

## بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود

ساسان مهرانی

دانشیار حسابداری دانشگاه تهران

سوننا نوروژی\*

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تهران

### چکیده

هدف از این پژوهش بررسی نقش حاکمیت شرکتی در کاهش اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱، می‌باشد. با استفاده از روش تاپسیس شاخصی به منظور رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه بر اساس حاکمیت شرکتی، ساخته شده است. شاخص مزبور متشکل از شش معیاراندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حسابرس مستقل می‌باشد. هم‌چنین برای محاسبه ارزش شرکت از شاخص Q توبین و برای محاسبه مدیریت سود از مدل جونز تعدیل شده استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که سهامداران مدیریت سود را فرصت‌طلبانه تلقی کرده و مدیریت سود دارای اثری منفی بر ارزش شرکت می‌باشد ولی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی چنین اثری کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد و شرکت‌های دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر با اثر منفی کم‌تری مواجه هستند.

**واژگان کلیدی:** ارزش شرکت، حاکمیت شرکتی، مدیریت سود.

## ۱. مقدمه

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 فرصت‌طلبی مدیران برای بهره‌برداری از قراردادهای پاداش نشأت بگیرند (بیکر و همکاران<sup>۱</sup> ۲۰۰۳). به عنوان مثال مدیران می‌توانند برای بهتر نشان دادن عملکرد شرکت، سود را بیش‌تر گزارش کنند و از پرداخت‌های انگیزشی مانند پاداش مبتنی بر سود بهره‌مند گردند و یا سود را برای کسب مزایا از طرح‌های اختیار خرید سهام کارکنان کاهش دهند تا بدین وسیله قیمت جاری سهام کاهش یابد. با این وجود امکان دارد برخی افراد استدلال کنند که مدیران می‌توانند تکنیک‌های مدیریت سود را در جهت مخابره اطلاعات معینی استفاده کنند (داتا و گیگلر<sup>۲</sup> ۲۰۰۲) و یا سود را برای کاهش نوسان آن، هموار کنند (ماگراس و ولد<sup>۳</sup> ۲۰۰۲).

بنابراین مدیریت سود مبتنی بر چگونگی استفاده مدیران از آن می‌تواند برای ارزش شرکت مضر و یا سودمند باشد. چنانچه مدیریت سود فرصت‌طلبانه نبوده و در جهت منافع سهامداران باشد، منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد (پورنسیست و همکاران<sup>۴</sup> ۲۰۰۸). در این راستا شرکت‌هایی که سود خود را هموار می‌کنند ارزش بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که سود خود را هموار نمی‌کنند خواهند داشت (دموری و همکاران ۱۳۹۰). اما اگر مدیریت سود ناشی از فرصت‌طلبی مدیران باشد منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد (تقوی و همکاران ۱۳۸۹). روش ساده‌ای برای تعیین اینکه کدام جزء از مدیریت سود مضر و کدام جزء سودمند است؛ وجود ندارد. با این وجود اگر مکانیزمی وجود داشت که فرصت‌طلبی مدیران را کاهش می‌داد، به کاهش مدیریت سود مضر کمک می‌کرد. در این پژوهش مکانیزم حاکمیت شرکتی به عنوان ابزاری سودمند برای محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران که ممکن است ارزش شرکت را رو به زوال ببرد پیشنهاد می‌شود.

حاکمیت شرکتی به عنوان مکانیزمی برای کاهش فرصت‌طلبی مدیران عمل می‌کند. شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند نسبت به فرصت‌طلبی مدیران آسیب‌پذیرتر هستند و مدیریت سود دارای اثر سوء بر ارزش شرکت‌شان خواهد بود. به علاوه شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی می‌توانند این مسائل را کاهش دهند و به همین جهت مدیریت سود دارای اثر سوء کم‌تری بر ارزش شرکت‌شان خواهد بود و یا حتی برای آن مفید خواهد بود.

پژوهش‌های متعددی به بررسی ارتباط بین مدیریت سود و ارزش شرکت، ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود و نیز ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پرداخته‌اند. در این پژوهش به بررسی اثر رتبه حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ارزش شرکت و مدیریت سود می‌پردازیم و به دنبال آن هستیم که دریابیم آیا میان رتبه حاکمیت شرکتی و میزان اثر مدیریت سود بر ارزش شرکت‌ها، ارتباط معناداری وجود دارد یا خیر. در واقع نتایج چنین

پژوهش‌هایی می‌تواند نشانگر میزان موفقیت حاکمیت شرکتی در جلب اعتماد عمومی به گزارشگری مالی از طریق کاهش میزان مدیریت سود فرصت طلبانه باشد. همچنین می‌تواند برای سازمان بورس و اوراق بهادار در تدوین قوانین حاکمیت شرکتی و برای حرفه در تدوین قوانین و مقررات اثربخش، مفید واقع شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدیریت سود به انتخاب سیاست‌های حسابداری توسط مدیر و یا انجام فعالیتی واقعی اشاره دارد که بر سود گزارش شده اثر می‌گذارد تا برخی اهداف ناشی از سود گزارش شده حاصل شود (اسکات<sup>۵</sup> ۲۰۱۲). بدین ترتیب مدیریت سود به دو طریق امکان پذیر است؛ مدیریت سود از طریق انتخاب سیاست‌های حسابداری و مدیریت سود بوسیله انجام فعالیت‌های واقعی. در این پژوهش مدیریت سود از طریق انتخاب سیاست‌های حسابداری مد نظر می‌باشد. در کل به دلیل اینکه مدیریت سود ممکن است ناشی از فرصت طلبی مدیران باشد، به طور منفی درک می‌شود. مدیران می‌توانند از مدیریت سود برای کسب مزایای شخصی استفاده کنند. برای مثال مزایای بیشتری را از طرح‌های پاداش کسب می‌کنند.

به علاوه برخی مطالعات اشاره می‌کنند که در واقع مدیریت سود برای شرکت‌ها مخرب نیست. اگر قوانین حسابداری بیش از حد محدود کننده باشند مزایای بالقوه مدیریت سود به عنوان روشی که مدیران بوسیله آن پیش‌بینی‌های قابل اعتماد را مخابره می‌کنند، از بین خواهد رفت (داتا و گیگلر ۲۰۰۲). همچنین مدیران می‌توانند از مدیریت سود به منظور کاهش نوسان سود استفاده کنند (مگراس و ولد ۲۰۰۲). کاهش نوسان سود به کاهش ریسک متصور سرمایه‌گذاران کمک می‌کند و به این طریق می‌تواند برای ارزش شرکت سودمند باشد. بنابراین ممکن است مدیریت سود نه تنها بر ارزش شرکت اثر منفی نداشته باشد بلکه مطابق با هدف حداکثر سازی ارزش شرکت نیز باشد.

با توجه به مطالب فوق‌الذکر مدیریت سود می‌تواند برای ارزش شرکت سودمند یا مضر باشد. اگر چه طبقه‌بندی مدیریت سود به سودمند و مضر کار دشواری است، در این پژوهش بیان می‌شود که اگر مکانیزمی وجود داشته باشد که فرصت طلبی مدیران را محدود کند، چنین مکانیزمی باید قادر به کاهش مدیریت سود مضر نیز باشد؛ در حالی که مدیریت سود سودمند را کاهش ندهد. بنابراین در صورت وجود چنین مکانیزمی اثر منفی مدیریت سود باید کم‌تر باشد (و یا حتی دارای اثری مثبت بر ارزش شرکت باشد). مکانیزم حاکمیت شرکتی که شامل چگونگی حفاظت از حقوق سهامداران است باید چنین مکانیزمی برای کاهش فرصت طلبی مدیران باشد (تانگجیتیرم<sup>۶</sup> ۲۰۱۳).

جنسن و مک‌لینگ<sup>۷</sup> (۱۹۷۶) در بررسی خود پیرامون مسائل نمایندگی در شرکت‌ها بیان می‌کنند که اگر مدیران سهم کوچک‌تری از مالکیت شرکت را در اختیار داشته باشند می‌توانند تلاش بیشتری را به کسب منافع شخصی خودشان اختصاص دهند و هزینه این انتفاع را به شرکت تحمیل کنند. در صورت جدایی مالکیت و کنترل و در صورتی که مدیران در ثروت سهامداران شریک نباشند ممکن است تصمیمات مدیران در راستای هدف حداکثرسازی ارزش شرکت نباشند. بنابراین اساساً مکانیزم کنترل کننده موثری مانند حاکمیت شرکتی مورد نیاز می‌باشد (فاما و جنسن<sup>۸</sup> ۱۹۸۳).

گوپرز و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۳) شاخص حاکمیتی را مبتنی بر مقررات شرکت‌ها در ارتباط با حقوق سهامداران ایجاد کردند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد آن دسته از شرکت‌هایی که برای سهامداران خود حقوق ضعیف‌تری قائل هستند در مقایسه با شرکت‌هایی که حقوق قوی‌تری برای سهامداران‌شان در نظر می‌گیرند، دارای ارزش کم‌تری هستند.

پورنیست و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهشی به این نتیجه دست یافتند که بین ارزش شرکت و میزان مدیریت سود رابطه مثبتی وجود دارد. در این پژوهش تئوری نمایندگی به عنوان ابزاری برای تفاوت قائل شدن بین استفاده‌های سودمند و فرصت طلبانه از مدیریت سود پیشنهاد می‌شود.

ونگ و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود به بررسی تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد شرکت‌هایی که دارای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بهتر هستند عملکرد بهتر و ارزش بالاتری دارند. هم‌چنین بین تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

تانگجیتیرم (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین رتبه حاکمیت شرکتی و کاهش اثر منفی مدیریت سود پرداخت. نتایج وی مدرکی را فراهم می‌کند که از نقش حاکمیت شرکتی در کاهش اثر منفی مدیریت سود حمایت می‌کند. این پژوهش نشان می‌دهد که اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی خوب کمتر است. اما اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف بیشتر است زیرا چنین شرکت‌هایی نسبت به فرصت-طلبی مدیران آسیب‌پذیرتر هستند.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها برای آزمون فرضیه پژوهش خود از رگرسیون خطی چندگانه استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت می‌باشد.

مرادزاده و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود را بررسی کردند. نتایج بررسی آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه منفی معناداری بین سطح مالکیت نهادی و تمرکز آن با مدیریت سود وجود دارد.

آقایی و چالاکی (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ویژگی‌های حاکمیت و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که رابطه منفی معناداری بین مالکیت نهادی و مدیریت سود و همچنین بین استقلال هیأت مدیره و مدیریت سود وجود دارد. به علاوه رابطه معناداری بین سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (مالکیت نهادی، استقلال هیأت مدیره، تمرکز مالکیت، نفوذ مدیر عامل، اندازه هیأت مدیره، اتکا بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره) و مدیریت سود وجود ندارد.

تقوی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود را بررسی می‌کنند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که بین مدیریت سود و ارزش شرکت یک رابطه همبستگی معکوس بسیار قوی وجود دارد. این بدین معنا است که مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت منافع شرکت نبوده و مدیران این شرکت‌ها از مدیریت سود در جهت منافع شخصی خود استفاده می‌کنند. در این پژوهش میزان هزینه‌های نمایندگی به عنوان معیاری برای انگیزه مدیریت سود استفاده شده است.

دموری و همکاران (۱۳۸۹) در یک بررسی رابطه بین هموارسازی سود، کیفیت سود و ارزش شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که بدون در نظر گرفتن کیفیت سود، شرکت‌های هموارساز سود ارزش بالاتری نسبت به شرکت‌های غیر هموارساز سود دارند.

مهرانی، فروغی، کردتبار و رسائیان (۱۳۹۰) در پژوهشی تأثیر ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی (مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی عمده) بر شدت رفتار مدیریت سود را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش، شواهد مستدلی در این زمینه نشان داد که مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان ساز و کارهای نظارتی حاکمیت شرکتی می‌توانند رفتار متهورانه مدیریت سود را محدود کنند.

رهنمای رودپشتی، هییتی، طالب نیا و نبوی چاشمی (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های داخلی حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، تفکیک دو پست مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره) و مکانیزم‌های خارجی (سهامداران نهادی) با مدیریت سود پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره با مدیریت سود رابطه منفی معنادار و بین سهامداران نهادی و مدیریت

سود رابطه مثبت معناداری وجود دارد. اما بین تصدی دو پست مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره با مدیریت سود رابطه معناداری وجود ندارد.

برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) در یک بررسی ارتباط بین هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی (شامل تفکیک پست مدیرعامل از رئیس هیأت مدیره، ساختار هیأت مدیره، میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، ساختار مالکیت شرکت، اصلی یا فرعی بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت، درصد سهام شناور آزاد و مرجع حسابرسی شرکت) و ارزش ایجاد شده برای سهامداران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی، چهار مکانیزم (شامل میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارند.

قدرتی و فیضی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از عدم تاثیرگذاری نسبت سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، وجود مدیرعامل شرکت به عنوان رئیس یا نائب رئیس هیأت مدیره و وجود حسابرس داخلی بر میزان مدیریت سود می‌باشد. با توجه به مطالب فوق الذکر فرضیه پژوهش بدین صورت بیان می‌شود: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد.

### ۳. روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از سال ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۹۱ در فهرست شرکت‌های بورس قرار داشته‌اند. نمونه پژوهش شامل شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۳. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش در سال‌های مورد بررسی موجود باشد و صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی مربوط به آنها، به طور کامل در اختیار باشد.
۴. جزء بانک‌ها یا موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد.

در نهایت با توجه به این معیارها تعداد شرکت‌های نمونه به ۱۰۴ شرکت رسید. این پژوهش در حوزه پژوهش‌های توصیفی حسابداری قرار دارد و از نظر هدف از نوع کاربردی و از نظر روش از نوع همبستگی - تحلیل رگرسیون می‌باشد. روش بررسی داده‌ها برای مدل مدیریت سود روش مقطعی و مقاطع مورد بررسی بر اساس سال می‌باشد. هم‌چنین از

روش الگوهای داده‌های ترکیبی برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه استفاده شده است. برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش از بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار مالی رهاوردنوین و به صورت مستقیم از صورت‌های مالی منتشره در تارنمای مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزارهای EXCEL, SPSS و EVIEWS صورت گرفته است.

### متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش شامل متغیر وابسته، مستقل، تعدیل کننده و کنترلی است.

#### متغیر وابسته

در این پژوهش متغیر وابسته ارزش شرکت می‌باشد. شاخص Q توپین<sup>۱۱</sup> به عنوان شاخصی از ارزش شرکت مورد استفاده قرار گرفته است.

$$Q = \frac{\text{ارزش بازار شرکت}}{\text{ارزش دفتری شرکت}} \text{ توپین}$$

بدین منظور برای هر شرکت ارزش بازار شرکت ارائه شده در نرم‌افزار مالی رهاوردنوین بر ارزش دفتری آن تقسیم شده است و نتیجه به عنوان شاخصی از ارزش شرکت مورد استفاده قرار گرفته است.

#### متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش مدیریت سود می‌باشد. در این پژوهش اقلام تعهدی اختیاری به عنوان شاخص سنجش مدیریت سود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است و از مدل جونز تعدیل شده<sup>۱۲</sup> برای محاسبه اقلام تعهدی اختیاری استفاده شده است.

در ابتدا مدل زیر در مورد کل اقلام تعهدی برآزش می‌شود. برای استاندارد کردن اعداد، دو طرف معادله بر جمع دارایی‌های تقسیم می‌شوند.

$$\frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

$TAC_{it}$  = کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  برای سال  $t$

$A_{it-1}$  = جمع دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t - 1$

$\Delta Rev_{it}$  = تغییر در درآمد شرکت  $i$  از سال  $t - 1$  تا سال  $t$

$PPE_{it}$  = ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t$

$\varepsilon_{it}$  = مجموع خطای رگرسیون

سپس از ضرایب حاصل از رگرسیون برای برآورد میزان ارقام تعهدی اختیاری استفاده می‌شود که از طریق کسر نمودن ارقام تعهدی غیر اختیاری از جمع ارقام تعهدی به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$EM_{it} = \frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} - \alpha \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) - \alpha_1 \left( \frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\Delta Rec_{it}}{A_{it-1}} \right) - \alpha_2 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right)$$

$EM_{it}$  = ارقام تعهدی اختیاری شرکت  $i$  برای سال  $t$

$\Delta Rec_{it}$  = تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  از سال  $t-1$  تا سال  $t$

برای برآورد ارقام تعهدی اختیاری باید پس از جمع آوری داده‌ها، مدل تعدیل شده جونز تخمین زده شود. بدین منظور مدل جونز تعدیل شده برای هر سال به صورت جداگانه و به صورت مقطعی تخمین زده شده است. سپس از ضرایب هر رگرسیون در هر سال برای برآورد میزان ارقام تعهدی اختیاری در همان سال استفاده شده است. پس‌مانده‌های رگرسیون به عنوان ارقام تعهدی اختیاری مورد استفاده قرار می‌گیرد.

#### متغیر تعدیل کننده

متغیر تعدیل کننده پژوهش شاخص حاکمیت شرکتی می‌باشد. با استفاده از روش تاپسیس<sup>۱۳</sup> شاخصی به منظور رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه بر اساس حاکمیت شرکتی، ساخته شده است. شاخص مزبور متشکل از شش معیار اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حسابرس مستقل می‌باشد. این معیارها، معیارهایی هستند که در یک نمونه ۹۳ تایی از پژوهش‌های انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی با فراوانی نسبی بیش از ۵٪ مورد استفاده قرار گرفته‌اند. به هر یک از این معیارها ضریب یکسان و برابر با ۰,۱۶۷ تعلق گرفته است. معیارهای مورد استفاده در نمونه ۹۳ تایی به همراه درصد فراوانی آنها در نگاره (۱) ارائه شده است.

نگاره ۱. شاخص‌های حاکمیت شرکتی

شاخص	درصد	شاخص	درصد
استقلال هیأت مدیره	۵۸	نسبت بدهی	۵
دوگانگی وظایف مدیرعامل	۲۹	اصلی و فرعی بودن شرکت	۳
اندازه هیأت مدیره	۱۴	درصد سهام شناور آزاد	۴
نفوذ مدیرعامل	۳	نوع حسابرس	۹
مدت زمان تصدی مدیرعامل	۴	کیفیت حسابرسی	۵
پاداش هیأت مدیره	۲	اندازه حسابرس مستقل	۱
ساختار مالکیت / مالکیت نهادی	۷۶	مدت زمان تصدی حسابرس	۳
ساختار مالکیت / سایر	۲۹	تعداد جلسات هیأت مدیره	۱
تمرکز مالکیت	۲۷	وجود حسابرس داخلی	۵

مدل تاپسیس توسط هوانگ و یون<sup>۱۴</sup> در سال ۱۹۸۱ پیشنهاد شد. این مدل یکی از بهترین مدل‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه است و از آن استفاده زیادی می‌شود. در این روش  $m$  گزینه بوسیله  $n$  شاخص، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. اساس این تکنیک بر این مفهوم استوار است که گزینه انتخابی باید کمترین فاصله را با راه حل ایده‌آل مثبت (بهترین حالت ممکن) و بیشترین فاصله را با راه حل ایده‌آل منفی (بدترین حالت ممکن) داشته باشد. فرض بر این است که مطلوبیت هر شاخص، بطور یکنواخت افزایشی یا کاهششی است.

تعریف عملیاتی شاخص‌ها:

- اندازه هیأت مدیره: منظور از اندازه هیأت مدیره تعداد اعضای هیأت مدیره است.
- استقلال هیأت مدیره: استقلال هیأت مدیره به صورت تعداد اعضای غیر موظف (مستقل) در ترکیب هیأت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیأت مدیره تعریف عملیاتی می‌شود.
- دوگانگی وظایف مدیرعامل: اگر مدیر عامل رئیس هیأت مدیره نیز باشد به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیر عامل اطلاق می‌گردد. در این پژوهش دوگانگی به صورت یک متغیر مجازی تعریف شده است که در آن برای شرکت‌هایی که مدیر عامل رئیس هیأت مدیره است مقدار این معیار (۰) و برای شرکت‌هایی که مدیر عامل رئیس هیأت مدیره نیست، عدد این معیار از حاکمیت شرکتی (۱) در نظر گرفته شده است.
- مالکیت نهادی: منظور از مالکیت نهادی درصدی از سهام یک شرکت سهامی است که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت‌های دولتی می‌باشد.
- تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت بوسیله شاخص هر فیندال هیرشمن<sup>۱۵</sup> بدست می‌آید.
- حسابرس مستقل: اگر امتیاز کنترل کیفیت حسابرس الف باشد به آن عدد ۱ و اگر غیر از الف باشد به آن عدد صفر اختصاص می‌یابد. امتیاز کنترل کیفیت توسط جامعه حسابداران رسمی ایران منتشر می‌شود.

#### متغیر کنترل

در این پژوهش متغیرهای کنترل نسبت بدهی، اندازه شرکت و نرخ رشد شرکت می‌باشند. نسبت بدهی به صورت تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. اندازه شرکت با محاسبه لگاریتم طبیعی از کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید. هم‌چنین منظور از نرخ رشد، نرخ رشد کل دارایی‌های شرکت می‌باشد.

#### مدل‌های پژوهش

بر اساس توضیحات ارائه شده مدل‌های پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

مدل (۱)

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 EM_{it} \times CG_{it} + Y_1 DR_{it} + Y_2 SIZE_{it} + Y_3 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

$FV_{it}$  = ارزش شرکت  $i$  در دوره  $t$   
 $EM_{it}$  = مدیریت سود شرکت  $i$  در دوره  $t$   
 $CG_{it}$  = رتبه حاکمیت شرکتی شرکت  $i$  در دوره  $t$   
 $DR_{it}$  = نسبت بدهی شرکت  $i$  در دوره  $t$   
 $SIZE_{it}$  = اندازه شرکت  $i$  در دوره  $t$   
 $GROWTH_{it}$  = نرخ رشد شرکت  $i$  در دوره  $t$   
 $\varepsilon_{it}$  = خطای برآورد

مدل (۲)

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 EM_{it} \times DHIGH_{it} + Y_1 DR_{it} + Y_2 SIZE_{it} + Y_3 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

$DHIGH_{it}$  = متغیر مجازی مربوط به شرکت  $i$  در دوره  $t$  که برای شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی برابر یک و برای شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف برابر صفر است.

به طور کلی امکان دارد که سرمایه‌گذاران حاکمیت شرکتی را به صورت یک طیف در نظر نگیرند. آنها معمولاً شرکت‌ها را به صورتی در نظر می‌گیرند که یا دارای حاکمیت شرکتی قوی هستند و یا حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند. لذا شرکت‌ها به دو دسته دارای حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف تفکیک می‌شوند. برای این منظور شرکت‌ها بر اساس شاخص حاکمیت شرکتی به چهار چارک تقسیم می‌شوند. شرکت‌هایی که در چارک اول قرار می‌گیرند به عنوان شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف و شرکت‌هایی که در چارک چهارم قرار می‌گیرند به عنوان شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی در نظر گرفته می‌شوند. به این ترتیب فقط شرکت‌های موجود در چارک‌های اول و چهارم مورد مطالعه قرار می‌گیرند.

## ۴. یافته‌ها

### آمار توصیفی

در نگاره (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل (۱) آورده شده است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای مدل (۱)

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	کمینه	میانه	بیشینه
ارزش شرکت	۱/۶۴	۰/۸۷	۳/۰۴	۰/۹۰	۰/۵۰	۱/۴۵	۴/۴۵
مدیریت سود	۰/۱۳	۰/۱۳	۳/۰۵	۰/۳۰-	۰/۲۹-	۰/۱۳	۰/۴۷
نسبت بدهی	۰/۰۸	۰/۰۸	۶/۸۰	۲/۰۵	۰/۰۰	۰/۰۵	۰/۴۰
اندازه شرکت	۱۳/۶۴	۱/۱۹	۵/۵۸	۱/۱۰	۱۱/۰۲	۱۳/۵۱	۱۸/۳۳

۱۸/۸۸	۰/۰۳	۱/۰۰-	۴/۷۴	۲۷/۹۲	۲/۴۵	۰/۴۹	رشد
۰/۷۹	۰/۴۵	۰/۱۲	۰/۱۰	۳/۱۳	۰/۱۲	۰/۴۵	شاخص حاکمیت شرکتی
۷/۰۰	۵/۰۰	۴/۰۰	۶/۲۱	۸۸/۲۲	۰/۱۶	۵/۰۱	تعداد اعضای هیات مدیره
۱/۰۰	۰/۶۰	۰/۲۰	۰/۰۵-	۳/۱۵	۰/۱۷	۰/۶۵	درصد اعضای غیرموظف
۱/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۱۴/۱۲-	۲۰۰	۰/۰۷	۱/۰۰	دوگانگی
۰/۸۴	۰/۳۲	۰/۰۰	۰/۷۷	۳/۵۷	۰/۱۷	۰/۳۳	تمرکز مالکیت
۰/۹۵	۰/۴۲	۰/۰۰	۰/۰۹	۱/۴۳	۰/۳۴	۰/۴۴	مالکیت نهادی
۱/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۴-	۱/۱۱	۰/۴۹	۰/۵۸	حسابرس

همانطور که بیان شد مدیریت سود توسط مدل جونز تعدیل شده محاسبه شده است. برابری میانگین و میانه این متغیر بیانگر نرمال بودن آن می‌باشد. هم‌چنین بالا بودن میانگین متغیر رشد شرکت نسبت به میانه آن نشان‌دهنده چولگی راست این متغیر است و این امر نشان می‌دهد که اکثر شرکت‌های نمونه رشدی بالاتر از میانگین داشته‌اند. طبق جدول میانگین شاخص حاکمیت شرکتی ۰/۴۵ است که برابر با میانه این متغیر است. این امر نشان می‌دهد که شاخص حاکمیت شرکتی در نیمی از شرکت‌های نمونه پایین‌تر از میانگین و در نیمی از شرکت‌های نمونه بالاتر از میانگین است.

در نگاره (۳) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل (۲) آورده شده است.

نگاره ۳. آمار توصیفی متغیرهای مدل (۲)

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	کمینه	میانه	بیشینه
ارزش شرکت	۱/۷۶	۰/۸۹	۲/۸۴	۰/۷۹	۰/۵۳	۱/۵۸	۴/۴۵
مدیریت سود	۰/۱۴	۰/۱۳	۳/۰۸	۰/۵۲-	۰/۲۷-	۰/۱۵	۰/۴۲
نسبت بدهی	۰/۰۷	۰/۰۷	۷/۷۳	۲/۱۴	۰/۰۰	۰/۰۴	۰/۳۷
اندازه شرکت	۱۳/۵۷	۱/۱۵	۶/۶۲	۱/۲۵	۱۱/۰۲	۱۳/۴۹	۱۸/۳۳
رشد	۰/۳۷	۲/۲۹	۳۱/۲۲	۵/۱۹	۱/۰۰-	۰/۰۰	۱۵/۳۹
شاخص حاکمیت شرکتی	۰/۴۵	۰/۱۶	۱/۸۳	۰/۰۴	۰/۱۲	۰/۴۵	۰/۷۹
تعداد اعضای هیات مدیره	۵/۰۲	۰/۱۸	۷۶/۶۳	۸/۲۷	۵/۰۰	۵/۰۰	۷/۰۰
درصد اعضای غیرموظف	۰/۶۳	۰/۱۷	۰/۲۵	۰/۲۸	۰/۲۰	۰/۶۰	۱/۰۰
دوگانگی	۰/۹۹	۰/۱۰	۹۹/۰۱	۹/۹۰-	۰/۰۰	۱/۰۰	۱/۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۳۵	۰/۱۹	۳/۴۹	۰/۷۴	۰/۰۰	۰/۳۲	۰/۸۴
مالکیت نهادی	۰/۵۱	۰/۳۶	۱/۳۸	۰/۲۰-	۰/۰۰	۰/۶۳	۰/۹۵
حسابرس	۰/۵۰	۰/۵۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۵۰	۱/۰۰

نزدیکی میانگین و میانه متغیر مدیریت سود نشاندهنده نرمال بودن توزیع آن می‌باشد. هم‌چنین میانگین شاخص حاکمیت شرکتی ۰/۴۵ است که برابر میانه این متغیر است. این امر نشان می‌دهد که رتبه حاکمیت شرکتی در نیمی از شرکت‌های نمونه پایین‌تر از میانگین و در نیمی بالاتر از میانگین است.

### آزمون فرضیه

نتایج مربوط به آزمون مدل (۱) در بررسی ۴۰۵ سال - شرکت در نگاره (۵) آمده است. در داده‌های ترکیبی زمانی که حجم نمونه آماری بیشتر از ۳۰ مشاهده باشد، توزیع جملات اخلاص به توزیع نرمال نزدیک می‌شود. در این حالت حتی اگر جملات اخلاص دارای توزیع نرمال نباشند، ضرایب مدل حداقل واریانس بوده و کارا هستند و همین دو ویژگی برای تصمیم‌گیری در خصوص فرضیه‌هایی که با استفاده از ضرایب مدل آزمون می‌شوند، کافی است (افلاطونی ۱۳۹۲). لذا با توجه به اینکه تعداد مشاهدات ۴۰۵ عدد می‌باشد نیازی به بررسی نرمال بودن جملات اخلاص نمی‌باشد.

به منظور آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت<sup>۱۶</sup> استفاده شده است. بر اساس نتایج این آزمون و مقدار احتمال آماره F که از ۰,۰۵ کم‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۴)، وجود ناهمسانی واریانس رد نمی‌شود. به منظور مرتفع ساختن این مسئله از روش تخمین GLS<sup>۱۷</sup> استفاده شده است. روش GLS همان روش OLS است که در آن فقط داده‌ها به گونه‌ای تبدیل شده‌اند تا فرضی که مورد نیاز روش OLS است (سوری ۱۳۹۱).

در ارتباط با آزمون خود همبستگی (استقلال خطاها)، با توجه به میزان آماره دوربین-واتسن (۱/۶۸) فرض عدم وجود خود همبستگی بین خطاها رد نمی‌شود.

به منظور بررسی هم خطی بین متغیرهای مستقل از معیار عامل تورم واریانس<sup>۱۸</sup> (VIF) استفاده شده است. نگاره (۴) نتایج حاصل از این معیار را نشان می‌دهد. از آنجا که VIF ضرایب مدل برآورده شده کم‌تر از عدد ۱۰ است مشکل هم خطی وجود ندارد.

نگاره ۴. نتایج آزمون هم خطی

متغیرهای مستقل	عامل تورم واریانس
مدیریت سود	۴/۱۶
مدیریت سود و حاکمیت شرکتی	۴/۰۷
نسبت بدهی	۱/۱۳
اندازه شرکت	۱/۰۸
رشد	۱/۰۹

نتایج مربوط به آزمون مدل (۱) در نگاره شماره (۵) ارائه شده است.

نگاره ۵. نتایج حاصل از آزمون مدل (۱)

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 EM_{it} \times CG_{it} + Y_1 DR_{it} + Y_2 SIZE_{it} + Y_3 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

معناداری (sig)	آماره t	ضرایب استاندارد شده	نمادها	مدل (۱)
۰/۰۰۰۱	۴/۰۹	۳/۲۰	$\beta$ .	مقدار ثابت
۰/۰۴۸۰	-۱/۹۸	-۲/۳۵	EM	مدیریت سود
۰/۰۰۳۳	۲/۹۶	۵/۵۲	EM×CG	حاکمیت شرکتی و مدیریت سود
۰/۰۰۰۲	-۳/۷۹	-۲/۲۴	DR	نسبت بدهی
۰/۰۸۴۲	-۱/۷۳	-۰/۰۹	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۹۰	-۲/۶۲	-۰/۰۷	GROWTH	رشد شرکت
۰/۰۰۰۰		۷/۸۳	F	ضریب فیشر
		۰/۱۰	R <sup>۲</sup>	ضریب تعیین
		۰/۰۹	Adjusted R <sup>۲</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده
		۱/۶۸	D-W	دوربین-واتسن
				متغیر وابسته
				ارزش شرکت

در بررسی معنادار بودن این مدل، با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل مدل تایید می‌شود. معناداری ضریب مدیریت سود (۰/۰۴۸۰) و منفی بودن آن نشان می‌دهد که ارزش شرکت با مدیریت سود رابطه معکوس دارد. با توجه به رابطه معکوس بین ارزش شرکت و مدیریت سود می‌توان دریافت که بازار به مدیریت سود واکنش منفی نشان می‌دهد و مدیریت سود را فرصت طلبانه تلقی می‌کند. این نتیجه در راستای نتایج پژوهش تقوی و همکاران (۱۳۸۹) و تانگجیتپرم (۲۰۱۳) است که نشان‌دهنده یک رابطه معکوس بین مدیریت سود و ارزش شرکت می‌باشند و در تضاد با نتایج پژوهش دموری و همکاران (۱۳۸۹) است که نشان می‌دهد بین هموارسازی سود و ارزش شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین معناداری و مثبت بودن ضریب متغیر مدیریت سود و حاکمیت شرکتی (sig = ۰/۰۰۳۳) بیانگر این موضوع است که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ارزش شرکت و مدیریت سود تاثیر مثبت گذاشته است. این نتیجه حاکی از آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه «ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد» رد نمی‌شود. با توجه به ضریب مثبت این متغیر می‌توان دریافت که در شرکت‌هایی که دارای رتبه بالایی از لحاظ مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی هستند، رابطه منفی بین ارزش شرکت و مدیریت سود کاهش می‌یابد. این نتیجه در راستای پژوهش

تانگجیتپریم می‌باشد که نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی باعث کاهش اثر منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت یا افزایش اثر مثبت آن بر ارزش شرکت می‌شود. نتایج مربوط به آزمون مدل (۲) در بررسی ۲۰۲ سال - شرکت در نگاره (۷) آمده است. در داده‌های ترکیبی زمانی که حجم نمونه آماری بیشتر از ۳۰ مشاهده باشد، توزیع جملات اخلال به توزیع نرمال نزدیک می‌شود. لذا با توجه به اینکه تعداد مشاهدات ۲۰۲ عدد می‌باشد نیازی به بررسی نرمال بودن جملات اخلال نمی‌باشد. به منظور آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است. بر اساس نتایج این آزمون و مقدار احتمال آماره F که از ۰/۰۵ کم‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۸)، وجود ناهمسانی واریانس رد نمی‌شود. به منظور مرتفع ساختن این مسئله از روش تخمین GLS استفاده شده است. در ارتباط با آزمون خود همبستگی (استقلال خطاها)، با توجه به میزان آماره دوربین-واتسن (۱/۸۷) فرض عدم وجود خود همبستگی بین خطاها رد نمی‌شود. به منظور بررسی هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است. نگاره (۶) نتایج حاصل از این معیار را نشان می‌دهد. از آنجا که VIF ضرایب مدل برآورده شده کم‌تر از عدد ۱۰ است مشکل هم‌خطی وجود ندارد. نگاره ۶. نتایج آزمون هم‌خطی

متغیرهای مستقل	عامل تورم واریانس
مدیریت سود	۳/۷۸
مدیریت سود و حاکمیت شرکتی	۳/۶۹
نسبت بدهی	۱/۱۱
اندازه شرکت	۱/۰۲
رشد	۱/۰۶

نتایج مربوط به آزمون مدل (۲) در نگاره شماره (۷) ارائه شده است.

نگاره ۷. نتایج حاصل از آزمون مدل (۲)

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 EM_{it} \times DHIGH_{it} + Y_1 DR_{it} + Y_2 SIZE_{it} + Y_3 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۱)	نمادها	ضرایب استاندارد شده	آماره t	معناداری (sig)
مقدار ثابت	$\beta_0$	۱/۸۶	۱/۴۸	۰/۱۴۰۶
مدیریت سود	EM	-۶/۴۹	-۳/۵۶	۰/۰۰۰۵
حاکمیت شرکتی و مدیریت سود	Dummy*EM	۹/۶۸	۷۶,۳	۰/۰۰۰۲
نسبت بدهی	DR	-۱/۲۸	-۱/۴۵	۰/۱۴۸۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۳	۰/۳۵	۰/۷۲۳۸

۰/۳۶۰۵	-۰/۹۱	-۰/۰۵	GROWTH	رشد شرکت
۰/۰۰۰۰۵		۴/۷۰	F	ضریب فیشر
		۰/۱۲	R <sup>۲</sup>	ضریب تعیین
		۰/۰۹	Adjusted R <sup>۲</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده
		۱/۸۷	D-W	دورین-واتسن
ارزش شرکت				متغیر وابسته

در بررسی معنادار بودن این مدل، با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد (۰/۰۰۰۵)، با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل مدل تایید می‌شود. معناداری ضریب مدیریت سود (۰/۰۰۰۵) و منفی بودن آن نشان می‌دهد که ارزش شرکت با مدیریت سود رابطه معکوس دارد. با توجه به رابطه معکوس بین ارزش شرکت و مدیریت سود می‌توان دریافت که بازار به مدیریت سود واکنش منفی نشان می‌دهد و مدیریت سود را فرصت-طلبانه تلقی می‌کند. همچنین معناداری بالای ضریب متغیر مدیریت سود و حاکمیت شرکتی (sig=۰/۰۰۰۰۲) و مثبت بودن آن بیانگر این موضوع است که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ارزش شرکت و مدیریت سود تاثیر مثبت گذاشته است. این نتیجه حاکی از آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه «ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد» رد نمی‌شود. با توجه به ضریب مثبت این متغیر می‌توان دریافت که در شرکت‌هایی که دارای رتبه بالایی از لحاظ مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی هستند، رابطه منفی بین ارزش شرکت و مدیریت سود کاهش می‌یابد. این نتایج مطابق با نتایج حاصل از مدل (۱) می‌باشند.

## ۵. نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که ارزش شرکت با مدیریت سود رابطه معکوس دارد. بنابراین می‌توان دریافت که بازار به مدیریت سود واکنش منفی نشان می‌دهد و مدیریت سود را فرصت‌طلبانه تلقی می‌کند. همچنین معناداری بالای ضریب متغیر مدیریت سود و حاکمیت شرکتی و مثبت بودن آن بیانگر این موضوع است که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ارزش شرکت و مدیریت سود تاثیر مثبت گذاشته است. این نتیجه حاکی از آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه «ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد» رد نمی‌شود. با توجه به ضریب مثبت این متغیر می‌توان دریافت که در شرکت‌هایی که دارای رتبه بالاتری از لحاظ مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی هستند، رابطه منفی بین ارزش شرکت و مدیریت سود کاهش می‌یابد. در نتیجه چنین انتظار می‌رود که شرکت‌های

دارای حاکمیت شرکتی قوی برای مخاברה اطلاعات از مدیریت سود استفاده کنند لذا سهامداران به مدیریت سود در چنین شرکت‌هایی واکنش منفی کم‌تری نشان می‌دهند. ولی انتظار بر این است که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف از مدیریت سود در جهت مخاברה اطلاعات استفاده نکنند که در این صورت سهامداران به مدیریت سود در چنین شرکت‌هایی واکنش منفی بیش‌تری نشان می‌دهند.

با توجه به اهمیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین ارزش شرکت و مدیریت سود، پیشنهاد این پژوهش برای اقدام عملی، تهیه و گزارش منظم رتبه‌بندی‌هایی از وضعیت حاکمیت شرکتی شرکت‌های ایرانی است. انتشار چنین رتبه‌بندی‌هایی دو اثر مثبت در بر خواهد داشت. اول اینکه موجب آگاهی بیش‌تر سهامداران از وضعیت حاکمیت شرکتی خواهد شد. و دوم باعث ایجاد انگیزه در مدیران جهت بهتر کردن وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های تحت مدیریتشان خواهد شد. هم‌چنین به پژوهش‌گران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین مدیریت سود فزاینده سود و ارزش شرکت و نیز مدیریت سود کاهنده سود و ارزش شرکت بپردازند.

از جمله محدودیت‌های این پژوهش می‌توان به این موارد اشاره کرد. در محاسبه شاخص Q توپین از ارزش بازار سهام استفاده شده است. با توجه به وجود حجم مینا، قیمت سهام شرکت‌ها بیش از یک بازه مشخص نمی‌تواند تغییر کند. بنابراین ارزش بازار سهام واقعی در دسترس نمی‌باشد. لذا به این دلیل و هم‌چنین به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات واقعی ارزش شرکت از منابع دیگر تعمیم‌پذیری نتایج دشوار می‌باشد. هم‌چنین در این پژوهش از مدل جونز تعدیل شده به عنوان شاخص سنجش مدیریت سود استفاده شده است. بدون شک با استفاده از مدل‌های متفاوت نتایج متفاوت نیز حاصل می‌شوند. این مسئله نیز تعمیم‌پذیری نتایج را دشوار می‌کند.

## یادداشت‌ها

- 1- Baker et al
- 2- Dutta & Gigler
- 3- Magrath & Weld
- 4- Pornist et al
- 5- Scott
- 6- Tangjitprom
- 7- Jensen & Meckling
- 8- Fama & Jensen
- 9- Gompers et al
- 10- Wang et al
- 11- Tobin's Q
- 12- Modified Jones Model
- 13- Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution (Topsis)
- 14- Hwang and Yoon
- 15- Herfindahl-Hirschman Index
- 16- White
- 17- Generalized Least Squares
- 18- Variance Inflation Factor

## کتابنامه

۱. افلاطونی، (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با *eviews* در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. تهران: انتشارات ترمه.
۲. آقایی، محمدعلی و پری چالاکی (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱(۴): ۵۴-۷۷.
۳. برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس و قادر حسین بابایی (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۹(۶۸): ۱-۱۶.
۴. تقوی، مهدی؛ جبارزاده کنگرلوئی، سعید و سعید خدایار یگانه (۱۳۸۹). تبیین رابطه هزینه-های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۱(۳): ۱۰۹-۱۳۳.
۵. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۲): ۱۰۷-۱۲۳.
۶. دموری، داریوش؛ عارف منش، زهره و خلیل عباسی موصولو (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین هموارسازی سود، کیغیت سود و ارزش شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۳(۱): ۳۹-۵۴.
۷. رهنمای رود پستی، فریدون؛ هبیتی، فرشاد؛ طالب نیا، قدرت اله و سید علی نبوی چاشمی (۱۳۹۱). ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۵(۱۲): ۷۹-۱۰۰.
۸. سوری، علی (۱۳۹۱). اقتصادسنجی همراه با کاربرد *eviews*. ویراست چهارم، تهران: انتشارات فرهنگ شناسی.
۹. قدرتی، حسن؛ فیضی، سعید (۱۳۹۴). تاثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی، ۱۴(۵۸): ۲۰۵-۲۳۲.
۱۰. مرادزاده فرد، مهدی؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ غلامی، رضا و حجت اله فرزانی (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۵۵): ۸۵-۹۸.

۱۱. مهرانی، ساسان؛ فروغی، داریوش؛ کردتبار، حسین و امیر رسائیان (۱۳۹۰). بررسی تاثیر ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی در کاهش شدت مدیریت سود. *فرایند مدیریت و توسعه*، ۲۴(۷۶): ۵۱-۷۸.

12. Baker, T., Collins, D., & Reitenga, A. (2003). *Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives*. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 18(4): 557-582.

13. Dutta, S., & Gigler, F. (2002, June). *The Effect of Earning Forecasts on Earnings Management*. Journal of Accounting Research, 40(3): 631-655.

14. Fama, E., & Jensen, M. (1983). *Separation of Ownership and Control*. Journal of Law and Economics, 26(2): 301-325.

15. Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003, February). *Corporate Governance And Equity Prices*. The Quarterly Journal of Economics, 118(1): 107-156.

16. Haw, I.-M., Ho, S., & Li, A. (2011). *Corporate Governance and Earnings Management by Classification Shifting*. Contemporary Accounting Research, 28(2): 517-553.

17. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economic, 3(4): 305-360.

18. Magrath, L., & Weld, L. (n.d.). (2002). *Abusive Earnings Management and Early Warning Signs*. The CPA Journal, 72(8): 50 .

19. Pornist, j., Gary A, M., Soon Suk, Y., & Young S, K. (2008). *Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial? An Agency Theory Perspective*. International Review of Financial Analysis, 17(3): 622-634.

20. Scott, W. (2012). *Financial Accounting Theory* (6th ed.). Pearson Prentice Hall.

21. Tangjitprom, N. (2013). *The Role of Corporate Governance in Reducing the Negative Effect of Earnings Management*. International Journal of Economics and Finance, 5(3): 213-220.

22. Wang, J., Sami, H., & Zhou, H. (2009). *Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms* :[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).