

بررسی نقش تعدل‌گر مدیریت سود بر رابطه بین سیاست‌های مالی و

ارزش بازار شرکت‌ها

یوسف آزادیان^۱

تاریخ پذیرش ۱۴۰۲/۰۵/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۲۸

چکیده

هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیل‌گری مدیریت سود بر ارتباط بین سیاست‌های مالی بر روی ارزش بازار شرکت‌ها می‌باشد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک انجام و ۹۰ شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. روش تحقیق، توصیفی از نوع همبستگی است و داده‌های مالی مورد نیاز با مراجعه به صورت‌های مالی استخراج و توسط نرم‌افزار اکسل تلخیص، طبقه‌بندی و محاسبه شده و در نهایت به وسیله نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل گردید. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل داده‌های ترکیبی استفاده گردیده است. نتایج پژوهش با توجه به سطح معناداری بدست آمده نشان داده که متغیر سیاست‌های مالی بر ارزش بازار شرکت‌ها تاثیری نداشته است. همین‌طور تاثیر تعدیل‌گری متغیر مدیریت سود بر رابطه بین سیاست‌های مالی با ارزش شرکت‌ها تایید نشد.

کلمات کلیدی: سیاست مالی، ارزش بازار شرکت‌ها، مدیریت سود.

۱ استادیار، گروه حسابداری، واحد نوشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، نوشهر، ایران azd_usf@yahoo.com

۱- مقدمه

یکی از ارکان اصلی هر جامعه اقتصاد پویای آن است و در مسیر توسعه، تحول و رفاه اقتصادی کشورهایی موفق خواهند بود که در بازارهای جهانی سهم بیشتری را به خود اختصاص دهند و مورد توجه سرمایه‌گذاران، مشتریان و اعتبار دهندگان قرار گیرند. سود به عنوان مهمترین جزء حسابداری و گزارشگری مالی مورد توجه استفاده‌کنندگان قرار می‌گیرد. به دلیل اینکه مدیریت نسبت به سایر افراد اطلاعات بهتری از شرکت در اختیار دارد، استانداردهای حسابداری دست مدیریت را در انجام پیش‌بینی‌ها، قضاوت‌ها و همچنین انتخاب بهترین رویه حسابداری برای شرکت باز گذاشته است تا مدیریت بتواند وضعیت واقعی شرکت را به بهترین نحو ممکن به تصویر بکشاند. اما از آنجا که براساس تئوری نمایندگی، قراردادی بین مالک و مدیر شرکت منعقد می‌شود تا مدیر به شیوه‌ای عمل نماید که منافع مالک و مدیر همسو باشد و این قرارداد از طریق اعطای پاداش به مدیر براساس سود مندرج در گزارش‌های مالی می‌باشد، مدیر ممکن است که سود حسابداری را در جهت منافع شخصی دستکاری نماید که این امر باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و تحریف گزارش‌های مالی می‌گردد. بنابراین سود گزارش شده ممکن است هم در جهت انتقال اطلاعات محرمانه و هم در جهت منافع شخصی مدیریت شود (تاری وردی، ۱۳۹۷). فرصت‌های سرمایه‌گذاری به خودی خود اتفاق نمی‌افتند، بلکه آن‌ها را باید شناسایی نمود و یا این که آن‌ها را به وجود آورد. انواع مختلف فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخش‌های شرکت سرچشمه بگیرد. در واقع وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر در شرکت‌ها و استفاده بهینه از آن‌ها، زمینه توسعه و گسترش فعالیت‌های شرکت و آینده اطمینان بخشی را برای شرکت رقم می‌زند. این موضوع به نوبه خود، به افزایش ارزش شرکت می‌انجامد. (نوروش و همکاران، ۱۳۹۴). استفاده از قواعد سیاستی، به عنوان یکی از مورد قبول‌ترین روش‌ها در مطالعه سیاست‌های پولی و مالی، از بارزترین ویژگی‌های تحقیقات مربوط به حوزه سیاست‌گذاری در چند دهه اخیر به شمار می‌رود. یک قاعده سیاستی بیان می‌کند که ابزارهای سیاستی چگونه باید به تغییرات در

وضعیت اقتصاد واکنش نشان دهند. انعطاف پذیری در هردوی سیاست‌های پولی و مالی همواره یک ویژگی مطلوب قواعد ساده سیاستی بوده است (خلیلی عراقی ۱۳۸۸).

۲- چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- مدیریت سود

مدیریت سود به دلیل تأثیر مخرب آن بر گزارشگری مالی و در نتیجه بر بازارهای مالی پس از رسوایی‌های مالی مانند انرون و ورلدکام، نگرانی جهانی را برانگیخته است. سود معیاری حیاتی برای نشان دادن و بررسی عملکرد یک کسب و کار است و این معیار برای استفاده کنندگان صورت‌های مالی بسیار مهم است (لی و همکاران، ۲۰۲۲). دستکاری سود گزارش شده در چارچوب اصول پذیرفته شده حسابداری^۱ یا خارج از آن، منجر به گزارش و ارائه اطلاعات نادرست و نامناسب در مورد شرکت می‌شود. شفافیت گزارشگری مالی ممکن است با ترکیب مکانیسم‌های نظارتی مانند حاکمیت شرکتی کاهش یابد (ابوعفیفا و همکاران، ۲۰۲۲) پارف^۲ (۲۰۰۰) نشان داد که مدیران با استفاده از انعطاف پذیری رویه‌ها یا سیاست‌های حسابداری، سود گزارش شده را تغییر می‌دهند و این رسوایی‌های مالی، رفتار غیراخلاقی را ایجاد و نیاز به پاسخگویی و شفافیت در سودهای گزارش شده را دوچندان کرده است (عزیزا و همکاران، ۲۰۲۳) اسکات^۳ (۲۰۰۰) به مدیریت سود به‌عنوان اختیار شرکت در انتخاب سیاست‌های حسابداری برای دستیابی به برخی اهداف خاص مدیر می‌نگرد. دی جورج و همکاران^۴ (۱۹۹۹) مدیریت سود را به‌عنوان نوعی دست‌کاری مصنوعی سود توسط مدیریت جهت حصول به سطح مورد انتظار سود برای برخی مقاصد خاص (از جمله حصول پیش‌بینی تحلیلی‌گران و با برآورد روند سودهای قبلی برای پیش‌بینی سودهای آتی) تعریف کرده‌اند (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۲). فرضیه مدیریت سود به طور قابل توجهی به توضیح ناهنجاری‌هایی در این زمینه کمک می‌کند و این‌گونه استدلال می‌شود که مدیران قبل از اجرای

1- GAAP

2- Parfet

3- Scout

4- Di Jorj et al.

سیاست‌های مالی، درآمد را به سمت بالا سوق می‌دهند و سرمایه‌گذاران خارجی به اشتباه می‌پندارند که شرکت عملکرد بهتر داشته است. هنگامی که سیاست‌های تأمین مالی در جایگاه خود قرار دارد، عملکرد شرکت ممکن است به علت مدیریت سود، بدتر شود و سرمایه‌گذاران مجبور شوند ارزش واقعی شرکت را دوباره ارزیابی کنند. این اثر در نهایت منجر به بازده منفی سرمایه‌گذاری می‌شود (پاپاناستاپولس و همکاران، ۲۰۱۱).

۲-۲- مدیریت واقعی و مدیریت مصنوعی سود

کوهن و زاروین^۱ (۲۰۱۰) بیان کردند که مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی، باعث کاهش عملکرد و بازنگری سرمایه‌گذاران می‌شود و فرضیه مدیریت سود توضیح عدم انطباق تأمین مالی خارجی می‌تواند شامل فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی باشد. هزینه‌های مربوط به استفاده از مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی شامل بررسی دقیق مقامات نظارتی و ریسک‌های قانونی و هزینه‌های اصلی مربوط به مدیریت سود واقعی شامل انحراف فعالیت‌های اقتصادی واقعی از نتایج عملیات مطلوب و از دست دادن مزایای رقابتی شرکت است (پور احمدی و همکار، ۱۴۰۰). یکی از مهم‌ترین رویکردها، مبتنی بر کاربرد ارقام تعهدی اختیاری به عنوان شاخصی برای تعیین و کشف مدیریت سود در واحدهای تجاری است. طبق تعریف، مدیریت ارقام تعهدی زمانی رخ می‌دهد که مدیریت، سود گزارش شده را با استفاده از اختیار حسابداری خود بر اساس اصول پذیرفته شده حسابداری دستکاری کند. مدیریت ارقام تعهدی اختیاری، رویه‌های مبتنی بر اصول پذیرفته شده حسابداری است، اما تلاش می‌شود که عملکرد اقتصادی واقعی مبهم نشان داده شود. این گونه عملکرد از سوی مدیران بعنوان مدیریت مصنوعی سود یاد می‌شود در این روش به منظور تحقق اهداف سود، مدیران می‌توانند تا پایان سال صبر کرده و از ارقام تعهدی اختیاری برای مدیریت سود استفاده کنند (تیلور و همکار، ۲۰۰۷).

۱- Cohen & Zarowin

۲-۳- سیاست‌های مالی

سیاست مالی عبارت است از برنامه بلندمدت شرکت‌ها در ارتباط با کاهش و افزایش حجم نقدینگی در شرکت با توجه به شرایط برون سازمانی در یک دوره به خصوص. سیاست مالی یکی از نقاط تلاقی سیاست و اقتصاد است زیرا سیاست نقش بسیار مهمی در تعیین هدف یا هدف‌های سیاست مالی دارد. اهداف سیاست مالی با توجه به شرایط اقتصادی و چالش‌های سیاسی از شرکتی به شرکت دیگر می‌تواند متفاوت باشد. اولین هدف مالی شرکتی حداکثرسازی یا افزایش مستمر ارزش برای سهامداران است. برای حداکثر کردن ثروت سهامداران مدیران نیاز دارند که بین بودجه سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که در بلندمدت سودآوری شرکت را افزایش می‌دهند، تعادل ایجاد کند و وجوه اضافی را به صورت نقدی به سهامداران پرداخت کند. مدیریت باید منابع محدود شرکت را بین فرصت‌های رقابتی (پروژه) تخصیص دهد. سیاست مالی شامل سه مورد مهم و اساسی بشرح زیر می‌باشد: الف) سود تقسیمی ب) اهرم مالی ج) نقدینگی (سرلک و همکاران، ۱۳۹۵) امروزه با افزایش اندازه شرکت‌ها، مدیران سعی می‌کنند سیاست‌های مالی شرکت را در راستای به حداکثر رسانیدن ارزش شرکت تدوین نمایند. با توجه به اینکه میزان ذخایر وجه نقد، سیاست تقسیم سود و ساختار سرمایه از مولفه‌های تاثیرگذار بر ارزش شرکت هستند، لذا این موضوع باعث شده است تا تصمیمات مالی شرکت‌ها به چالش مهمی در پژوهش‌های اقتصاد مالی تبدیل شود (لطفی و همکاران، ۱۳۹۷). سیاست مالی از استراتژی‌های مهم شرکت‌ها محسوب می‌شود که با برنامه‌ریزی و سیاست مناسب همچون تامین مالی مناسب و درست و تقسیم سودهای به موقع می‌تواند شرکت را از بحران‌های مالی رها کرده و به رشد و توسعه برساند. پرداخت سود نقدی توسط شرکت‌ها منافع و هزینه‌هایی را متوجه شرکت‌ها می‌نماید. از طرفی توزیع سود میان سهامداران باعث ایجاد انگیزه میان سرمایه‌گذاران می‌شود. سیاست مالی بخشی از سیاست‌های مدیریت محسوب می‌شود که اثرگذاری آن به متغیرهای اقتصادی مانند مصرف، سرمایه‌گذاری، تولید و... و استفاده از منابع راکد و جهت‌دهی آن‌ها در مسیر رشد و توسعه به‌عنوان مهم‌ترین ویژگی‌های آن به‌شمار می‌آیند. از این رو استفاده از سیاست‌های مالی و نوع آثاری که

می‌تواند بر متغیرهای اقتصادی داشته باشد موضوعی است که همواره مورد توجه اقتصاددانان بوده است (برزگر، ۱۳۹۷).

۲-۴- ارزش شرکت و ارزش آفرینی

یکی از عوامل مهم تاثیرگذار بر قدرت بازار محصول، ارزش بازار شرکت است. زیرا هدف شرکت‌ها ایجاد ارزش و ثروت برای سهامداران است. ایجاد ارزش نه تنها برای سرمایه‌گذاران بلکه برای کسانی که شرکت را مدیریت می‌کنند نیز ضروری است. بقای سازمان‌ها ایجاد ارزش برای سهامدارانشان است (پیری و همکار، ۲۰۰۸) ارزش آفرینی عامل مهمی در مشتری‌مداری و افزایش رقابت در بازار محصول است و به معنای رویکرد یک سازمان برای پرداختن به همه ذینفعان است. به‌ویژه اینکه خود مشتریان و رویکرد آنها، در قلب تمام فعالیت‌ها و فرآیندهای سازمان یا شرکت قرار می‌گیرد. به این ترتیب، ارزش آفرینی سازمان را مهندسی می‌کند تا نیازهای مشتریان را از طریق محصولات و خدمات برآورده کند. در ادبیات مدیریت استراتژیک، کارشناسان بین خلق ارزش و کسب ارزش تمایز قائل می‌شوند (آرین‌پور و همکار، ۲۰۲۱). بازار سرمایه یکی از شاخص‌هایی در بخش مالی برای ارزیابی توسعه یک کشور است. توسعه و پیچیدگی روزافزون فعالیت‌های اقتصادی و پیدایش واحدهای تجاری گوناگون و تشکیل شخصیت‌های حقوقی مستقل و ضرورت ارائه اطلاعات دقیق و مهمتر از آن چگونگی نگرش به اطلاعات ارائه شده این واحدها و شخصیت‌های حقوقی در جهت تصمیم‌گیری‌های داخلی و خارجی شرکت، منجر به ابداع روش‌ها و تکنیک‌هایی در ارزیابی شرکت‌ها از جنبه‌های مختلف شده است (آلمیدا و همکاران، ۲۰۱۴).

۲-۵- نقش مدیریت در ارزش شرکت

مدیران، سرمایه‌گذاران و حسابداران مراقب هستند که ارزش شرکت به درستی شناسایی شود. تحقیقات صورت گرفته نشان داده است که امروزه منبع ارزش شرکت‌ها، تنها تولید محصولات برتر نیست بلکه وجود حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های مختلف مدیران نیز مؤثر می‌باشند. بنابراین انتظار می‌رود که ویژگی مدیران و حاکمیت شرکتی نقش قابل توجهی بر ارزش شرکت داشته باشد. بطور کلی می‌توان از دو بعد به تئوری ذینفعان پرداخت. یکی این موضوع است که

مدیران چگونه بایست با ذینفعان شرکت برخورد کنند. این بعد از تئوری ذینفعان جنبه هنجاری (اصولی) دارد و دربردارنده مفاهیم اخلاقی خواهد بود. بعد هنجاری تئوری ذینفعان متضمن این موضوع است که تعهدات مدیریتی نسبت به منافع ذینفعان بر تصمیمات استراتژیک شرکت جهت داده و در نهایت این استراتژی‌ها در عملکرد مالی شرکت متبلور می‌شود. بعد دیگر تئوری ذینفعان این است که مدیریت ذینفعان در یک استراتژی مشخص دارای چه تأثیری خواهد بود. این بعد تئوری ذینفعان را می‌توان بعد توصیفی (اثباتی) آن تفسیر نمود. از دیدگاه توصیفی در وهله اول این استنباط را می‌توان داشت که میزان تأمین منافع هر یک از ذینفعان بر وضعیت عملکردی شرکت مؤثر است و در صورتی که منافع هر یک از ذینفعان به خوبی برآورده شود شرکت نیز از عملکرد خوبی برخوردار شده و به نوعی برای شرکت ارزش ایجاد می‌شود (کمالی کرمانی، ۱۴۰۰).

۲-۶- ارتباط سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت

تجربه کشورهای توسعه یافته نشان می‌دهد که عامل اصلی رشد و توسعه آنها سرمایه‌گذاری بوده است. تردیدی نیست افزایش تولید که یکی از نخستین گام‌های فرآیند توسعه محسوب می‌گردد، مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری خواهد بود. به همین دلیل نظریه‌هایی در علم اقتصاد مطرح است که علت توسعه نیافتگی برخی از کشورها را کمبود سرمایه و سرمایه‌گذاری پنداشته است. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد. نکته قابل توجهی که اخیراً مطالعات گسترده‌ای پیرامون آن انجام شده تعیین حد بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌باشد تا از این طریق بتوانند میزان سرمایه‌گذاری کارا را تعریف و محاسبه نمایند و برای شرکت ارزش آفرینی کنند. این امر از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها، از جمله خالص ارزش فعلی انجام می‌گیرد (نوگروهو و همکار، ۲۰۲۰).

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پژوهش‌های داخلی

اصغریان و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی تاثیر سیاست‌های مالی مرتبط با تئوری نمایندگی، اهرم مالی، رقابت و تعامل‌های فی مابین آنها بر پریشانی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتیجه گرفتند زمانی که اثر انضباطی بر اثر هزینه‌های نمایندگی غالب باشد، اهرم یا رقابت، اثر خطر را کاهش می‌دهد؛ و در مقابل، زمانی که اثر هزینه نمایندگی بر اثر انضباطی غالب باشد، اثر خطر را افزایش می‌دهند.

جیران و همکار (۱۴۰۲) در مطالعه‌ای با عنوان تاثیر ساختار مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سه فرضیه طرح کردند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان دهنده اثر منفی و معنادار مالکیت نهادی و مدیریتی بر مدیریت سود و همچنین اثر مثبت و معنادار مالکیت شرکتی بر مدیریت سود می‌باشد.

کمالی کرمانی (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان ویژگی‌های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی نشان داد که بین دوره تصدی مدیرعامل، مالکیت مدیرعامل، دانش مالی مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این شواهد قابل اتکایی مبنی وجود رابطه بین دوگانگی مدیرعامل و ارزش شرکت با توجه فرصت‌های رشد شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ یافت نشد.

پوراحمدی و همکار (۱۴۰۰) تاثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود در ۱۱۱ شرکت پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار را مورد مطالعه قرار داده‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که مدیریت ریسک سازمانی و تأمین مالی خارجی بر مدیریت سود و رابطه آن با تأمین مالی خارجی تاثیر دارد. به عبارتی مدیریت ریسک سازمانی می‌تواند عملکرد عملیاتی و ارزش شرکت را بهبود ببخشد و نوسانات سود را کاهش دهد.

حبیبی و خزدوزی (۱۳۹۷)، در تحقیقی به بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و کیفیت سود حسابداری شرکت‌های با فعالیت واسطه‌گری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

تهران پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که رابطه معنادار و معکوس میان اقلام تعهدی اختیاری و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها، رابطه مستقیم و معنادار بین نسبت سود انباشته به جمع حقوق صاحبان سهام و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها و رابطه معکوس و معنادار میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و میزان سود تقسیمی شرکت‌ها وجود دارد.

۲-۳- پژوهش‌های خارجی

عزیزا^۱ و همکاران (۲۰۲۳) رابطه بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی را مورد مطالعه قرار داده‌اند. متغیرهای وابسته با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته^۲ به صورت تصادفی ثابت برآورد و از آزمون مشخصات هاسمن جهت تحلیل استفاده شده است. نتایج نشان داد که اندازه هیئت مدیره تأثیر مثبت معناداری بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی و مدیریت کلی سود واقعی دارد. همین‌طور قابلیت اتکای اطلاعات مالی به اثربخشی حاکمیت شرکتی بستگی دارد و استقلال هیئت مدیره یکی از رویکردهای عملی برای یک بازار در حال ظهور برای مهار شیوه‌های مدیریت سود است.

یانگدا لیو^۳ و همکاران (۲۰۲۲) طی پژوهشی با عنوان کیفیت اطلاعات داخلی و اثرات سیاست مالی، بررسی نموده که چگونه کیفیت اطلاعات داخلی شرکت‌ها^۴ بر سیاست‌های مالی آنها تأثیر می‌گذارد. نتایج نشان داد که کیفیت اطلاعات ضعیف می‌تواند مشکل نمایندگی را تشدید کند، بنابراین منجر به اثرات مخرب بیشتری در سیاست‌های مالی شرکت می‌شود. ژاکوبی^۵ و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیق رابطه بین ضعف کنترل داخلی، سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت نشان دادند که شرکت‌هایی که دارای ضعف کنترل داخلی هستند میزان سرمایه‌گذاری در آنها کاهش می‌یابد و باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود.

۶- Aziza Naz

۷- GMM

۸- Yongda Liu & et al

۹- IIQ

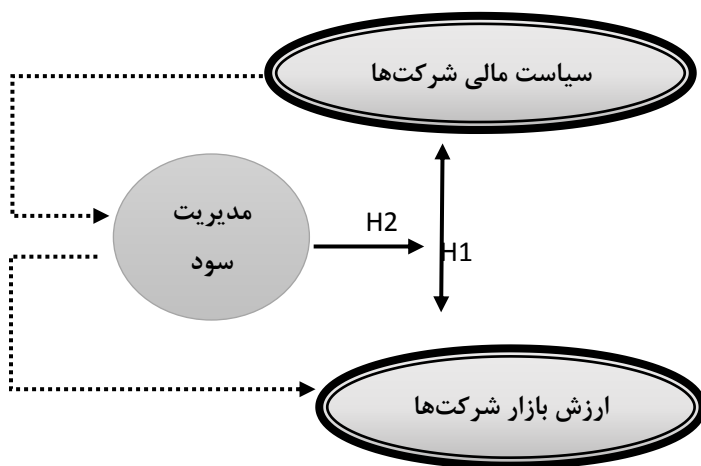
۱۰- Jacoby & et al

جی و کیم^۱ (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان مدیریت سود واقعی و هزینه بدهی به این نتیجه رسیده‌اند که هزینه استقراض، یک رابطه منفی با معیارهای مدیریت سود واقعی نظیر تولید بیش از اندازه و کاهش هزینه‌های اختیاری دارد.

زاگرز^۲ (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان تاثیر افزایش اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌هایی با اهرم مالی افزایش یافته، اهرم مالی منجر به مدیریت سود واقعی با هدف تاثیر بر جریان‌های نقد عملیاتی می‌شود.

۴-مدل مفهومی پژوهش

شکل زیر چارچوب مفهومی این پژوهش را نشان می‌دهد. با توجه به بررسی ادبیات تحقیق، در این پژوهش برای تبیین متغیرهای تحقیق چارچوب مفهومی بدین شکل طراحی گردیده است.



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش (محقق ساخته)

۵-فرضیات پژوهش

H1: سیاست‌های مالی بر روی ارزش بازار شرکت‌ها تاثیر دارند.

۱۱- Gim & Kim

۱۲ - Zagerz

H2: مدیریت سود بر رابطه بین سیاست‌های مالی و ارزش بازار شرکت‌ها نقش تعدیل‌گری دارد.

۶- روش‌شناسی، جامعه آماری و نمونه‌گیری پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف یک تحقیق کاربردی، از نظر ماهیت، یک تحقیق همبستگی است زیرا به موجب آن سعی می‌شود رابطه و تاثیر دو متغیر بر یکدیگر مورد بررسی قرار گیرد. از نظر زمان اجراء، یک تحقیق گذشته‌نگر است زیرا از اطلاعات مربوط به رویدادهای گذشته اعضای نمونه در آن استفاده شده است. از نظر منطق اجراء، یک تحقیق استقرایی است زیرا به موجب آن کوشش می‌شود تا بر اساس مشاهداتی محدود (نمونه) نتیجه را به کل جامعه تعمیم دهیم و از نظر ماهیت داده، یک تحقیق کمی است. زیرا متغیرهای تحقیق اندازه‌گیری شده و بصورت اعداد و ارقام مورد استفاده قرار گرفته‌اند. در این پژوهش برای گردآوری داده‌های مورد نیاز فرضیه‌ها از اسناد و مدارک (سیاهه‌های) مربوط به اعضای نمونه مانند مجموعه صورت‌های مالی استفاده شده است و منبع استخراج این اسناد و مدارک، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز بوده است. این گونه داده‌ها از نوع داده‌های ثانویه محسوب شده و مشخصاً دارای اعتبار و روایی قابل قبولی می‌باشد. برای ایجاد پایگاه داده‌ای مورد نیاز از نرم افزار اکسل و Eviews و همچنین جهت تهیه و تکمیل مبانی نظری پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. دوره زمانی انجام پژوهش دوره ۹ ساله ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ را دربر می‌گیرد و جامعه آماری مورد نظر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای انجام نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده که جدول ۱ نحوه نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک را نشان می‌دهد.

جدول ۱- غربالگری جامعه آماری و تعیین تعداد نمونه

عنوان	تعداد
کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۴۰۰	۶۶۷
به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی آنها پایان اسفند ماه نباشد.	(۱۱۹)
در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی داشته باشد.	(۱۰۸)
بعد از سال ۹۱ در بورس پذیرفته شده باشد.	(۹۸)

(۱۲۹)	جز شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری باشد.
(۱۲۳)	اطلاعات مورد نیاز قابل دسترسی نباشد.
۹۰	تعداد شرکت های نمونه

بدین ترتیب با در نظر گرفتن جامعه آماری (تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس تا پایان سال ۱۴۰۰) و معیارهای مطرح شده در جدول ۱ اقدام به نمونه گیری شده است که از میان جامعه آماری تنها ۹۰ شرکت تمام معیارهای مذکور را احراز کرده اند و لذا از آنها به عنوان نمونه در تحقیق حاضر استفاده شده است.

۷- روش تجزیه و تحلیل داده ها

تحقیق حاضر به لحاظ ماهیت از نوع توصیفی-همبستگی تلقی می گردد که در چنین شرایطی به منظور آزمون فرضیه ها از تحلیل مدل رگرسیون استفاده می شود. تحلیل مدل رگرسیون خطی در این مطالعه دارای سه مرحله آزمون به شرح جدول ۲ می باشد.

جدول ۲- آزمون های مورد استفاده در تحلیل رگرسیون خطی چندگانه

نوع آزمون	زمینه کاربرد آزمون
آزمون های مرحله اول: تعیین شیوه برآورد مدل رگرسیون خطی	
F لیمر	تعیین شیوه برآورد مدل
هاسمن	تعیین اثر تصادفی یا اثر ثابت بودن یک مدل پانل
آزمون های مرحله دوم: پیش فرض های مدل رگرسیون خطی	
جاک-برا	بررسی نرمال بودن متغیر وابسته
ریشه واحد هادری	بررسی مانایی متغیرهای مدل
تلورانس	بررسی عدم وجود مشکل هم خطی
دوربین - واتسون	بررسی استقلال خطاهای مدل از یکدیگر
ضریب تعیین R^2	بررسی توانایی یا قدرت تبیین مدل
F فیشر	بررسی معنی داری مدل
آزمون های مرحله سوم: آزمون فرضیه های تحقیق	
T استیودنت	تایید یا رد فرضیه های تحقیق

بررسی نقش تعدل‌گر مدیریت سود بر رابطه بین سیاست‌های...

۸- مدل رگرسیون پژوهش

مدل تحقیق برگرفته از مدل تحقیق کامران و همکاران (۲۰۱۸) می باشد که به صورت زیر است:

مدل فرضیه اول:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AGC_{i,t} + \beta_2 FL_{i,t} + \beta_3 FCF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 SALE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EM_{i,t} \times AGC_{i,t} + \beta_2 FL_{i,t} + \beta_3 FCF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 SALE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن :

متغیر وابسته:

ارزش شرکت: که از طریق رابطه مدل کیوتوبین به صورت زیر محاسبه می شود: (وانگ،

۲۰۱۰؛ خان و همکاران، ۲۰۱۲).

ارزش دفتری کل دارایی های شرکت

$$Tobin'sQ = \frac{\text{ارزش دفتری کل دارایی های شرکت}}{\text{تعداد سهام در دست سهام داران} \times \text{ارزش بازار هر سهم}} + \text{ارزش دفتری کل دارایی ها}$$

(تعداد سهام در دست سهام داران × ارزش بازار هر سهم) + ارزش دفتری کل دارایی ها

متغیرهای مستقل:

❖ مدیریت سود: جهت محاسبه مدیریت سود از مدل تعدیل شده جونز (۱۹۹۵) به

شرح زیر استفاده شده است.

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 [\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}] + \alpha_2 RPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن :

$ACC_{i,t}$ = کل اقلام تعهدی

$\Delta REV_{i,t}$ = تغییر در حساب های دریافتنی از سال t-1 تا سال t

$\Delta REC_{i,t}$ = تغییر در درآمد از سال t-1 تا سال t

❖ سیاست های مالی: این متغیر مستقل به صورت نسبت سود تقسیمی به ارزش بازار

سرمایه محاسبه گردید.

❖ متغیرهای کنترلی:

SIZE: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها.

FL: اهرم مالی که برابر است با نسبت بدهی های جاری به دارایی های کل.
 CFC: جریان نقدی آزاد. که به وسیله نسبت جریان نقدی به کل دارایی کل محاسبه می شود.

SALE: فروش شرکت i در سال t .

۹- تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

تجزیه و تحلیل اطلاعات، فرآیندی چند مرحله‌ای است که طی آن، پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه مقادیر متغیرهای مورد نظر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، اطلاعات حاصله مورد آزمون قرار گرفته و براساس نتایج حاصل از آزمون‌ها، به تأیید یا رد فرضیه‌های پژوهش و تفسیر آن‌ها پرداخته می‌شود. به منظور تحلیل داده‌ها از نرم افزار 8 Eviews و همچنین نرم افزار اکسل در تنظیم و مرتب‌سازی اطلاعات و انجام باز نمونه‌گیری استفاده شده است. در ادامه نتایج آزمون فرضیات ارائه خواهند شد.

۹-۱- آزمون نرمال بودن به کمک روش جاکو-برا

برای سهولت بررسی نرمال بودن متغیر می‌توان مقدار $porbability$ در آزمون جاکو-برا را محاسبه کرد. در جدول ۳ مقدار por کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد و فرض صفر مبنی بر نرمال بودن متغیر با اطمینان ۹۵ درصد رد نخواهد شد.

جدول ۳- بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد	مقدار آزمون جاکوبرا	porbability
ارزش شرکت	FV	۵۱,۱۲۲۹۱	۰,۰۰۰۰۰۰
مدیریت سود	EM	۱۵۵,۵۳۳۸	۰,۰۰۰۰۰۰
سیاست های مالی	ACG	۳۳,۴۹۸۱۲	۰,۰۰۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۵۳,۶۸۸۷۸	۰,۰۰۰۰۰۰
اهرم مالی	FL	۸۸۹,۱۱۵۲	۰,۰۰۰۰۰۰
جریان نقد آزاد	CFC	۳۷۴۶۴۵۶	۰,۰۰۰۰۰۰
فروش	Sale	۳۹,۹۴۶۰۹	۰,۰۰۰۰۰۰

۹-۲- بررسی پایایی متغیرها (آزمون مانایی)

به منظور بررسی پایایی متغیرها از آزمون مانایی به شرح جدول شماره ۴ استفاده شده است.

جدول ۴- آزمون مانایی

آزمون لوین، لین و چو		ایم، پسران و شین			
معناداری	آماره t	معناداری	آماره t	نماد	متغیرهای پژوهش
۰,۰۰۰۰۰۰	-۴۷,۱۹۷۵	۰,۰۰۰۰	۷,۵۵۸۴۲	FV	ارزش شرکت
			-		
۰,۰۰۰۰۰۰	-۲۲,۵۵۵۸	۰,۰۰۰۰	۶,۵۳۰۴۳	EM	مدیریت سود
			-		
۰,۰۰۰۰۰۰	-۱۵,۳۶۲۳	۰,۰۰۰۰	۴,۸۷۳۷۱	ACG	سیاست های مالی
			-		
۰,۰۰۰۰۰۰	-۱۴,۲۸۸۹	۰,۰۰۰۰	۵,۲۳۸۶۹	SIZE	اندازه شرکت
			-		
۰,۰۰۰۰۰۰	-۷,۷۶۲۷۱	۰,۰۰۰۰	۱,۱۷۴۰۶	FL	اهرم مالی
			-		
۰,۰۰۰۰۰۰	-۴۷,۰۵۳۸	۰,۰۰۰۰	-۱۵,۷۲۸۵	CFC	جریان نقد آزاد
۰,۰۰۰۰۰۰	-۲۲۹,۷۱۴	۰,۰۰۰۰	-۲۹,۳۲۹۹	Sale	فروش

با توجه به جدول شماره ۴ مقدار سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بنابراین، همه متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند.

۹-۳- آزمون عامل تورم واریانسها (آزمون همخطی)

عامل تورم واریانس، شدت همخطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون معمولی ارزیابی می کند. در واقع این شاخص بیان می دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت همخطی افزایش یافته است و هرچه مقدار عامل تورم واریانس برای یک متغیر مستقل بیشتر باشد، بیانگر آن است که آن متغیر نقش زیادی در مدل، نسبت به بقیه متغیرها ندارد

جدول ۵- آزمون عامل تورم واریانسها (VIF)

مقدار VIF	ضریب	نماد	متغیرهای پژوهش
۶,۵۸۲۳۲۸	۵,۲۶	FV	ارزش شرکت

۱,۸۶۳۱۴۲	۰,۰۰۰۱۸۸	EM	مدیریت سود
۳,۳۴۵۰۳۳	۰,۰۰۰۲۹۱	ACG	سیاست های مالی
۵,۷۱۳۴۷۰	۱,۸۷	SIZE	اندازه شرکت
۸,۲۸۹۷۳۲	۰,۰۰۰۲۸۴	FL	اهرم مالی
۱,۰۰۷۷۲۲	۷,۹۴	CFC	جریان نقد آزاد
۱,۰۱۹۷۹۵	۱,۶۳	Sale	فروش

آماره عامل تورم واریانس (VIF) میزان همخطی بین متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد و مقدار مجاز VIF کمتر از ۱۰ می‌باشد و از آنجایی که مقادیر جدول شماره ۵، کمتر از ۱۰ می‌باشد، در نتیجه بین متغیرهای تحقیق، همخطی وجود ندارد.

۴-۹- فرآیند انتخاب مدل مناسب

برای داده‌های ترکیبی از تحلیل پانلی بدون اثرات ثابت، با اثرات ثابت و با اثرات تصادفی استفاده شد. برای تشخیص مناسب بودن مدل با اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون لیمر (چاو) و آزمون هاسمن استفاده شده است. بنابراین رویه انتخاب مدل به شرح زیر خواهد بود: مرحله اول: وجود اثرات در مقابل مدل بدون اثرات آزمون می‌گردد (آزمون لیمر یا چاو). آزمون چاو برای تشخیص این است که آیا مدل با اثرات ثابت باید به کار رود یا مدل بدون اثرات است؟ به عبارت دیگر آزمون چاو فرض زیر را آزمون می‌کند.

$$\begin{cases} H_0 : \text{مدل بدون اثرات مناسب است} \\ H_1 : \text{مدل با اثرات مناسب است} \end{cases}$$

در صورتیکه مقدار احتمال برای آزمون بالا کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد شده (یعنی مدل با اثرات ثابت یا تصادفی مناسب است) **مرحله دوم:** مدل با اثرات تصادفی در مقابل مدل با اثرات ثابت آزمون می‌گردد (آزمون هاسمن).

در صورت استفاده از مدل با اثرات سوال بعدی این است که آیا مدل با اثرات ثابت مناسب است یا با اثرات تصادفی؟ برای پاسخ به این سوال از آزمون هاسمن استفاده می‌گردد. فرض صفر و فرض مقابل در آزمون هاسمن به شرح زیر است.

$$\begin{cases} H_0: \text{مدل با اثرات تصادفی مناسب است} \\ H_1: \text{مدل با اثرات ثابت مناسب است} \end{cases}$$

در صورتیکه مقدار احتمال برای آزمون بالا کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد شده (یعنی مدل با اثرات ثابت مناسب است) و در غیر این صورت رد نمی‌شود (یعنی مدل با اثرات تصادفی مناسب است). در ادامه ابتدا مدل مناسب انتخاب شده و سپس بر اساس مدل انتخابی برازش مدل صورت می‌پذیرد.

❖ آزمون مدل فرضیه اول:

برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F بصورت جدول ۶ محاسبه شده است:

جدول ۶- آزمون چاو برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات یا مدل بدون اثرات)

فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل بدون اثرات یا تلفیقی مناسب است	۴,۵۰۴۶۸۸	۰,۰۰۰۰	رد

مقدار احتمال برابر با (۰/۰۰۰) است بنابراین فرض صفر مبنی بر استفاده از مدل تلفیقی شده رد می‌شود و مدل با اثرات (تصادفی یا ثابت) مناسب است. پس از آزمون هاسمن استفاده می‌نماییم.

جدول ۷- آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

فرض صفر	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اثرات تصادفی مناسب است	۷,۷۷۶۴۲۴	۰,۰۰۹۰	رد

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با (۰,۰۰۹۰) است بنابراین فرض صفر رد می‌شود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است (یعنی مدل با اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی ارجحتر است).

برازش مدل با اثرات ثابت:

جدول ۸- برازش مدل تحقیق فرضیه اول

$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AGC_{i,t} + \beta_2 FL_{i,t} + \beta_3 FCF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 SALE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر وابسته: ارزش شرکت					
متغیر	شاخص	ضرایب	خطای	آماره t	سطح

بررسی نقش تعدل‌گر مدیریت سود بر رابطه بین سیاست‌های...

معنادار		استاندارد			
سیاست های مالی	ACG	-۰,۱۷۸۳۲۴	۰,۱۱۱۱۵۲	-۱,۶۰۴۳۲۸	۰,۱۰۹۴
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۱۴۷۹۴	۰,۰۲۱۰۳۹	-۰,۷۰۳۱۶۸	۰,۴۸۲۳
اهرم مالی	FL	-۰,۰۴۶۱۲۹	۰,۱۰۸۵۰۴	-۰,۴۲۵۱۳۶	۰,۶۷۰۹
جریان نقد آزاد	CFC	-۲,۰۳	۵,۶۲	-۰,۳۶۱۶۲۴	۰,۷۱۷۸
فروش	Sale	-۰,۰۴۵۲۳۷	۰,۰۲۵۴۶۷	-۱,۷۷۶۲۹۸	۰,۰۷۶۴
آماره F		۱,۱۹۹۹۳۹		ضریب تعیین	۰,۰۱۳۳۳۳
				ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۰۲۲۲۲
احتمال آماره F		۰,۰۰۸۲۰۹		مقدار دوربین-واتسون	۱,۰۹۷۳۶۹

در جدول شماره ۸، مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰,۰۰۸۲۰۹ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰,۰۱۳۳۳۳ یعنی در حدود ۱۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۰۹۷۳۶۹ است. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد).

پاسخ به فرضیه اول پژوهش:

تاثیر متغیر سیاست های مالی بر ارزش شرکت با توجه به سطح معناداری بدست آمده (۰,۱۰۹۴) تایید نشد.

سایر یافته های تحقیق نشان می دهد که:

تاثیر متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان نقد و فروش بر ارزش شرکت با توجه به سطوح معناداری بدست آمده به ترتیب (۰,۴۸۲۳)، (۰,۶۷۰۹)، (۰,۷۱۷۸) و (۰,۰۷۶۴) تایید نشد.

❖ آزمون مدل فرضیه دوم:

برای آزمون فرضیه ابتدا تحلیل ذیل مشخص شده است که آزمون به صورت مدل تلفیقی یا اثرات ثابت می‌باشد. آماره آزمون F بصورت جدول ۹ محاسبه شده است:

جدول ۹- آزمون چاو برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات یا مدل بدون اثرات)

فرض صفر	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل بدون اثرات یا تلفیقی مناسب است	۴,۵۳۴۳۰۵	۰,۰۰۰۰	رد

مقدار احتمال برابر با (۰/۰۰۰) است بنابراین فرض صفر مبنی بر استفاده از مدل تلفیقی شده رد می‌شود و مدل با اثرات (تصادفی یا ثابت) مناسب است. پس از آزمون هاسمن استفاده می‌نماییم.

جدول ۱۰- آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

فرض صفر	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اثرات تصادفی مناسب است	۸,۰۰۱۴۹۸	۰,۰۱۶۲	رد

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با (۰,۰۱۶۲) است بنابراین فرض صفر رد می‌شود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است (یعنی مدل با اثرات ثابت نسبت به مدل اثرات تصادفی ارجحتر است).

جدول ۱۱- برازش مدل تحقیق فرضیه دوم

$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EM_{i,t} \times AGC_{i,t} + \beta_2 FL_{i,t} + \beta_3 FCF_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 SALE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر وابسته: ارزش شرکت					
متغیر	شاخص	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنادار
سیاست های مالی *	ACG*EM	۰,۰۷۰۲۲۱	۰,۱۶۳۷۵۵	۰,۴۲۸۱۸	۰,۶۶۸۳
مدیریت سود					
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۱۰۹۶۹	۰,۰۲۱۰۴۹	-۰,۵۲۱۱۳۶	۰,۶۰۲۵
اهرم مالی	FL	-۰,۰۴۵۳۶۴	۰,۱۰۸۸۰۲	-۰,۴۱۶۹۴۶	۰,۶۷۶۹
جریان نقد آزاد	CFC	-۱,۳۵	۵,۶۳	-۰,۲۳۹۲۵۲	۰,۸۱۱۰
فروش	Sale	-۰,۰۴۳۴۷۲	۰,۰۲۵۵۳۸	-۱,۷۰۲۲۵۲	۰,۰۸۹۴
آماره F		۰,۷۱۸۲۷۶		ضریب تعیین	۰,۲۵۸۰۲۴

۰,۰۳۹۴۴۱	ضریب تعیین تعدیل شده		
۱,۰۹۱۷۰۱	مقدار دوربین- واتسون	۰,۰۰۹۹۶۷	احتمال آماره F

در جدول شماره ۱۱، مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰,۰۰۹۹۶۷ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰,۲۵۸۰۲۴ یعنی در حدود ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۰۹۱۷۰۱ است. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خود همبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد).

پاسخ به فرضیه دوم پژوهش:

تاثیر تعدیل‌گری متغیر مدیریت سود بر رابطه بین سیاست‌های مالی با ارزش شرکت با توجه به سطح معناداری بدست آمده (۰,۶۶۸۳) تایید نشد.

سایر یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که:

تاثیر متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان نقد و فروش بر ارزش شرکت با توجه به سطوح معناداری بدست آمده به ترتیب (۰,۶۰۲۵)، (۰,۶۷۶۹)، (۰,۸۱۱۰) و (۰,۰۸۹۴) تایید نشدند.

۱۰- بحث و نتیجه‌گیری

مدیریت سود معمولاً به تلاش مدیران شرکتها در جهت دستکاری سود گزارش شده اشاره دارد. حتی اگر این فعالیتها مطابق با مقررات باشند، می‌توانند از فرصت طلبی مدیران برای بهره برداری از قراردادهای پاداش نشأت بگیرند. بنابراین مدیریت سود مبتنی بر چگونگی استفاده مدیران از آن می‌تواند برای ارزش شرکت مضر و یا سودمند باشد. چنانچه مدیریت سود فرصت طلبانه نبوده و در جهت منافع سهامداران باشد، منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد. در این راستا شرکت‌هایی که سود خود را هموار می‌کنند ارزش بالاتری نسبت به شرکت-

هایی که سود خود را هموار نمی‌کنند خواهند داشت اما اگر مدیریت سود ناشی از فرصت‌طلبی مدیران باشد منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد. از طرفی امروزه با افزایش اندازه شرکت‌ها، مدیران سعی می‌کنند سیاست‌های مالی شرکت را در راستای به حداکثر رسانیدن ارزش شرکت تدوین نمایند. با توجه به اینکه میزان ذخایر وجه نقد، سیاست تقسیم سود و ساختار سرمایه از مولفه‌های تاثیرگذار بر ارزش شرکت هستند، لذا این موضوع باعث شده است تا تصمیمات مالی شرکت‌ها به چالش مهمی در پژوهش‌های اقتصاد مالی تبدیل شود.

طبق فرضیه اول تاثیر سیاست‌های مالی بر روی ارزش بازار شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که تاثیر متغیر سیاست‌های مالی بر ارزش شرکت‌ها تایید نشده و در نتیجه فرضیه اول تحقیق پذیرفته نشده است. نتایج بدست آمده در این تحقیق با نتایج تحقیق وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲) همسو می‌باشد. وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین سیاست‌های مالی شرکت‌ها با مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بین سیاست سرمایه‌گذاری و سیاست بدهی با مدیریت سود به ترتیب در مرحله رشد و افول رابطه وجود دارد. همچنین در هیچ یک از مراحل چرخه عمر رابطه بین سیاست تقسیم سود و مدیریت سود تایید نشد. نتایج نشان داد که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود یک رابطه منفی و معنادار و بین اندازه شرکت و شاخص رشد و بازده دارایی‌ها با مدیریت سود یک رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. طبق فرضیه دوم نقش تعدیل‌گر مدیریت سود بر تاثیر سیاست‌های مالی بر روی ارزش بازار شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون، حاکی از آن است که نقش تعدیل‌گر مدیریت سود بر تاثیر سیاست‌های مالی بر روی ارزش بازار شرکت‌ها تایید نشده و در نتیجه فرضیه تحقیق پذیرفته نمی‌شود. نتایج بدست آمده در این تحقیق با نتایج تحقیق کامران و همکاران (۲۰۱۸) همسو می‌باشد. کامران و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیق خود به بررسی نقش تعدیل‌گری مدیریت سود بر ارتباط سیاست‌های مالی بر روی ارزش بازار شرکت‌ها در بازار چین و پاکستان طی دوره ۲۰۱۲ الی ۲۰۱۶ پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مدیریت سود بر ارتباط سیاست‌های مالی بر روی ارزش شرکت‌ها تاثیر ندارد.

۱۱- پیشنهادات

۱- با توجه به تورم موجود در اقتصاد کشور ما، به عنوان یک سیاست مالی موثر، شرکت‌ها باید به سمت تجدید ارزیابی روی آورده تا با بروز نمودن ارزش دارایی‌های خود بخشی از اثرات منفی تورم بر ارزش شرکت را پوشش داده و موجب افزایش ارزش ثروت سهامداران و شرکت شود.

۲- از آنجایی که تورم موجود در اقتصاد کشور ما بیشتر از نرخ بهره بانک‌هاست، علاوه بر دارا بودن دارایی‌های فیزیکی، بر خلاف تصورات عمومی شرکت‌ها می‌توانند با اخذ تسهیلات و ایجاد بدهی بانکی و ریالی و تبدیل آن به دارایی (مواد اولیه، کالا، ساختمان، زمین و ...) ارزش شرکت را در سال(سال‌های) آتی افزایش دهند.

۳- چون مدیریت ریسک در شرکت‌های بورس اوراق بهادار کشور ما ضعیف می‌باشد، به سهامداران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در تصمیمات هیات مدیره شرکت نموده و جهت نظارت بهتر و بیشتر بر عملکرد مدیران، به افزایش هزینه‌های نظارتی و کنترلی رای دهند.

۴- جهت کاهش میزان مدیریت سود به مالکان (سهامداران) شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود از طریق چندین منبع اطلاعاتی مختلف، وضعیت اقتصادی شرکت‌ها را بررسی نموده تا نوع مدیریت سودی که باعث انتقال اطلاعاتی درباره وضعیت آتی شرکت می‌شود و یا اینکه باعث تحریف افشای اطلاعات مالی می‌شود را شناسایی کنند.

۱۲- منابع و ماخذ

برزگر، قدرت الله. فخاری. پوریانی. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر دارایی‌های نامشهود بر سیاست‌های مالی و حاکمیتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد در رشته حسابداری. دانشکده علوم اقتصادی و اداری. دانشگاه مازندران.

پوراحمدی، محمد حسین. فرساد امان الهی. (۱۴۰۰). تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. سال سیزدهم. شماره ۴. صص ۷۳-۹۵.

خلیلی عراقی، سید منصور. (۱۳۸۸). تعیین قاعده بهینه سیاست پولی در اقتصاد ایران با استفاده از تئوری کنترل بهینه. فصلنامه تحقیقات اقتصادی. دوره ۴۴. شماره ۳.

دستگیر، محسن. سروشیار. علی احمدی. (۱۳۹۲). ارزیابی تاثیر تغییرات غیر عادی وجه نقد در پایداری سود و کارایی بورس اوراق بهادار تهران در تشخیص ویژگی های پایداری اجزای سود. *مجله دانش حسابداری*. سال ۴. شماره ۱۳. صص ۲۷-۷.

سرلک، نرگس. کرمی. (۱۳۹۵). انعطاف پذیری مالی و سیاست مالی شرکت. *پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری*. پردیس دانشگاهی. دانشگاه قم.

کمالی کرمانی، نرجس. (۱۴۰۰). ویژگی های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. شماره ۴۹. صص ۱۹۴-۱۷۵.

لطفی، محمد. زنجیر دار. امیر حسینی. (۱۳۹۷). ارتباط بین سیاست های مالی شرکت ها و ارزش منابع تقدی تحت شرایط عدم اطمینان. *پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی*. دانشگاه آزاد اسلامی. واحد شهر قدس. دانشکده علوم انسانی - گروه مدیریت.

نوروش، ایرج. مؤمنی یانسری. صفری گرایلی. (۱۳۹۴). کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت های ایرانی. *پژوهش های حسابداری مالی*. سال ۷. شماره ۴. صص ۱۸-۱.

Abu Afifa, M., Saleh, I., Al-shoura, A., & Vo Van, H. (2022). Nexus among board characteristics, earnings management and dividend payout: Evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets* (in press). <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2021-1907>.

Aziza Naz, Monika Naďová Krošláková, Iqra Farheen, Marián Čvirik, Anna Micháľková. (2023). Nexus between corporate governance and earnings management in family and non-family firms. *Business Administration and Management*. PP 42-57.

Almeida, Juliano Ribeiro and Eid Jr, William. (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research*. 924-934.

Arianpoor, Arash. Orfizadeh, Saleh. (2021). The Relationship between Market Value, Capital Expenditures, Value Creation and Product Market Power. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. Vol. 5. No. 3. pp. 107-126. DOI:10.22067/ijaaf.2021.40760

Gary K. Taylor, Michael Dugan. (2007). Review of Real Earnings Management Literature. *Journal of Accounting Literature*. [https:// www.researchgate.net /publication](https://www.researchgate.net/publication)

Khan, A, A Kaleem and MS Nazir (2012). Impact of financial leverage on agency cost of free cash flow: Evidence from the manufacturing sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 2(7). 6694-6700.

Li, Z., Xu, C., Zhang, H., Rasool, S. F., & Fareed, Z. (2022). Exploring the relationship between takeover market and enterprise innovation: The mediating

- role of internal governance. *Journal of Innovation & Knowledge*. 7(3). 100205. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2022.100205>.
- Nugroho, A. C. and Stoffers, J. (2020). Market Competition and Agency Problem: a Study in Indonesian Manufacturing Companies. *Jurnal Dinamika Manajemen*.11(1).pp. 65-77.
- Pirie, S. and Smith, M. (2008), "Stock prices and accounting information: evidence from Malaysia. *Asian Review of Accounting*. 16(2).pp. 109-133. <http://dx.doi.org/10.1108/13217340810889924>.
- Papanastasopoulos, G., Thomakos, D., & Wang, T. (2011). Accruals and the Performance of Stock Returns Following External Financing Activities. *The British Accounting Review*. 43(3). PP. 214–229.
- Wang, GY (2010). The impact of free cash flow and agency cost on firm performance. *Journal of Service and Management*. 3, 40 8–418, doi: 10.4236/jssm.2010.34047.