جریان‌های نقدی آتی، ارزش شرکت را ارزیابی و بر اساس این پیش‌بینی‌ها تصمیم می‌گیرند. بحران مالی سال ۱۹۹۸ که بازارهای سرمایه سراسر جهان را تحت تأثیر قرارداد و بحران‌های پس از ماجرای شرکت انرون^۱، نگرانی‌های جدی را در مورد کیفیت سود به وجود آورد و ضرورت برخورداری از اطلاعات جامع، شفاف و دارای قابلیت مقایسه را برجسته‌تر کرد. مدیران شرکت‌ها در حال حاضر دورانی را پیش روی دارند که آن‌ها را ملزم می‌سازد تا چارچوب اقتصادی جدیدی در شرکت‌های خود مستقر کنند که ارزش و سودآوری را بهتر منعکس کند. (کوپر و دیگران^۲، ۲۰۰۴؛ واگت^۳، ۲۰۰۰).

تعیین ارزش شرکت بر اساس محتوای اطلاعاتی مندرج در صورت‌های مالی یکی از مسائل پرچالشی است که همواره مورد توجه تحقیقگران، خبرگان حوزه حسابداری و مدیران امور مالی شرکت‌ها قرار گرفته است. این اهمیت باعث شده است تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل برای یافتن روش‌های نوین ارزش‌گذاری تلاش‌های زیادی در طی دهه‌های گذشته انجام دهند. اطلاعات حسابداری از مهمترین منابع اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران به منظور خرید و فروش در مورد خرید و فروش سهام شرکت‌ها در تعیین ارزش از آن استفاده می‌کنند سود حسابداری نیز از جمله تاثیرگذارترین و مهمترین بخش از اطلاعات حسابداری محصول گزارشگری مالی است که نه تنها مورد توجه مدیران و سهامداران می‌باشد، بلکه می‌توان گفت که کل افراد جامعه را که چه به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم در بازار سرمایه گذاری کرده و یا خواستار سرمایه‌گذاری هستند، تحت تاثیر خود قرار داده و با توجه به اینکه یکی از مهمترین عوامل تاثیرگذار بر تصمیمات اشخاص می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت که نه تنها کمیت سود بلکه از آن مهمتر کیفیت سود است که مخصوصا در درازمدت می‌تواند بازار سرمایه را تحت تأثیر خود قرار داده و موجب تخصیص بهینه منابع گردد (صادقی، ۱۳۹۴). سود یکی از اساسی‌ترین عناصر صورت‌های مالی است، که همواره مورد توجه کلیه ذی‌نفعان قرار گرفته است و از آن به عنوان معیاری برای ارزیابی تداوم فعالیت، عملکرد واحد تجاری، سنجش توان سودآوری و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی واحد تجاری استفاده می‌شود. اختیار عمل مدیران در استفاده از اصول تحقق و

¹. Enron

². Coper et al

³. Wagett

تطابق و همچنین برآورد و پیش‌بینی، از جمله عواملی است که کیفیت سود را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین کیفیت سود شرکت‌ها تحت تأثیر مبانی گزارشگری و صلاح دید مدیران قرار می‌گیرد (حاجی غلام سریزدی، ۱۳۹۷). از سویی مدیران از اطلاعات مرتبط با سود به منظور انتقال اطلاعات مفید و گاهاً محرمانه عملکرد شرکت به سهامداران و طلبکاران، استفاده می‌کنند که بعضاً برای سهامداران و عموم ضرری ندارد. اما اگر مدیران به جای در نظر گرفتن منافع سهامداران و عموم، سود را جهت منافع شخصی خود مدیریت نمایند، دیدگاه خود را به سمت دیدگاه فرصت طلبانه تغییر می‌دهند. رفتارهای فرصت طلبانه، با عنوان دستکاری نتایج عملیات به صورت فرصت طلبانه می‌باشد تا بیشترین منافع را برای خودشان کسب کنند (مرفوع و حسن زاده دیوا، ۱۳۹۹). سرمایه گذاران برای شرکت هایی که دارای سود ثابت و پایدار هستند، ارزش بیشتری قائل می‌شوند، در نتیجه مدیران ممکن است برای افزایش قیمت سهام شرکت خود به رفتارهای فرصت طلبانه روی آورند منظور از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، تصمیمات سرمایه گذاری است که مدیران در موقعیت نامطمئن و پرخطر می‌گیرند و معمولاً بازده متفاوتی از جریان عادی عملیات شرکت دارد. عوامل مختلفی زمینه ساز رفتارهای فرصت طلبانه مدیران است و یا این که آن‌ها را در این زمینه محدود می‌کند. از بین عوامل موثر بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران میتوان به نسبت سود آوری، اهرم مالی، مدیریت احساسات، کوته بینی مدیریت و.... اشاره کرد (مرفوع و حسن زاده دیوا، ۱۳۹۹).

با توجه به مشکلات مالی بوجود آمده طی سال‌های اخیر اعم از تشدید تحریم‌ها و شیوع ویروس کرونا اقتصاد کشور در شرایط بحران به سر می‌برد و در این شرایط بحرانی، مدیران تشویق به انجام رفتارهای فرصت طلبانه جهت دستیابی به منافع شخصی، انتظارات بازار و حداکثرسازی پاداش در کوتاه مدت می‌شوند که این تصمیمات آن‌ها می‌تواند بر تصمیمات سرمایه گذاران، بازده سهام و همچنین بر ارزش شرکت اثرگذار باشد. در این تحقیق، با توجه به مطالب مطروحه فوق تحقیقگر برآنست تا نقش تعدیل کنندگی رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را در قالب واژه‌های وجوه نقد آزاد و اهرم مالی بر روابط بین کیفیت سود و ارزش شرکت بررسی نماید. در خصوص موضوع تحقیق حاضر و یا به عبارت بهتر در رابطه با نقش تعدیلی مولفه‌های رفتار فرصت طلبانه مدیران (اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد) بر رابطه بین ارزش شرکت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چنانکه در پیشینه بحث در ادامه خواهد آمد- با بررسی تحقیق‌های انجام شده تحقیقی که به بررسی نقش تعدیلی مولفه‌های رفتار فرصت طلبانه مدیران (اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد) بر رابطه بین ارزش شرکت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در ایران و سایر کشورها پردازد مشاهده نشده است و تحقیقات گذشته تاکنون نتوانسته‌اند اثرات مشترک مولفه‌های رفتار فرصت طلبانه مدیران (اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد) را بر ارزش شرکت روشن سازند؛ از این رو فهم امکان تعامل میان مولفه‌های رفتار فرصت طلبانه مدیران (اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد) تاکنون کشف نشده است و شواهد مربوط به اثر مشترک مولفه‌های رفتار فرصت طلبانه مدیران (اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد) بر ارزش شرکت بسیار اندک است. در نتیجه تحقیق حاضر اولین تحقیق در نوع خود به شمار می‌رود. با توجه به تحقیقات

انجام شده در بازار کامل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران تأثیری بر ارزش آن‌ها ندارد (استیگلتز^۱، ۱۹۷۴). اما در بازارهای آزاد و بدون رقابت، در نبود نظارت موثر، مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی کم، یا منفی را انتخاب کنند که وجوه مالی یا پاداش‌های دیگری را به دست آورند. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که این قبیل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران ممکن است توسط سهامداران جهت اطمینان از این که دارایی‌ها به طور کارا استفاده شده‌اند نظارت شوند تا ارزش سهامداران افزایش یابد (حاتم، ۱۳۹۱). بنابراین در این تحقیق، تأکید بر بررسی اثر تعدیل کنندگی رفتارهای فرصت طلبانه مدیران بر روابط بین کیفیت سود و ارزش شرکت می‌باشد.

مبانی نظری فرضیه‌ها

با پیشرفت‌های سریع علم و فن آوری، اقتصاد و تجارت وارد مرحله جدیدی شده است. جهانی شدن سازمانها و پیشرفت فناوری اطلاعات باعث شده است که انتظارات سرمایه‌گذاران از اطلاعات مالی و حسابداری افزایش یافته و در نتیجه موجب افزایش تقاضا برای معیارهای مربوط و شفاف اندازه‌گیری عملکرد شده است. و امروزه سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و مدیران در جستجوی شاخصی به موقع و قابل اتکا برای اندازه‌گیری ثروت سهامداران هستند که از میان آنها می‌توان به جریان وجه نقد آزاد اشاره کرد. پابلو فرناندز^۲ (۲۰۰۲) اعتقاد دارد یک اصل حسابداری وجود دارد که اگر چه نمی‌توان آن را به طور مطلق صحیح دانست، اما می‌توان آن را به عنوان دیدگاهی خوب به شمار آورد. «آن اصل، این است که سود خالص یک عقیده است، اما جریان وجه نقد یک واقعیت است.» بنابراین افزایش ثروت سهامداران و ارزش شرکت مستلزم کنترل و کاهش هزینه نمایندگی می‌باشد تضاد منافع هنگامی شدیدتر می‌شود که شرکت جریان وجه نقد آزاد با اهمیتی (بالا) داشته باشد طبق این فرضیه شرکتهایی با جریانهای نقدی آزاد با اهمیت، می‌توانند از طریق افزایش سودهای تقسیمی و بدهی، تضاد منافع ناشی از جریانهای نقدی آزاد را کاهش دهند (عبداللهی و رضایی، ۱۳۹۹).

ارزش یک ورق بهادار را می‌توان بر حسب مقدار پولی که در زمان مشخص بابت آن پرداخت می‌شود تعریف کرد. ارزش یک ورق بهادار در بازار آن، (البته در صورت وجود بازار یا بر حسب قواعد و رویه‌های قابل اعمال حسابداری برای آن) تعیین می‌شود (پاویر، ۱۳۹۴).

ارزش ذاتی یک ورق بهادار عبارت است از ارزش واقعی یک ورقه بدهی یا یک ورقه سرمایه‌ای که از «قیمت جاری بازار» هر یک از آنها متمایز است.

۱. ارزش دارایی‌های شرکت: ارزش بازار دارائی‌های فیزیکی نگهداری شده شرکت در مواقعی مثل بازپرداخت دیون و یا توزیع سود بین سهامداران که از طریق نقد کردن آنان صورت می‌پذیرد. وجود اینگونه دارائی‌ها موجب افزایش ارزش ذاتی اوراق بهادار شرکت می‌گردد.

¹. Stiglitz

². Pablo Fernandez

۲. بهره و سود سهام احتمالی آتی شرکت: میزان قطعیت پرداخت بهره و سود سهام احتمالی شرکت‌ها دارای ارتباطی مثبت با ارزش ذاتی اوراق بهادار شرکت است.

۳. سودهای احتمالی آتی شرکت: میزان کسب سودهای آتی شرکت در سطحی معقول، یکی از مهم‌ترین عوامل موثر بر ارزش ذاتی اوراق بهادار است.

۴. نرخ رشد احتمالی آتی: میزان رشدی آتی یک شرکت (فسو و همکاران، ۲۰۱۶)^۱

مدیران شرکت‌ها در حال حاضر دورانی را پیش روی دارند که آنها را ملزم می‌سازد، چارچوب اقتصادی جدیدی در شرکت‌های خود مستقر کنند، که ارزش و سودآوری را بهتر منعکس کند. سهام داران به عنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند، با توجه به اینکه افزایش ثروت، نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزش‌یابی واحد تجاری برای مالکان، دارای اهمیت فراوانی است. در ادبیات جدید مفهوم مدیریت، یعنی کار با دیگران جایگزین کار توسط دیگران شده است. این امر بر پیچیدگی مدیریت افزوده و در آینده نیز خواهد افزود. بنابراین پارادایم‌های جدید در این حوزه آشکار شده است. از جمله این پارادایم‌ها؛ هدف ارزش‌آفرینی، در سر لوحه اهداف مدیریت قرار گرفته است. مدیریت ارزش‌آفرین می‌بایست از سازوکارها و شیوه‌های مدیریتی موثر بر ارزش‌آفرینی بهره برده و در عمل بکار گیرد. توفیق در میزان ارزش‌آفرینی تا حدود زیادی به کیفیت سنجش تقسیم سود بستگی دارد (کیم و همکاران^۲، ۲۰۱۸).

سرمایه، یکی از محدودترین منابع اقتصادی کشورها محسوب می‌شود و به همین دلیل اقتصاددانان و متخصصین امور مالی همواره در پی راه‌های استفاده مطلوب از آن برای گذشتن در اختیار مدیران واحدهای اقتصادی هستند. بنابراین، آنچه که نیاز به بررسی و تجدید نظر دارد، اعتبار رویه‌هایی است که برای تخصیص مطلوب منابع و پس‌اندازهای جامعه در فعالیت‌های کارا و پر بازده استفاده می‌شود و در نهایت منجر به رشد اقتصادی و اجتماعی و جلب اطمینان مردم در بکارگیری مناسب سرمایه آنها می‌شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۸).

نقش اساسی اطلاعات حسابداری در بازارهای مالی فراهم کردن زمینه‌های لازم برای تخصیص بهینه منابع است. در پی رسوایی مالی اخیر، اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به سیستم گزارشگری مالی ضعیف شده و کیفیت سود به عنوان یک عامل در تعیین اعتبار ارقام گزارش شده پدیدار گشت. در نتیجه، تعیین کیفیت اطلاعات حسابداری و نتایج حاصل از آن، مورد علاقه سرمایه‌گذاران، مدیران، قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردها است. تحلیل گران مالی، مدیران و سرمایه‌گذاران در سالهای اخیر به گزارش سودآوری شرکت‌ها توجه زیادی داشته‌اند. مدیران علاقه‌مند به حفظ رشد سود هستند زیرا، پاداش آنان اغلب به سود شرکت وابسته است. سود حسابداری و اجزای آن از جمله اطلاعاتی محسوب می‌شود که در هنگام تصمیم‌گیری توسط افراد در نظر گرفته می‌شود. سود حسابداری مبتنی بر ارقام تعهدی از نظر

^۱. Fosu & et al.

^۲. Kim et al

بسیاری از کاربران اطلاعات صورت‌های مالی، ابزاری برای سنجش عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شود. منظور از ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ارزیابی کلی وضعیت مالی و نتایج عملیات برای تصمیم‌گیری‌های منطقی است. در طول سه دهه اخیر بحث کیفیت سود مورد توجه خاص تحقیقگران قرار گرفته و تلاش بر این بوده است که با دست یافتن به یک روش منطقی و معتبر، کیفیت سود مورد ارزیابی قرار گرفته و عوامل تأثیرگذار بر آن شناسایی شود (دسای و همکاران^۱، ۲۰۰۹).

غالباً استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی به دنبال سود واقعی هستند. در واقع بحث کیفیت سود زمانی مطرح می‌شود، که تحلیل‌گران مالی تلاش می‌کنند تا اطمینان حاصل نمایند، چه اندازه از سود خالص گزارش شده منعکس‌کننده سود واقعی است. در ارزیابی کیفیت سود، استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی معمولاً به ساختار اجزای سود خالص توجه می‌کنند (ظریف فرد، ۱۳۷۸). ارزیابی کیفیت ارقام گزارش شده توسط شرکت از این رو مفید است که استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا با تعدیل اطلاعات مالی گزارش شده به ارزیابی صحیح‌تری از ارزش شرکت برسند. در این زمینه باروچ‌لو استاد حسابداری دانشگاه نیویورک می‌گوید: «سودهای تعدیل شده با کیفیت در مقایسه با سودهای گزارش شده رابطه بسیار نزدیک‌تری با رفتار قیمت سهام در طول زمان دارد. از دست رفتن کیفیت سود قیمت‌های سهام را در آینده خراب می‌کند.» (لو^۲، ۱۹۸۹).

بر طبق مفهوم سودمندی تصمیم‌ارائه شده توسط هیأت استانداردهای حسابداری مالی ایالات متحده، کیفیت سود به صورت عام‌تر کیفیت گزارش‌گری مالی، مورد علاقه کسانی است که از گزارش‌های مالی برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و انعقاد قراردادهای مختلف استفاده می‌کنند. علاوه بر این، می‌توان گفت که از دیدگاه تدوین‌کنندگان استانداردها، کیفیت گزارش‌های مالی به صورت غیر مستقیم نشان‌دهنده کیفیت استانداردهای گزارش‌گری مالی است. سود گزارش شده و روابط بدست آمده از آن معمولاً در قراردادهای حقوق و پاداش و قراردادهای استقراض استفاده می‌شوند. تصمیم‌گیری برای قراردادی بر اساس کیفیت سود پایین، انتقال ناخواسته ثروت خواهد شد. برای نمونه سودهای بیش از حد نشان داده شده که به عنوان معیار ارزیابی عملکرد مدیریت قرار می‌گیرد، منجر به تعلق حقوق و مزایای بیش از اندازه به مدیریت خواهد شد. به گونه‌ای مشابه، سودهای متورم ممکن است ورشکستگی ناگهانی شرکت را پنهان سازد که این خود باعث اعتبار دادن نادرست از سوی اعتبار دهندگان خواهد شد.

از دیدگاه سرمایه‌گذاری، کیفیت سود پایین مطلوب نیست زیرا نشانگر وجود ریسک در تخصیص منابع به آن بخش می‌باشد و باعث کاهش رشد اقتصادی از طریق تخصیص نادرست سرمایه‌ها خواهد شد. از طرفی، کیفیت سود پایین باعث انحراف منابع از طرح‌های بازده واقعی به طرح‌های با بازده غیر واقعی می‌شود که کاهش رشد اقتصادی را در پی خواهد داشت (اسماعیلی، ۱۳۸۶، ۳۰).

^۱. Desai et al

^۲. Lev

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین کیفیت سود و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در رابطه بین کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارند.

۱-۲. اهرم مالی در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارد

۲-۲. جریان نقدی آزاد در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارد.

پیشینه تجربی پژوهش

بخشی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تاثیر فشار زمانی حسابر بر کیفیت حسابرسی و کیفیت سود با تأکید بر نقش تعدیلی استرس کاری حسابرسان پرداختند. آزمون فرضیه ها با استفاده از روش آماری تحلیل رگرسیون با داده های ترکیبی با استفاده از اطلاعات ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ انجام شده است. یافته های فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که فشار زمانی حسابر بر باعث کاهش کیفیت سود می گردد و براساس یافته های فرضیه دوم، فشار زمانی حسابر بر، کیفیت حسابرسی را کاهش می دهد. همچنین نتیجه فرضیه سوم حاکی از آن است که استرس کاری حسابرسان باعث تشدید ارتباط منفی فشار زمانی حسابر بر و کیفیت سود می گردد. در نهایت بر اساس فرضیه چهارم پژوهش، استرس کاری حسابرسان باعث تشدید ارتباط منفی فشار زمانی حسابر بر و کیفیت حسابرسی می گردد.

مجیدیان (۱۴۰۰): در تحقیقی به بررسی تاثیر کیفیت سود، اهرم مالی و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی اقتصادسنجی (رگرسیون چند متغیره) پرداخت. نتایج فرضیه اول نشان داد که شرکت هایی که کسری اهرم مالی دارند، کیفیت سود ضعیف تری ندارند و همچنین نتایج فرضیه دوم نشان داد که در شرکت های دارای مازاد اهرم مالی بین کیفیت سود و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. نتایج فرضیه سوم حاکی از آن است که در شرکت های دارای کسری اهرم مالی بین کیفیت سود و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود ندارد.

پرتوی و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی تاثیر جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه گذاری پرداختند. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. برای تعیین و حجم نمونه، ضمن تعریف معیارهایی توسط محقق با روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۳۴ شرکت انتخاب گردید. این پژوهش نیمه تجربی با رویکرد پس رویدادی بود و روش بکار گرفته شده، همبستگی-تحلیل رگرسیون از نوع کاربردی و جهت بررسی تاثیر متغیر مستقل (جریان نقد آزاد) بر متغیر وابسته (سرمایه گذاری) از مدل های اقتصادسنجی بهره گرفته شده است. فرضیه ها به روش رگرسیون چند متغیر پانل بررسی و روش تخمین داده مدل پویا با استفاده از رگرسیون گشتاورهای تعمیم یافته است. نتایج حاکی از آن است که جریان نقد آزاد تاثیر مثبت و معنادار بر سرمایه گذاری بیش از حد و ناکافی دارد.

طباطبایی نسب و شاه مرادی (۱۴۰۰) در پژوهشی رابطه پویای کیفیت سود و بازده شرکت ها و تاثیر بحران های ارزی بر این رابطه با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته مورد بررسی قرار دادند. برای ارزیابی کیفیت سود حسابداری از سه

معیار میزان ارزیابی سود ناخالص، میزان تحقق نقدی سود و مدیریت سود واقعی بهره گرفته شده است. همچنین از شاخص فشاربازار ارز برای سنجش بحران ارزی به عنوان شاخصی از نااطمینانی اقتصادی استفاده شده است. بدین منظور نمونه ای شامل ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۷ به روش حذف سیستماتیک مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت مابین معیارهای کیفیت سود و بازده و اثرگذاری معکوس بحران ارزی بر این رابطه بوده است.

دانشور بنداری و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به مقایسه چهار شاخص کیفیت سود که صرفاً از داده های حسابداری جهت تعیین میزان کیفیت سود استفاده می کنند و تعیین میزان تأثیر آن ها بر درجه ریسک اعتباری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور اطلاعات ۱۵۶ شرکت بین سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ جمع آوری و در این ارتباط از ۲۰ شاخص مالی جهت تعیین ریسک اعتباری و سپس رتبه بندی آن به روش تحلیل پوششی داده ها، استفاده شده است. رابطه شاخص های موردنظر با رتبه اعتباری هر شرکت نیز مورد آزمون قرار گرفت و تأیید شد. همچنین از چهار شاخص کیفیت سود شامل ویژگی های پایداری و قابلیت پیش بینی، رابطه سود و وجه نقد، اقلام تعهدی و نهایتاً ضریب واکنش سود و ضریب واکنش تعدیل شده سود، استفاده شد. ابتدا رابطه شاخص های مالی با رتبه اعتباری تعیین شده به روش تحلیل پوششی داده ها، در قالب مدل رگرسیون آزمون و اعتبار مدل تأیید شد سپس رابطه چهار شاخص کیفیت سود با رتبه اعتباری هر شرکت مورد آزمون قرار گرفت. از این پژوهش می توان نتیجه گرفت که میان ریسک اعتباری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شاخص های عمده کیفیت سود آن ها رابطه معناداری وجود دارد.

فروغی و جهانبخش (۱۳۹۹): در مطالعه ای با عنوان نقش تعدیل کننده اهرم های مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت، در بین ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ی زمانی سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۵ پرداختند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد؛ همچنین اهرم های مالی شدت اثرگذاری تعدیل کننده ای داشته اند در حالی که سیاست های تقسیم سود اثرات تعدیل کننده ای نداشته اند.

آلویس (۲۰۲۱) در مطالعه ای به بررسی رابطه بین جریان نقدی آزاد (FCF) و حق الزحمه حسابرسی را با استفاده از نظریه FCF جنسن (۱۹۸۶) پرداختند همچنین بررسی کردند آیا سطح اهرم رابطه بین FCF و حق الزحمه حسابرسی را تعدیل می کند یا خیر. در این مطالعه از مدل رگرسیون OLS برای بررسی اثر FCF بر حق الزحمه حسابرسی و آزمایش اینکه آیا سطوح اهرم آن رابطه را برای نمونه های شرکت های فهرست شده پرتغالی و اسپانیایی برای دوره ۲۰۱۰-۲۰۱۸ تعدیل می کند، استفاده کردند. مطابق با فرضیه FCF جنسن (۱۹۸۶)، این مطالعه نشان داد که شرکت هایی با FCF بالا هزینه های حسابرسی بیشتری می پردازند. علاوه بر این، نتایج همچنین نشان دادند که تأثیر مثبت FCF بر حق الزحمه حسابرسی به تدریج در سطوح بالاتر اهرم کاهش می یابد. (Alves, S, 2021)

بادی و همکاران (۲۰۲۱) در تحقیقی به تعیین تأثیر ارزش شرکت، اهرم و اندازه شرکت بر پایداری سود در شرکت‌های فهرست شده در شاخص اسلامی جا کارتا (JII) پرداختند. رویکرد مورد استفاده در این تحقیق، رویکرد کمی بود روش نمونه گیری با استفاده از روش نمونه گیری هدفمند و تحلیل داده‌ها با استفاده از تحلیل رگرسیون خطی چندگانه انجام و نمونه های متناسب با معیارها توسط ۲۳ شرکت در دوره مشاهده ۲۰۱۵-۲۰۱۹ به دست آمد. سپس داده‌ها با استفاده از مدل تحلیل رگرسیون داده‌های SPSS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج نشان داد که ارزش شرکت تأثیر معنی داری بر تداوم سود ندارد، اهرم و اندازه شرکت تأثیر معنی داری بر تداوم سود در شرکت‌های فهرست شده در شاخص اسلامی جا کارتا (JII) دارد.

جیهادی و همکاران (۲۰۲۱) در تحقیقی با هدف بررسی تأثیر نقدینگی، فعالیت، اهرم و سودآوری بر ارزش شرکت و همچنین تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) که در این پژوهش یک تعدیل کننده و اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی است، پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که نسبت‌های نقدینگی، فعالیت، اهرم و سودآوری به ارزش شرکت مطابق با فرضیه اولیه تحقیق مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR) به عنوان یک متغیر تعدیل کننده و متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی بر تأثیر نسبت‌های مالی (نقدینگی، فعالیت، اهرم و سودآوری) بر ارزش شرکت نقش دارد. مفهوم این تحقیق این است که CSR نقش بسیار مهمی در افزایش ارزش شرکت دارد. برای جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، شرکت‌ها باید نه تنها به عملکرد مالی بلکه به عملکرد اجتماعی نیز توجه کنند. شرکت‌های بزرگ تمایل دارند CSR بیشتری انجام دهند تا ارزش شرکت افزایش یابد.

میان و افزا (۲۰۱۸)^۱: در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر رفتار مدیریتی مدیریت سود بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق نشان دادند که رفتار مدیران نسبت به مدیریت سود فرصت طلبانه بوده و آن‌ها با دستکاری سود حسابداری گزارش شده، ارزش فعلی و بعدی شرکت را از بین می‌برند. سرانجام، این رفتار فرصت طلبانه مدیران برای دستکاری سود، به طور منفی رابطه مثبت تثبیت شده حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات نیمه تجربی پسرودادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است. از نظر روش تحلیل داده‌ها نیز پژوهش توصیفی-همبستگی می‌باشد. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شد، سپس با جمع بندی و محاسبات موردنیاز در صفحه گسترده نرم افزار اکسل، به منظور تجزیه و تحلیل آماده گردید. تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم افزار آماری ایویوز نسخه یازدهم انجام شد. جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس تهران

¹. Mian & Talat.

می باشد که اطلاعاتشان برای سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار می گیرد. جامعه آماری با شرایط زیر محدود گردیده است:

جزء بانک ها، بیمه ها و موسسات مالی و واسطه گران مالی (شرکت های سرمایه گذاری، هلدینگ و لیزینگ) نباشد زیرا به علت ضوابط گزارشگری بعضاً متفاوت و پیچیدگی فعالیت این صنایع، امکان مقایسه بین آنها و شرکت های انتخاب شده در نمونه آماری وجود ندارد.

پایان سال مالی شرکت ها به علت ایجاد قابلیت مقایسه منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

نام شرکت از ابتدای سال ۱۳۹۱ در فهرست بورس اوراق بهادار تهران و یا فرابورس تهران درج شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۹ از فهرست مذکور حذف نشده باشد که علت این شرط، در دسترس بودن کامل اطلاعات می باشد.

به دلیل نیاز به همگن بودن داده ها، شرکت در دوره مورد مطالعه، نباید تغییر سال مالی داده باشد.

با اعمال شرایط فوق، تعداد شرکت از صنعت باقی ماند که تمامی آنها به عنوان نمونه مورد مطالعه انتخاب شده اند که در کل مشاهده از آنها استخراج می شود. بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۴۳ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است. که همه آنها به عنوان نمونه انتخاب شده اند.

متغیرها و مدل رگرسیونی پژوهش

مدل رگرسیونی پژوهش

این تحقیق چون به بررسی روابط میان متغیرها می پردازد از نوع تحقیقات همبستگی می باشد. بر این اساس هر یک از متغیرهای تحقیق از صورت های مالی شرکت های نمونه محاسبه شده و به وسیله مدل های رگرسیونی متناظر با هر فرضیه در نرم افزار ایویوز تجزیه و تحلیل می گردد مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه ها عبارت است از:

$$EV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EQ_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 EQ_{it} \times LEV_{it} + \beta_4 EQ_{it} \times FCF_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

که در روابط فوق داریم:

EV_{it} : ارزش شرکت i در سال t

EQ_{it} : کیفیت سود شرکت i در سال t

LEV_{it} : اهرم مالی شرکت i در سال t

FCF_{it} : جریان نقدی آزاد شرکت i در سال t

$CASH_{it}$: نسبت وجه نقد شرکت i در سال t

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت i در سال t

ROA_{it} : بازده دارایی شرکت i در سال t

β = ضرایب رگرسیونی

ε = جمله خطا

نحوه اندازه گیری متغیرها

متغیر وابسته: ارزش شرکت

ارزش شرکت یک معیار ارزیابی جایگزین است که ارزش بازار یک شرکت را به گونه‌ای نشان می‌دهد که سرمایه گذاران ساده در بازار سرمایه نمی‌توانند آن را دریابند (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۷). از نسبت کیوتوین برای اندازه گیری ارزش شرکتها استفاده می‌گردد. نسبت کیو توین از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$TQ(EV) = \frac{MV + D}{A}$$

که:

TQ = کیو توین

MV = ارزش بازار سهام عادی

D = ارزش دفتری بدهی‌ها

A = ارزش دارایی‌ها

متغیر مستقل: کیفیت سود

عبارت کیفیت سود به توانایی مدیران در استفاده از اقلام اختیاری در اندازه گیری و گزارشگری سود اشاره دارد. اقلام اختیاری ممکن است شامل انتخاب از بین اصول یا استانداردهای حسابداری و به کارگیری برآوردها و زمان‌بندی معاملات برای شناسایی اقلام غیرعادی در سود باشد. (دسای و همکاران، ۲۰۰۹) ۱ جهت اندازه گیری کیفیت سود از اقلام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل تعدیل شده کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) ۲ استفاده می‌گردد که به شرح زیر محاسبه می‌باشد (پورزمانی و فانیانی، ۱۳۹۴).

$$ACCR_{it} / A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 (ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

که در این رابطه:

$ACCR_{it}$: مجموع اقلام تعهدی که از تفاوت سود عملیاتی و وجه نقد عملیاتی، قابل محاسبه است.

$\Delta REV_{i,t}$: تغییر در مبلغ فروش (فروش سال t منهای فروش سال $t-1$)

$\Delta REC_{i,t}$: تغییر در مبلغ حساب‌ها و اسناد دریافتنی (حساب‌ها و اسناد دریافتنی سال t منهای حساب‌ها و اسناد دریافتنی سال $t-1$)

$PPE_{i,t}$: ناخالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت شرکت i در سال t

¹. Dechow & et al.

². Kothari & et al.

$ROA_{i,t}$: بازده دارایی‌های شرکت i در سال t (محاسبه شده بر حسب دارایی‌های ابتدای سال)

$A_{i,t-1}$: جمع دارایی‌های شرکت i در ابتدای سال t

$\varepsilon_{i,t}$: خطای پسماند (معیار سنجش کیفیت اقلام تعهدی)

پس از تخمین پارامترهای $(\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3)$ ، اقلام تعهدی اختیاری (DAC) به شرح زیر محاسبه می‌گردند:

$$|DAC| = \left| \left(\frac{ACCR}{At_{-1}} \right) - \left[\alpha_1 \left(\frac{1}{At_1} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV - \Delta REC}{At_1} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{At_1} \right) + \alpha_4 (ROA) \right] \right|$$

متغیر تعدیلگر: رفتار فرصت طلبانه

یکی از عواملی که می‌تواند به ایجاد نوسان در سود شرکت‌ها منجر شود، آثار رفتارهای فرصت طلبانه مدیران است. منظور از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران، تصمیمات سرمایه‌گذاری است که مدیران در موقعیت نامطمئن و پرخطر می‌گیرند و معمولاً بازده متفاوتی از جریان عادی عملیات شرکت دارد. از بین عوامل موثر بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران میتوان به نسبت سود آوری، اهرم مالی، مدیریت احساسات، کوتاه بینی مدیریت و.... اشاره کرد (مرفوع و حسن زاده دیوا، ۱۳۹۹) (حاتم ۱۳۹۱) (مولود و همکاران ۱۳۹۸) (مرادی و کشاورز ۱۳۹۵) که در این تحقیق رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در قالب واژه های اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد مورد بحث قرار می‌گیرد. سایر عوامل موثر در رفتارهای فرصت طلبانه به عنوان موضوعات پیشنهاد های آتی ارایه می‌گردد.

شاخص اندازه گیری متغیر تعدیلگر: اهرم مالی

اصطلاحی است برای اشاره به نوعی روش تکثیر کردن سود یا زیان. به عبارت دقیق‌تر اهرم به معنی قرض کردن پول به منظور چندبرابر کردن در آمد حاصل از دادوستد است (تهرانی و رهنما، ۱۳۸۹). با استفاده از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۷). طبق تحقیقات بیتی و وبر (۲۰۰۳)، دیچو و اسکینر (۲۰۰۲)، اهرم مالی زیاد باعث افزایش کیفیت سود از طریق استفاده اقلام تعهدی سود و سایر انتخاب های حسابداری افزایش دهنده سود می‌گردد. دلیل این کار تلاش در جهت پیشگیری از تخلف مفاد قرارداد بدهی است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت هرچه عوامل محدود کننده در رفتارهای فرصت طلبانه مدیران از جمله وجود فشار ناشی از قراردادهای بدهی و همچنین نیاز به بازپرداخت بدهی‌ها در سررسید بیشتر باشد، باعث ایجاد رفتارهای پرخطر توسط مدیران می‌شود (هاشمی و کمالی، ۱۳۸۹). در این پژوهش از اهرم مالی به عنوان معیار رفتار فرصت طلبانه مدیران استفاده شده است.

شاخص اندازه گیری متغیر تعدیلگر: جریان وجه نقد آزاد

جریان نقد آزاد نشان دهنده‌ی مقدار پول نقدی است که مدیران به وسیله تقویت آن می‌توانند بر ارزش شرکت خود بیافزایند (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱). جریان نقدی آزاد بالا ممکن است فرصتی برای مدیران به منظور مدیریت سود و خلق مساله نمایندگی فراهم نماید. مساله نمایندگی زمانی اتفاق می‌افتد که جریان نقدی آزاد در یک شرکت، به شیوه

در این جدول، کمترین میانگین مربوط به متغیر نسبت وجه نقد (۰,۰۴۶) و بیشترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت (۱۴,۵۱۰) می باشد. مولفه دیگری که در آمار توصیفی به آن پرداخته می شود، انحراف معیار است. انحراف معیار مفهومی است که میزان پراکندگی داده های یک مجموعه را مشخص می کند و بدین جهت یکی از مهم ترین مقیاس های آماری در زمینه آمار توصیفی به حساب می آید. اگر میانگین برآوردی از نقطه ثقل توزیع داده های یک مجموعه به دست می دهد، از این رو مقیاسی تک بعدی برای برآورد یک مجموعه داده ها فراهم می سازد، می توان گفت که انحراف معیار نیز میزان پراکندگی داده ها از نقطه میانگین را نشان می دهد و از این رو مقیاسی دوبعدی برای برآورد توزیع داده ها در اختیار ما قرار می دهد. به طور کلی انحراف معیار در محدوده ۰ تا ۲ را می توان نشان از پراکندگی مطلوب داده ها دانست و انحراف معیار بالاتر از ۲ نشان دهنده پراکندگی بالای داده ها می باشد (خاکی، ۱۳۹۶). همچنین در بین متغیرهای تحقیق بیشترین انحراف معیار مربوط به متغیر ارزش شرکت (۱,۶۳۸) و کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر نسبت وجه نقد (۰,۰۵۹) است. همچنین میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. ضریب چولگی کلیه متغیرهای تحقیق مثبت می باشد که این موضوع حاکی از وجود چولگی به راست است. میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضعیت متعادل و نرمال خواهد داشت، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن است. همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی، حکایت از این مطلب دارد که توزیع داده ها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده ها حول میانگین متمرکز شده است.

آماره های استنباطی

آزمون مانایی

داده های مورد استفاده در مطالعات اقتصادسنجی را می توان به سه دسته داده های سری زمانی، مقطعی و پانلی تقسیم بندی کرد. قبل از استفاده از این متغیرها لازم است نسبت به مانایی یا عدم مانایی آن ها اطمینان حاصل کرد. به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل ها گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال جدول کوچک تر از ۰/۰۵ باشد به احتمال ۰/۹۵ فرضیه صفر پذیرفته نمی شود. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل به شرح جدول ۲ است:

جدول (۲): آزمون مانایی متغیرها

متغیرها	Levin, Lin & Chu		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi-square	
	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری
EV	-۶,۹۰۲	۰,۰۰۰	-۴,۴۵۱	۰,۰۰۰	۴۵۵,۱۵۴	۰,۰۰۰	۵۱۴,۷۴۸	۰,۰۰۰
EQ	-۲۰,۶۰۸	۰,۰۰۰	-۷,۷۳۱	۰,۰۰۰	۵۶۵,۳۰۷	۰,۰۰۰	۶۵۱,۲۵۲	۰,۰۰۰
LEV	-۱۶,۷۴۹	۰,۰۰۰	-۴,۵۹۱	۰,۰۰۰	۴۵۶,۹۰۶	۰,۰۰۰	۳۵۸,۰۵۱	۰,۰۰۰
FCF	-۶,۱۵۰	۰,۰۰۰	-۳,۸۳۷	۰,۰۰۰	۴۰۶,۵۵۴	۰,۰۰۰	۴۴۷,۷۷۴	۰,۰۰۰
CASH	-۲۴,۸۰۷	۰,۰۰۰	-۶,۵۷۵	۰,۰۰۰	۵۲۳,۹۴۶	۰,۰۰۰	۵۳۰,۸۲۳	۰,۰۰۰
SIZE	-۱۴,۴۱۰	۰,۰۰۰	-۴,۱۵۸	۰,۰۰۰	۵۶۶,۱۰۶	۰,۰۰۰	۹۵۷,۰۱۸	۰,۰۰۰
ROA	-۱۳,۵۶۱	۰,۰۰۰	-۵,۱۱۲	۰,۰۰۰	۳۷۸,۲۴۱	۰,۰۰۰	۴۰۵,۸۸۲	۰,۰۰۰

با توجه به نتایج حاصل از جدول ۲ مشخص گردید که مقدار احتمال آزمون‌ها برای کلیه متغیرهای تحقیق کوچک‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین متغیرهای فوق در سطح مانا قرار دارند.

آزمون عدم هم خطی متغیرها

قبل از برآورد مدل لازم است تا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای تحقیق آزمون شود. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای تحقیق از تحلیل همبستگی استفاده شده است که این کار با محاسبه ضریب همبستگی پیرسون انجام می‌شود. جدول (۳) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد:

جدول (۳): ضرایب همبستگی پیرسون

Correlation	EV	EQ	LEV	FCF	CASH	SIZE	ROA
EV	۱,۰۰۰						
EQ	۰,۱۴۱	۱,۰۰۰					
LEV	-۰,۱۷۶	-۰,۱۰۶	۱,۰۰۰				
FCF	۰,۲۷۶	۰,۳۸۱	-۰,۵۳۰	۱,۰۰۰			
CASH	۰,۲۵۶	۰,۱۳۴	-۰,۱۹۱	۰,۲۹۴	۱,۰۰۰		
SIZE	-۰,۰۲۷	۰,۰۸۸	-۰,۰۳۴	۰,۲۱۷	-۰,۰۷۱	۱,۰۰۰	
ROA	۰,۲۴۷	۰,۳۰۲	-۰,۶۱۸	۰,۸۲۰	۰,۲۴۸	۰,۲۰۸	۱,۰۰۰

با توجه به نتایج جدول (۴) مشخص که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به ۱+ و ۱-) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد، در نتیجه هم خطی ای میان متغیرهای مستقل تحقیق وجود ندارد.

آزمون نرمال بودن خطاهای مدل

یکی دیگر از مفروضات در نظر گرفته شده در رگرسیون آن است که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. بدیهی است در صورت عدم برقراری این پیش گزیده، نمی توان از رگرسیون استفاده کرد. بدین منظور باید مقادیر استاندارد خطاها محاسبه شود. بررسی و انجام آزمون مذکور بر اساس آماره جاک بر است. چنانچه سطح احتمال آزمون جاک بر پایین و کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر، یعنی نرمال بودن سری رد می شود. نتایج این آزمون نشان داد، سطح معناداری ۰/۳۲۵ جمله اخلاص مدل بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد که نشان دهنده نرمال بودن خطاهاست.

آزمون همسانی واریانس خطاهای مدل

در این تحقیق برای اطمینان از نتایج به دست آمده، برای بررسی همسانی واریانس ها در داده های ترکیبی از روش بارتلت استفاده می شود. در روش همسانی واریانس بارتلت، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس ها و فرض مخالف آن ناهمسانی واریانس ها در نظر گرفته می شود. با توجه به نتایج بدست آمده که نشان دهنده مقدار احتمال کوچک تر از ۰/۰۵ است، می توان گفت واریانس خطاها ناهمسان است و فرض صفر مبنی بر ثابت بودن واریانس مدل رد شده است. برای رفع ناهمسانی واریانس خطاها، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) استفاده خواهد شد.

آزمون F لیمر

بر اساس نتایج حاصل از آزمون F لیمر با توجه به اینکه احتمال (p-value) ۰,۸۲۵ به دست آمده از آزمون F لیمر برای مدل تحقیق بزرگ تر از ۰/۰۵ است، بنابراین به منظور برآورد مدل ها، از مدل داده های تلفیقی استفاده می شود.

نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه ها توسط مدل رگرسیونی زیر آزمون می شود:

$$EV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EQ_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 EQ_{it} \times LEV_{it} + \beta_4 EQ_{it} \times FCF_{it} + \beta_4 CASH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۴ نتایج حاصل از برآورد مدل فرضیه های تحقیق را با استفاده از نرم افزار Eviews10 و روش تخمین حداقل مربعات تعمیم یافته نشان می دهد. در صورتی که پارامترهای یک مدل رگرسیونی با استفاده از روش حداقل مربعات به صورت کارا تخمین زده شده باشند، جملات خطا به هم وابسته نخواهند بود و واریانس یکسانی خواهند داشت. این فروض برای اثبات قضیه گوس-مارکف و همچنین در مدل های رگرسیون غیر خطی برای اثبات کارایی جانبی آنها الزامی است. علاوه بر این در چنین حالتی ماتریس واریانس کوواریانس تخمین زده شده توسط روش حداقل مربعات معمولی دیگر معتبر نخواهد بود. بنابراین ما نیاز به روشی داریم که بتواند در شرایط وجود واریانس ناهمسانی یا وابستگی پیاپی جملات خطا، مدل رگرسیونی را تخمین بزند.

جدول (۴): نتایج برآورد مدل تحقیق

متغیر	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
EQ	۴,۲۷۵	۰,۸۳۷	۴,۸۹۴	۰,۰۰۰
LEV	۰,۵۵۰	۰,۲۸۰	۱,۹۶۲	۰,۰۴۹
FCF	۳,۳۸۲	۰,۴۶۹	۷,۲۰۴	۰,۰۰۰
EQ*LEV	۴,۰۰۱	۱,۴۴۸	۲,۷۶۳	۰,۰۰۵
EQ*FCF	۴,۱۳۸	۰,۷۹۲	۵,۲۲۲	۰,۰۰۰
CASH	۶,۲۶۱	۰,۹۷۴	۶,۴۲۴	۰,۰۰۰
SIZE	-۰,۰۷۰	۰,۰۱۹	-۳,۷۰۰	۰,۰۰۰
ROA	۲,۵۵۷	۰,۴۷۵	۵,۳۸۳	۰,۰۰۰
عرض از مبدأ (C)	۱,۵۹۵	۰,۳۴۲	۵,۷۱۷	۰,۰۰۰
ضریب تعیین = ۰,۵۳۶			ضریب تعیین تعدیل شده = ۰,۵۳۲	
آماره دوربین واتسون = ۱,۹۵۲	آماره آزمون F = ۱,۹۵۲		احتمال آزمون F = ۰,۰۰۰	

نتایج مندرج در جدول نتایج برآورد مدل تحقیق (۴) نشان می‌دهد که P-value آزمون F برابر با ۰,۰۰۰ می‌باشد که کوچک‌تر از ۰,۰۵ است و از آنجائی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین نتایج نشان‌دهنده این است که ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰,۵۳۲ است. این عدد نشان می‌دهد که ۵۳ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است. به عبارتی نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۵۳,۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. و از آنجائی که آماره دوربین - واتسون این مدل برابر با ۱,۹۵۲ است و این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، می‌توان گفت که در مدل خودهمبستگی وجود ندارد.

فرضیه اول: نتایج مندرج در جدول نتایج برآورد مدل تحقیق (۵) در مورد فرضیه اول تحقیق با عنوان "بین کیفیت سود و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد." نشان می‌دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر مستقل کیفیت سود (۰,۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۴,۲۷۵) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که کیفیت سود تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه بین کیفیت سود و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، تایید می‌شود.

فرضیه دوم: با اشاره به فرضیه اصلی دوم تحقیق که "رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در رابطه بین کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارند."، نتایج مندرج در جدول نتایج برآورد مدل تحقیق (۵) در مورد فرضیه ۱-۲ تحقیق با عنوان "اثر مالی در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارد" نشان می‌دهد، P-value

محاسبه شده برای متغیر تعدیلگر $EQ \times LEV$ (0.005)، کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۴,۰۰۱) مثبت است. از این رو می توان گفت که اهرم مالی، نقش تعدیلگری را در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت ایفا می کند و ضریب متغیر کیفیت سود در حضور این متغیر تعدیل می شود. بر این اساس، فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه اهرم مالی در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارد، تایید می شود. فرضیه دوم: با اشاره به فرضیه اصلی دوم تحقیق که "رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در رابطه بین کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارند"، اثر نتایج مندرج در جدول نتایج برآورد مدل تحقیق (۴-۸) در مورد فرضیه ۲-۲ تحقیق با عنوان "جریان نقدی آزاد در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارد." نشان می دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر تعدیلگر $EQ \times FCF$ (0.000)، کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (۴,۱۳۸) مثبت است. از این رو می توان گفت که جریان نقدی آزاد، نقش تعدیلگری را در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت ایفا می کند و ضریب متغیر کیفیت سود در حضور این متغیر تعدیل می شود. بر این اساس، فرضیه ۲-۲ تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه جریان نقدی آزاد در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده دارد، تایید می شود.

نتیجه گیری

پژوهش با عنوان "بررسی اثر تعدیل کنندگی رفتارهای فرصت طلبانه مدیران بر روابط بین کیفیت سود و ارزش شرکت" نشان داد که رفتارهای فرصت طلبانه مدیران می توانند تأثیر قابل توجهی در رابطه بین کیفیت سود و ارزش شرکت داشته باشند. بر اساس نتایج پژوهش، مشخص شد که مدیرانی که در رفتارهای خود فرصت طلبانه عمل می کنند، می توانند تأثیر مستقیمی بر کیفیت سود شرکت داشته باشند. همچنین، این رفتارها می توانند روی ارزش شرکت نیز تأثیرگذار باشند، به طوری که با افزایش فرصت طلبانگی مدیران، ارزش شرکت نیز افزایش می یابد. در این پژوهش، از روش های تحلیل آماری مختلفی استفاده شد و داده ها از شرکت های مختلف جمع آوری شدند. نتایج نشان داد که رابطه بین کیفیت سود و ارزش شرکت توسط رفتارهای فرصت طلبانه مدیران تعدیل می شود و این رفتارها می توانند عوامل مهمی در تعیین عملکرد مالی شرکت ها باشند. از اهمیت این پژوهش می توان به این نکته اشاره کرد که مدیران باید در رفتارهای خود به دقت عمل کنند و از اقدامات فرصت طلبانه که می توانند تأثیر منفی بر کیفیت سود و ارزش شرکت داشته باشند، پرهیز کنند. همچنین، این پژوهش می تواند به مدیران و مدیران عالی در انتخاب و تعیین سیاست های مناسب برای بهبود عملکرد مالی شرکت ها کمک کند. همچنین نتایج نشان داد بین کیفیت سود و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، لذا با افزایش کیفیت سود، ارزش شرکت افزایش می یابد. اهرم مالی در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده و تضعیف کننده دارد. در نهایت نتایج نشان داد جریان نقدی آزاد در رابطه میان کیفیت سود و ارزش شرکت نقش تعدیل کننده و تضعیف کننده دارد.

در ادامه پیشنهادهایی توسط تحقیقگر ارائه می شود. با توجه به نتیجه ی حاصل از آزمون فرضیه اول، پیشنهاد می شود با ایجاد شفافیت اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و سایر روش ها شرکت کیفیت سود را افزایش داده تا بدین وسیله ارزش شرکت را ارتقا دهند. با توجه فرضیه اصلی دوم، پیشنهاد می شود با کنترل اهرم مالی بلندمدت و کوتاه مدت با کنترل کیفیت سود، میزان ارزش شرکت را مطابق با اهداف شرکت تنظیم کنند. همچنین با توجه به نتیجه ی حاصل به حسابرسان مستقل شرکتها پیشنهاد می گردد با کنترل جریان نقدی آزاد مبتنی بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیران تاثیر کیفیت سود و ارزش شرکت را کنترل کنند و نسبت به افشای اطلاعات مربوط به جریان نقدی آزاد در صورت های مالی سالانه شرکت ها اطمینان کسب نمایند. پیشنهاد می گردد از اهرم مالی و جریان نقد آزاد برای پیش بینی پذیری تغییرات شاخص های کیفیت سود حجم ارقام تعهدی اختیاری و ارزش شرکت استفاده کنند. با توجه به نتیجه ی حاصل از آزمون فرضیات فوق به استفاده کنندگان از یافته های تحقیق پیشنهاد می گردد افزایش کنترل در موفقیت وجود زمینه های رفتار فرصت طلبانه مدیران از جمله در شرکت هایی که همزمان با افزایش اهرم مالی و دارا بودن جریان نقدی آزاد، حجم ارقام تعهدی بیشتری دارند که منجر به افزایش ارزش شرکت گردد، گام مهمی در محدود کردن چنین رفتارهایی از سوی مدیران و جلوگیری از آثار سوء آن بر گزارشگری مالی است.

منابع و مآخذ

۱. ابراهیمی، سید کاظم، بهرامی نسب، علی، سجادی نسب، حسین. (۱۴۰۰). بررسی اثر روابط سیاسی بر محافظه کاری سود و زیانی و هزینه بدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۹(۲)، ۸۸-۱۰۷
۲. بخشی، مجید، اذین فر، کاوه، نبوی چاشمی، سیدعلی. (۱۴۰۱). بررسی تاثیر فشار زمانی حسابرس بر کیفیت حسابرسی و کیفیت سود با تأکید بر نقش تعدیلی استرس کاری حسابرسان. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۱(۴۳)، ۶۷-۸۰
۳. پرتوی، پارسا، صراف، فاطمه، بشارت پور، فاطمه. تأثیر جریان نقدی آزاد بر کارایی سرمایه گذاری با استفاده از رگرسیون لحظه ای تعمیم یافته پانل (GMM) *تحقیقات حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۴۰۰؛ ۱۳(۵۰): ۳۳-۵۴.
۴. حاتم، جاوید (۱۳۹۱). رابطه جریان نقدی آزاد، اهرم مالی و مالکیت نهادی با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران. *پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور، تابستان ۱۳۹۱.
۵. دانشور بنداری، رضا، مسیح آبادی، ابوالقاسم، شورورزی، محمد رضا. (۱۴۰۰). نقش کیفیت سود در برآورد ریسک اعتباری. *راهبرد مدیریت مالی*، ۹(۱)، ۲۰۳-۲۲۴.
۶. رحیمیان، نظام الدین ؛ آخوندزاده، میثم ؛ حبشی، علی (۱۳۹۲). بررسی تاثیر مدیریت سود بر رابطه جریان های نقدی آزاد و ارزش سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه دانش حسابداری*، ۵۲(۳)، ص ۱۴۸ - ۱۷۰.

۷. صادقی، هاله (۱۳۹۴). تاثیر نوسانات جریان نقدی بر کیفیت سود و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نجف آباد، تابستان ۱۳۹۲.
۸. طباطبایی نسب، زهره، شاه مرادی، نسیم. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر ناطمینانی اقتصادی بر رابطه پویای کیفیت سود و بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد فشار بازار ارز. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۴ (۴۹)، ۱۳۱-۱۴۸.
۹. فروغی، داریوش، جهان بخش، امید. (۱۳۹۹). نقش تعدیل کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*.
۱۰. مجیدیان، امیر. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر کیفیت سود، اهرم مالی و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی چالش ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان.
۱۱. 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*.
۱۲. مرفوع، محمد، حسن زاده دیوا، سید مصطفی. (۱۳۹۹)، مدیریت سود: رفتارهای فرصت طلبانه، مکانیزم ای نظارتی و درماندگی مالی، *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۲ (۴۸)، ۴۳-۷۰.
۱۳. هاشمی، سید عباس، کمالی، احسان. (۱۳۹۱). تاثیر افزایش تدریجی اهرم مالی، میزان جریان نقدی آزاد و رشد شرکت بر مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۱ (۲)، ۷۵-۱۱۵.
14. Abdollahi, A. Rezaei Pitenoei, A. (2020). Surplus Free Cash Flow and Earnings Management: The Moderating Role of Auditor Size. *Advances in Mathematical Finance & Applications*, 5(1), (2020), 81-93.
15. Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W. and Coffie, W. (2016). Information Asymmetry, Leverage and Firm Value: Do Crisis and Growth Matter?. *International Review of Financial Analysis*, 46 (C): 140-150.
16. Stiglitz, J. E. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. *The American Economic Review*, 64 (6), 851-866.