فصلنامه حسابداری مالی/سال دهم/ شماره ۳۸ /تابستان ۹۷/صفحات ۱۷۰- ۱۴۰

تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی و کیفیت راهبری شرکتی بر قیمت‌گذاری بازار و میزان دارایی‌های نقدی

مجتبی افشار جهانشاهی *
مهدی بهار مقدم **
احمد خدامی پور ***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۲/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۶/۳۰

چکیده

این پژوهش به بررسی تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی بر قیمت‌گذاری بازار و میزان دارایی‌های نقدی و تأثیری که کیفیت راهبری شرکتی می‌تواند بر این رابطه بگذارد، می‌پردازد. بدین منظور، داده‌های ۱۱۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ استفاده شد که البته برای اندازه‌گیری برخی متغیرها، داده‌های این شرکت‌ها برای ۴ سال قبل و یک سال بعد، طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ جمع‌آوری و استفاده شد. تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی بر میزان و قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی، با مدل رگرسیون چند متغیره بررسی شد. همچنین، برای ارزیابی کیفیت راهبری شرکتی، مدلی با شاخص‌های متداول، طراحی و تأثیر آن بر قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی بررسی گردید. بر اساس نتایج پژوهش، مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود بر میزان و قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین، نتایج بیانگر این مطلب است که ضریب مربوط به اثر تعاملی دارایی‌های نقدی و سود غیرعادی فروش دارایی‌ها در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی قوی، به‌طور معناداری بیش از

* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران
Email: afshar@vru.ac.ir
** دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران (نویسنده مسئول)
Email: m.bahar330@yahoo.com
*** دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران
Email: khodamipour@uk.ac.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

همین ضریب در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی ضعیف است. به‌بیان‌دیگر، کیفیت راهبری شرکتی، موجب تعدیل معنادار این تأثیر می‌شود.

واژه‌های کلیدی: مدیریت فعالیت‌های واقعی، کیفیت راهبری شرکتی، دارایی‌های نقدی.

۱- مقدمه

مدیریت سود عبارت از مداخله هدفمند در فرآیند گزارشگری مالی خارجی به‌قصد کسب برخی منافع شخصی است. مدیریت سود می‌تواند از طریق دست‌کاری اقلام تعهدی اختیاری یا دست‌کاری فعالیت‌های واقعی صورت گیرد. مدیریت بر اساس دست‌کاری اقلام تعهدی، با تغییرات در فعالیت‌های اقتصادی عمده شرکت انجام نمی‌شود، بلکه به‌وسیله انتخاب رویه‌های حسابداری یا برآوردها صورت می‌گیرد. در مقابل دست‌کاری فعالیت‌های واقعی با تغییرات در عملیات اساسی شرکت صورت می‌گیرد (شیپر[1]، ۱۹۸۹). دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، انحراف از روش‌های عملیاتی عادی بوده و انگیزه مدیران از انجام آن گمراه کردن برخی افراد ذینفع است، به صورتی که باور کنند اهداف گزارشگری مالی از طریق فعالیت‌های عادی محقق شده است. مدیریت فعالیت‌های واقعی[2] از طریق روش‌هایی مانند اعطای تخفیف قیمت و کاهش مخارج اختیاری انجام می‌شود (دنیل، دنیس و ناون[3]، ۲۰۰۸). پژوهش‌ها نشان می‌دهد معمولاً شرکت‌ها علی‌رغم اثر معکوسی که مدیریت فعالیت‌های واقعی بر جریان نقدی آتی دارد، به انجام این شکل از مدیریت سود برای تحقق اهداف کوتاه‌مدت سود تمایل دارند (چن، ریس و سیوارامکریشنان[4]، ۲۰۱۷). ژانگ[5] (۲۰۰۹) در پژوهش خود بیان می‌کند که مدیران از دست‌کاری فعالیت‌های واقعی برای تحقق پیش‌بینی‌های مربوط به جریان نقدی استفاده می‌کنند. رویچادهاری[6] (۲۰۰۶) نیز بیان می‌کند که با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و تحت تأثیر عملیات افزایش سود در دوره جاری، جریانات نقدی دوره‌های بعدی نیز تغییر خواهد کرد. به عنوان مثال، ارائه تخفیف‌های قیمتی به‌منظور افزایش سود کل و تحقق اهداف کوتاه‌مدت، ممکن است موجب انتظار مشتریان برای استفاده از چنین تخفیف‌هایی در دوره‌های آتی و درنهایت کاهش جریانات نقدی ورودی ناشی از فروش‌های آتی شود.

1 Shipper
2 Real Activities Management
3 Daniel, Denis and Naveen
4 Chen, Rees and Sivaramakrishnan
5 Zhang
6 Roychowdhury

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

راهبری شرکتی مجموعه‌ای از سازوکارهایی است که کاهش ریسک نمایندگی را از طریق افزایش نظارت بر اقدامات مدیران، تحدید رفتار سوداگرانه آن‌ها و بهبود کیفیت اطلاعات انتشاریافته شرکت‌ها در نظر دارد و موجب می‌شود مدیر که کنترل‌کننده واقعی واحد تجاری است، تشویق شود تا ارزش جریانات نقدی مازاد را در جهت منافع مالکان حداکثر سازد (بوشمن و اسمیت[1]، ۲۰۰۱). این مسئله زمانی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که چنین ریسکی منجر بـه ایجاد هزینه‌های بالایی شود. همچنین راهبـری شرکتی بـاعث کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و درنتیجه ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (برادران حسن‌زاده و بهرامی، ۱۳۹۲).

با توجه به اهمیت بررسی این مسئله که چگونه تلاش مدیران برای خدمت به منافع خود، باعث تأثیرگذاری بر عملیات شرکت و جریانات نقدی می‌شود، این موضوع حائز اهمیت است که عواقب ناخواسته مدیریت فعالیت‌های واقعی که به‌صورت بالقوه وجود دارد را در نظر گرفت. این موضوع به‌طور خاص در رابطه با تئوری نمایندگی جنسن در مورد مشکل جریانات نقدی آزاد بااهمیت است که می‌گوید مدیرانی که نظارت نمی‌شوند، تمایل دارند دارایی‌های نقدی را هدر بدهند. همچنین، ضعف راهبری شرکتی می‌تواند موجب تشدید عدم تقارن اطلاعاتی و مشکل نمایندگی به‌واسطه درک سرمایه‌گذاران از مدیریت فعالیت‌های واقعی به عنوان رفتارهای کاهنده ارزش شود و تقویت راهبری شرکتی می‌تواند خطر ناشی از تلاش مدیران فرصت‌طلب برای کاهش ثروت سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. لذا، با در نظر گرفتن نظریه نمایندگی، تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی بر میزان و قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی و نیز نقش راهبری شرکتی در این تأثیر ارزیابی می‌شود تا مشخص شود که آیا نظارت کردن، موجب ارائه اطلاعات بیشتر در مورد پیامدهای بالقوه رفتار مدیریت به سرمایه‌گذاران می‌شود یا خیر.

با توجه به نحوه انجام پژوهش، اهمیت این پژوهش در مقایسه با سایر پژوهش‌های مرتبط، حداقل در پنج مورد زیر است: اول، فراهم کردن شواهدی قوی و مستدل از ارتباط میان دارایی‌های نقدی و مشکلات نمایندگی ناشی از مدیریت فعالیت‌های واقعی که می‌تواند به کاهش این مشکلات بیانجامد. دوم، تفکیک تأثیر مشکل نمایندگی بر دارایی‌های نقدی با در نظر گرفتن جنبه‌های مختلف رفتار مدیریت سود، پژوهش‌گران را قادر می‌سازد که تمایز بیشتری بین هزینه‌های مدیریت سود بر مبنای اقلام تعهدی و مدیریت فعالیت‌های واقعی قائل شوند. سوم، نتایج این پژوهش، پژوهش‌گران، سرمایه‌گذاران، هیئت‌مدیره‌ها و تنظیم‌کنندگان استاندارد را در مورد دو نگرانی اصلی آگاه می‌سازد. اول، نشان می‌دهد که معاملات واقعی که

1Bushman and Smith

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

به‌طور مستقیم بر جریانات نقدی تأثیر می‌گذارند، چگونه در دارایی‌های نقدی نقش دارند و دوم، نشان می‌دهد که بازار، چگونه زمانی که مدیریت، تلاش‌هایی را جهت دست‌کاری سود انجام داده است، استفاده‌های آتی مورد انتظار دارایی‌های نقدی را قیمت‌گذاری می‌کند لذا، تائید تلاش تنظیم‌کنندگان استانداردهای حسابداری برای کاربرد بیشتر سنجش ارزش منصفانه می‌تواند به‌طور بالقوه باعث کاهش برخی از رفتارهای فرصت‌طلبانه که در این پژوهش بررسی می‌شوند، شود. چهارم، این پژوهش با ارائه شواهدی معتبر می‌تواند بر استانداردهای نظارتی و گزارشگری و تقلب و سایر استانداردهای حسابداری و حسابرسی تأثیر بگذارد و درنهایت موجب توسعه بازار سرمایه شود. پنجم، تحلیل‌های مدنظر در این پژوهش باعث تقویت استنباط‌های انجام شده در تحلیل‌های اصلی می‌شوند و حمایت بیشتری در مورد مدیریت فعالیت‌های واقعی فراهم می‌کنند که منجر به مسائل نمایندگی مربوط به میزان و قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی می‌شود. در ادامه مبانی نظری و پیشینه و فرضیه‌های پژوهش، ارائه‌شده و سپس روش‌شناسی پژوهش موردبحث قرار می‌گیرد. سپس، به تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش پرداخته‌شده و پژوهش با ارائه پیشنهادهایی به پایان می‌رسد.

۲- مبانی نظری پژوهش

کوهن و زاروین[1] (۲۰۱۰)، دست‌کاری فعالیت‌های واقعی توسط مدیریت را ناشی از روند عادی فعالیت‌های شرکت تعریف می‌کنند. رویچادهاری (۲۰۰۶) دست‌کاری فعالیت‌های واقعی را عملکرد مدیریت ناشی از فعالیت‌های عادی و با هدف رسیدن به میزان مشخصی از سود تعریف می‌کند. همچنین، وی بیان می‌کند که هرچند مدیریت فعالیت‌های واقعی در دستیابی به اهداف گزارشگری مالی مفید است، اما موجب افزایش ارزش شرکت نمی‌شود. در بررسی‌های انجام شده توسط گراهام، هاروی و راج گوپال[2] (۲۰۰۵) مشخص شد که مدیران مالی به دو دلیل تمایل بیشتری به دست‌کاری سود از طریق فعالیت‌های واقعی نسبت به دست‌کاری اقلام تعهدی دارند. اول، دست‌کاری اقلام تعهدی با احتمال بیشتری نسبت به تصمیم‌های واقعی در مورد قیمت‌ها و تولید، توسط بررسی حسابرسان کشف می‌شود. دوم اینکه اتکا بر دست‌کاری اقلام تعهدی به تنهایی، ریسک زیادی در پی دارد؛ زیرا تفاوت میان سود دستکاری نشده و حد مطلوب در پایان سال، ممکن است بیش از میزانی باشد که برای دست‌کاری اقلام تعهدی امکان‌پذیر است. اکثر مطالعات انجام شده در مورد مدیریت فعالیت‌های واقعی بر دست‌کاری مخارج پژوهش و توسعه برای کاهش هزینه‌های گزارش‌شده تمرکز دارد. مدیران تمایل دارند

1 Cohen and Zarowin
2 Graham, Harvey and Rajgopal

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

علاوه بر کاهش مخارج پژوهش و توسعه، مجموعه فعالیت‌های دیگری نیز انجام دهند. برای مثال، تعیین دوره زمانی تخفیف به‌منظور افزایش فروش‌ها در پایان سال و افزایش مازاد موجودی‌ها (تولید بیش از حد) برای گزارش بهای تمام شده کالای فروش‌رفته کمتر (دنیل و همکاران، ۲۰۰۸).

لی و پاول[1] (۲۰۱۰) به شواهدی دست یافتند مبنی بر اینکه بازار سرمایه، به میزان دارایی‌های نقدی در شرکت‌های سهامی واکنش نشان می‌دهد. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی که به‌طور مداوم، وجه نقد مازاد داشته‌اند، در مقایسه با شرکت‌هایی که به‌طور اتفاقی و دوره‌ای با این مسئله روبرو بوده‌اند، بازده کمتری را نصیب سهامداران خود نموده‌اند. این وجوه بدین جریانات نقدی را در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری و موجب افزایش ارزش شرکت و سهامداران شود. البته ممکن است برخی مدیران، جریانات نقدی مازاد را در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، سرمایه‌گذاری کنند تا در کوتاه‌مدت، به اهداف شخصی خود برسند. در نتیجه، مدیران به جای آنکه این وجوه را به سهامداران بپردازند، آن‌ها را هدر داده‌اند (اپلر، پینکویتز، استولز و ویلیامسون[2]، ۱۹۹۹). همچنین، ثابت شده است که مانده وجه نقد مازاد، تأثیرات غیرقابل انکاری بر شرکت‌ها و شیوه سرمایه‌گذاری آن‌ها و همچنین رفتار مدیریت شرکت در قبال این وجوه دارد (گارسیا، مارتینز و سانچز-بالیستا[3]، ۲۰۰۸؛ هارفورد، مانسی و ماکس ول[4]، ۲۰۰۸). شرکت‌ها میزان دارایی‌های نقدی خود را از طریق مقایسه منافع و مخارج نگهداری آن تعیین می‌کنند. بدیهی است که مقدار مطلوب دارایی‌های نقدی برای هر شرکتی متفاوت است و مدیریت بر اساس تصمیمی مؤثر بر منافع سهامداران و مدیریت است. این تصمیم، شامل نگهداشت آن، توزیع بین سهامداران، انجام هزینه‌های داخلی و یا سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد. تبعات این تصمیم، باید توسط مدیریت بررسی شود. آنچه که باید مدنظر قرار گیرد، این است که توضیح این شرایط در شرکت‌های سهامی می‌تواند بر اساس تئوری نمایندگی و هزینه‌های تحمیل شده به مالکان این شرکت‌ها که عمدتاً ناشی از انگیزه‌های منفعت‌جویانه مدیران است، صورت گیرد. (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸؛ فریرا و ویللا، ۲۰۰۴)

1 Lee & Powell
2 Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson
3 Garcia, Martinez and Sanchez-Ballesta
4 Harford, Mansi and Maxwell

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جنسن[1] (۱۹۸۶) اولین فردی بود که مشکل مذکور را در قالب نظریه معروف خود تحلیل نمود. او هزینه‌های ناشی از مانده وجه نقد مازاد را هزینه‌هایی دانست که در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری شده‌اند. از نظر جنسن، مدیران واحدهای تجاری با وجه نقد مازاد بالا و رشد کم، سعی در تأمین منافع کوتاه‌مدت خود از طریق سرمایه‌گذاری نادرست جریان‌های نقد دارند. این موضوع بر اساس تئوری تضاد منافع که بیان‌کننده ناسازگاری منافع مدیریت و سهامداران است، قابل‌تحلیل است و می‌تواند موجب عملکرد مدیریت در راستای اهداف شخصی به جای تلاش برای افزایش ارزش شرکت شود (گارسیا و همکاران، ۲۰۰۸).

میرز و مجلوف[2] (۱۹۸۴) بر این باورند که شرایط عدم تقارن، شرکت‌ها را به سوی تأمین مـالی داخلی هدایت می‌کند. مدیران ممکن است بـرای دنبال نمودن اهداف شخصی، موجودی‌های نقدی را افزایش دهند، حتی اگر این عمل در راستای منافع سهامداران نیز نباشد و در نتیجه، موجب تلف شدن منابع گردند و یا تصمیمات سرمایه‌گذاری بدون کارایی لازم اتخاذ نمایند. بـی‌اعتمادی در مورد رفتار مدیران و انگیزه‌های آن‌ها برای مدیریت سود، منعکس‌کننده این است که دارایی‌های نقدی به صورت نامناسبی استفاده می‌شوند. به‌خصوص اگر مدیریت تمایل به مدیریت فعالیت‌های واقعی از طریق فروش فرصت‌طلبانه دارایی‌ها و یا کاهش در مخارج اختیاری داشته باشد، سرمایه‌گذاران انتظار نخواهند داشت که بیشترین ارزش ممکن را از دارایی‌های نقدی در این شرکت‌ها کسب کنند (گرینر[3]،۲۰۱۷).

نکته بااهمیت در ارتباط با تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی بر دارایی‌های نقدی، تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی است. بارث و تیلور[4] (۲۰۱۰) در پژوهش خود بیان کردند که فعالیت‌های مدیریت سود که مدیران را قادر می‌سازد منافعی را از سهامداران به دست آورند، با کیفیت راهبری شرکتی تغییر می‌کند. کردتبار و رسائیان (۱۳۸۹) در بررسی رابطه مدیریت سود و تعدادی از ابزارهای راهبری شرکتی نتیجه گرفتند که در زمان انگیزه بالای مدیران برای دست‌کاری سود، مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی عمده، نقش ضعیفی در کاهش مدیریت سود دارند. هیرویوکی و پاسکال[5] (۲۰۰۸) در پژوهش خود با ایجاد یک شاخص راهبری شرکتی با استفاده از چندین ویژگی مربوط به راهبری شرکتی قوی، دریافتند که عملکرد و ارزش شرکت‌هایی که راهبری شرکتی مناسبی دارند، نسبت به شرکت‌هایی که دارای

1 Jensen
2 Myers and Majluf
3 Greiner
4 Barth and Taylor
5 Hiroyoki and Pascal

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

راهبری شرکتی ضعیفی هستند، بهتر است. بر اساس نتایج پژوهش دیتمار، مارت-اسمیت و سروس [1] (۲۰۰۳)، میزان دارایی‌های نقدی در کشورهایی که حمایت از سهامداران ضعیف است، بالاتر است. همچنین، در کشورهایی با حمایت بیشتر از سرمایه‌گذاران و مالکیت متمرکز، میزان دارایی‌های نقدی کمتر است.

بوشمن و اسمیت در پژوهشی در سال ۲۰۰۱ بیان نمودند که سازوکارهای کنترل شرکت سهامی، ابزاری برای کنترل رفتار مدیران در جهت منافع سرمایه‌گذاران می‌باشد. سازوکارهای کنترلی شامل سازوکارهای داخلی مانند برنامه‌های انگیزشی مدیریت، نظارت بر هیئت‌مدیره و بازار کار داخلی و هم شامل سازوکارهای خارجی مانند نظارت سهامداران و دارندگان اوراق قرضه، بازار کنترل شرکت سهامی، رقابت در تولید محصول، بازار نیروی کار مدیریت خارجی و قوانین اوراق بهادار می‌باشند. بر اساس نظر النجار و کلارک [2] (۲۰۱۷)، هر دو نوع سازوکارهای داخلی و خارجی راهبری شرکتی، در تصمیمات مربوط به دارایی‌های نقدی مهم هستند. لی [3] (۲۰۰۹) با مرتبط کردن راهبری شرکتی، وجه نقد و قیمت‌گذاری شرکت‌ها بیان می‌کند که مدیران شرکت‌هایی با راهبری شرکتی ضعیف، دارایی‌های نقدی زیادی نگهداری می‌کنند که موجب افزایش هزینه‌های نمایندگی و کاهش ارزش شرکت می‌شود. همچنین، شرکت‌هایی با ساختار داخلی قوی مانند هیئت‌مدیره قوی، مشکلات نمایندگی کمتری دارند.

کاهش مخارج اختیاری به مدیران اجازه می‌دهد برای دستیابی به اهداف مالی، سود بالاتری گزارش کنند. شرکت‌های با راهبری شرکتی ضعیف، فعالیت‌های واقعی افزاینده سود را افزایش می‌دهند و بدین ترتیب، سطح بالای دارایی‌های نقدی منجر بـه خرج کردن بیشتر بابت سرمایه‌گذاری‌های آتی، تلاش برای کاهش وجه نقد انباشته و افزایش دارایی‌های واقعی تحت کنترل می‌شود (گرینر، ۲۰۱۷). همچنین، شرکت‌های با راهبری شرکتی ضعیف، وجوه نقد را سریع‌تر خرج می‌کنند، در حالی که عملکرد پایین‌تری دارند و در پروژه‌هایی با بازده پایین، بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند و در ارتباط با کنترل بها، کمتر حساس هستند (دیتمار و مارت اسمیت [4]، ۲۰۰۷). سازوکارهای راهبری شرکتی، رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت در دست‌کاری سود گزارش شده را کاهش داده و همچنین، موجب نظارت مناسب بر مدیریت و کاهش اختیار آنان بر دارایی‌های نقدی شرکت می‌شود. (ساجد و افزا [5]، ۲۰۱۸).

1Dittmar, Mahrt-Smith and Servaes
2Al-Najjar and Clark
3 Lee
4 Dittmar and Mahrt-Smith
5 Sajid and Afza

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۳- پیشینه پژوهش

در ادامه برخی از مهم‌ترین پژوهش‌های انجام شده در ارتباط با متغیرهای موضوع پژوهش در دو بخش پژوهش‌های خارجی و داخلی مرور می‌گردد.

۳-۱- پیشینه خارجی

سیفرت و گاننس[1] (۲۰۱۸)، در پژوهشی با عنوان تأثیر سطح راهبری کشوری و شرکتی بر مدیریت وجوه نقد، اقدام به بررسی تأثیر راهبری شرکتی در هر دو سطح شرکتی و کشوری، بر میزان و ارزش دارایی‌های نقدی برای یک نمونه بزرگ بین‌المللی شامل ۲۹۱۴ شرکت از ۴۲ کشور در طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۳، نمودند. نتایج بررسی آن‌ها نشان داد که هر دو سطح راهبری شرکتی، بااهمیت بوده و عملکرد هریک با وجود عملکرد دیگری، مؤثرتر خواهد بود. همچنین، راهبری شرکتی در هر دو سطح کشوری و شرکتی، منجر به کاهش میزان و افزایش ارزش دارایی‌های نقدی از طریق اجبار مدیران به عمل در جهت منافع سهامداران و از طریق محدود کردن وجه نقد در دسترس مدیران می‌شود. ساجد و افزا (۲۰۱۸)، در پژوهشی با عنوان آیا مدیریت سود، رابطه بین راهبری شرکتی و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد؟ برای شناسایی رویه‌های مدیریت سود مدیران، نقش راهبری شرکتی در افزایش ارزش شرکت با تعدیل نقش مدیریت سود را تحلیل نمودند. نمونه ایشان، شامل داده‌های ۱۶۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار پاکستان در طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۶ می‌باشد. نتایج بر نقش مثبت کمیته حسابرسی در جلوگیری از فعالیت‌های فریب‌کارانه و نیز نقش هیئت‌مدیره بزرگ‌تر و مستقل در جلوگیری از دوگانگی نقش مدیرعامل و افزایش ارزش شرکت و تأثیر آگاهی مدیران از رصد فعالیت‌هایشان توسط هیئت‌مدیره و کمیته حسابرسی و مسئولیت حساب دهی ایشان تأکید دارد. همچنین، آنان دریافتند که راهبری شرکتی، به‌طور معنادار و مثبتی بر ارزش شرکت مؤثر است و این موضوع، نقش راهبری شرکتی در تعدیل مشکل نمایندگی و افزایش ارزش شرکت و تعدیل رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در دست‌کاری سود را تائید می‌کند. رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در مدیریت سود با دست‌کاری سود گزارش شده، ارزش جاری و آتی شرکت را نابود می‌کند و به‌طور منفی، ارتباط مثبت راهبری شرکتی و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. آجینا و حبیب[2] (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین مدیریت سود و نقدینگی بازار، تأثیر کیفیت اطلاعات مبتنی بر اقلام تعهدی را بر نقدینگی بازار فرانسه، با نمونه‌ای شامل ۱۶۱ شرکت در طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱ بررسی کردند. آنان بیان کردند که درگیر شدن

1 Seifert and Gonenc
2 Ajina and Habib

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

شرکت‌ها در مدیریت سود، موجب کاهش کیفیت اطلاعات مالی می‌شود که آن هم منجر به سطح بالایی از عـدم تقارن اطلاعاتی و کـاهش اعتماد سرمایـه‌گذاران و درنتیجه، کاهش دارایی‌های نقدی می‌شود. نتایج حاکی از این است که مدیریت سود بالاتر، با نقدینگی پایین‌تر بازار مرتبط است که این موضوع با انتخاب‌های نامناسب مدیران، هم‌راستا بوده و نقش سازوکارهای راهبری شرکتی در توجه و حمایت از سهامداران و بهبود سطح نقدینگی را روشن می‌کند. النجار و کلارک (۲۰۱۷)، در پژوهش خود با عنوان راهبری شرکتی و دارایی‌های نقدی در کشورهای منا (خاورمیانه و شمال آفریقا)، تأثیر سازوکارهای داخلی (اندازه هیئت‌مدیره، مدیران مستقل و مالکیت نهادی) و سازوکارهای خارجی (وجود رویه‌های مناسب مدیریتی، شفافیت مالی، استانداردهای بین‌المللی و نظارت بانکی) راهبری شرکتی بر تصمیم‌های مرتبط با نگهداشت وجه نقد را با داده‌های ۴۳۰ شرکت در کشورهای بحرین، مصر، اردن، کویت، عمان، قطر، عربستان سعودی، تونس و امارات متحده عربی در طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ بررسی کردند. تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی، با انتخاب زیر نمونه‌ای شامل ۸۵ شرکت، بررسی شده است. نتایج بر اهمیت سازوکارهای داخلی و خارجی راهبری شرکتی، تأکید دارد. بر اساس یافته‌های پژوهش، بین اندازه هیئت‌مدیره و دارایی‌های نقدی رابطه منفی وجود دارد و مدیران مستقل در کاهش دارایی‌های نقدی نقش دارند، زیرا شرکت‌ها برای کاهش مشکل نمایندگی، وجه نقد کمتری نگه می‌دارند. سرمایه‌گذاران نهادی در تلاش برای حداکثر کردن منافع خود هستند و لذا، ارتباط مثبتی بین مالکیت نهادی و ارزش دارایی‌های نقدی وجود دارد. همچنین، نتایج بیانگر این است که کشورهای دارای رویه‌های مناسب مدیریتی و شفافیت مالی که استانـداردهای بین‌المللی را رعـایت کرده و نظارت مؤثر بانکی دارند، وجـه نقد کمتری نگه می‌دارند.

گرینر (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان بررسی مدیریت فعالیت‌های واقعی و دارایی‌های نقدی، تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی را بر دارایی‌های نقدی آزمون نمود. نمونه وی شامل ۸۱۴۰۸ شرکت- سال مشاهده از شرکت‌های ایالات‌متحده آمریکا در طی سال‌های ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۴ است. وی نتیجه گرفت که فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، با دارایی‌های نقدی بالاتر (افزایش تقریبی ۶٪ در دارایی‌های نقدی) مرتبط است و این ارتباط مثبت در شرکت‌هایی با راهبری ضعیف، قوی‌تر است. افزایش ۶ درصدی در دارایی‌های نقدی، از نظر اقتصادی معنادار است، زیرا این افزایش فراتر از سطح عادی تقاضای وجه نقد برای فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری به دلایل اقتصادی می‌باشد. بر اساس یافته‌های پژوهش، افزایش فعالیت‌های واقعی، منجر به افزایش دارایی‌های نقدی شده و این موضوع، موجب افزایش دارایی‌های نقدی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تحت کنترل مدیران و خرج کردن بیشتر آن می‌شود، زیرا حداقل بخشی از درآمد کسب شده، صرف خرید دارایی‌های واقعی برای ارضای منافع شخصی مدیران می‌شود. همچنین، راهبری شرکتی بر رابطه بین مدیریت فعالیت‌های واقعی و دارایی‌های نقدی مؤثر است، به گونه‌ای که بزرگی نسبی ارزش بازار دارایی‌های نقدی در شرکتی با راهبری شرکتی قوی، بیشتر از دو برابر ارزش آن در شرکتی با راهبری شرکتی ضعیف است. دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷)، در پژوهش خود با عنوان راهبری شرکتی و ارزش دارایی‌های نقدی با بررسی نمونه‌ای شامل ۱۹۵۲ شرکت در طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ در ایالات‌متحده آمریکا، بر نقش راهبری شرکتی در ارزش دارایی‌های نقدی تأکید دارند. بر اساس یافته‌های پژوهش، راهبری شرکتی قوی، ارتباط مثبتی با ارزش وجه نقد دارد. بدین صورت که راهبری شرکتی بر چگونگی استفاده از وجه نقد در تصمیم‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری، مؤثر بوده و با بهبود استفاده از دارایی‌های نقدی، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. همچنین، ارزش وجه نقد در شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی در مقایسه با شرکت‌هایی با راهبری شرکتی ضعیف، تقریباً دو برابر است.

۳-۲- پیشینه داخلی

فخاری و اسدزاده (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان بررسی اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر روابط بین اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، با بررسی داده‌های ۶۰ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، اظهار می‌دارند که راهبری شرکتی بر رابطه بین جریان وجه نقد آزاد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، تأثیر مثبتی دارد. دلیل این امر این است که با نظارت بیشتر در شرکت‌های با راهبری شرکتی قوی، مدیران قادر به نگهداری وجوه نقد اضافی نیستند و باید وجه نقد را در سطح بهینه نگهداری کنند.

ایزدی‌نیا و طباطبایی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان تأثیر محافظه‌کاری غیرشرطی و کیفیت حاکمیت شرکتی بر میزان وجه نقد و با بررسی داده‌های ۱۲۰ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴، نتیجه‌گیری کردند که عدم دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر میزان نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارد، اما بین استقلال هیئت‌مدیره، سهامداران نهادی و حاکمیت شرکتی قوی با میزان نگهداشت وجه نقد، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بزاززاده و دهقان (۱۳۹۰) در پژوهش خود با عنوان وجه نقد حاصل از عملیات و مدیریت سود، ۱۹۷ شرکت را در طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ بررسی کرده و نمونه را بر اساس وجه نقد عملیاتی به ۱۳ گروه تقسیم‌بندی کردند و نتیجه گرفتند که میان مدیریت سود و وجوه نقد ناشی از عملیات، ارتباط معناداری وجود دارد. بدین صورت که شرکت‌هایی با عملکرد خوب، مایل به دست‌کاری سود برای کاهش آن و شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف، مایل به دست‌کاری سود برای افزایش آن

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

هستند. رسائیان، رحیمی و حنجری (۱۳۸۹)، در پژوهشی با عنوان تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۲۹ شرکت را در طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ بررسی کردند. آنان در بررسی تأثیر برخی از مکانیزم‌های درون‌سازمانی راهبری شرکتی شامل اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی بر سطح نگهداشت وجه نقد به این نتیجه رسیدند که بین درصد سرمایه-گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه معناداری وجود ندارد اما بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

انتخاب مدیریت فعالیت‌های واقعی برای دست‌کاری سود در بین مدیران، ارجحیت دارد (گراهام و همکاران، ۲۰۰۵). شیپر (۱۹۸۹) استدلال می‌کند که مدیران برای مدیریت سود و اهداف دیگر با استفاده از برآوردهای حسابداری و فعالیت‌های تجاری واقعی، قضاوت‌های ذهنی ایجاد می‌کنند. طرز عمل حسابداری درباره مخارج اختیاری به مدیران اجازه تأثیرگذاری به موقع بر سود را می‌دهد. دست‌کاری فعالیت‌های واقعی سود، شامل فروش‌های فرصت‌طلبانه دارایی‌ها، کاهش هزینه‌های پژوهش و توسعه، کاهش هزینه‌های فروش، عمومی و اداری، کاهش مخارج تبلیغات و تولید بیش از حد موجودی به‌منظور گزارش کمتر بهای تمام‌شده کالاهای فروش‌رفته می‌باشد. از آنجایی که هزینه‌های پژوهش و توسعه، هزینه‌های فروش، عمومی و اداری و فعالیت‌های تبلیغاتی به محض وقوع، هزینه می‌شوند، حذف یا تأخیر این فعالیت‌های اختیاری، نه تنها بر گزارش سود، بلکه بر جلوگیری از هزینه کردن دارایی‌های نقدی موجود تأثیر می-گذارد. به‌طورکلی تأثیر مثبت و مستقیم تلاش‌های مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود بر جریانات نقدی، شامل حذف مخارج اختیاری است که به ذخیره دارایی‌های نقدی بیشتر کمک می‌کند. لذا می‌توان فرضیه اول پژوهش را به شرح زیر ارائه داد:

فرضیه اول: میزان دارایی‌های نقدی با مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود مرتبط است.

قیمت‌گذاری بازار از دارایی‌های نقدی تا حدودی به انتظار سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری‌های بهینه بستگی دارد. سرمایه‌گذاران به دلیل افزایش مشکلات نمایندگی، دارایی‌های نقدی را کاهش می‌دهند، زیرا سرمایه‌گذاران در مورد قیمت‌گذاری آتی دارایی‌های نقدی که به مدیران، انگیزه پنهان کردن عملکرد واقعی شرکت را می‌دهد تا آن‌ها را برای رسیدن به اهدافشان کمک کند، مردد می‌شوند. مدیرانی که عملیات را از طریق مدیریت فعالیت‌های واقعی تغییر می‌دهند، نه تنها عملیات بهینه را متوقف می‌کنند، بلکه گردش نقدی آتی را نیز تحت تأثیر منفی قرار می‌دهند که درنهایت موجب نابودی ارزش بلندمدت شرکت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

می‌شود. پس منطقی به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران، مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود را یک روش فرصت‌طلبانه برای ارضای اهداف مدیران بدانند و بنابراین قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی را کاهش دهند. مشاهدات، این مفهوم را که قیمت‌گذاری بازار از دارایی‌های نقدی شرکت‌هایی که مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود را برای ارضای منافع خود به کار می‌برند، متأثر از درک سرمایه‌گذاران است، پشتیبانی می‌کند (مک‌نیکولز و استوبن[1]، ۲۰۰۸). شواهد نشان می‌دهند که قیمت‌گذاری بازار از دارایی‌های نقدی با مشارکت مدیران در مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود کاهش می‌یابد. این نتیجه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران انتظار دارند مدیریت فعالیت‌های واقعی منجر به مسایل نمایندگی شود که به استفاده ناکارآمد از دارایی‌های نقدی می‌انجامد (گرینر،۲۰۱۷). ازاین‌رو فرضیه دوم، این موضوع را آزمون می-نماید که آیا مدیریت فعالیت‌های واقعی به‌طور متوسط موجب تشدید کاهش قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی می‌شود یا خیر. لذا خواهیم داشت:

فرضیه دوم: قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی در شرکت‌هایی که مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود را به کار می‌برند، کمتر است.

برای بررسی بیشتر تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود بر قیمت‌گذاری دارایی-های نقدی، تأثیر راهبری شرکتی را با در نظر گرفتن اینکه راهبری شرکتی، امکان ارزیابی تأثیر نظارت بر درک سرمایه‌گذاران درباره استفاده از دارایی‌های نقدی یک شرکت را در زمان مدیریت فعالیت‌های واقعی فراهم می‌آورد، بر این رابطه بررسی می‌کنیم. این تحلیل برای بررسی دارایی‌های نقدی با توجه به بحث جنسن (۱۹۸۶) ضروری است؛ زیرا مدیرانی که به خوبی نظارت نشده‌اند، تمایل بیشتری به اتلاف نقدینگی دارند. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که سازوکارهای راهبری شرکتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری، بهره‌وری شرکت و کیفیت اطلاعات مالی را بهبود می‌بخشد. به علاوه پژوهش‌های موجود شواهدی را ارائه می‌کند که راهبری شرکتی، استفاده از دارایی‌های نقدی و قیمت‌گذاری سرمایه‌گذاران از آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (دیتمار و همکاران ۲۰۰۳؛ هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸). بر اساس نظر دیتمار و همکاران (۲۰۰۳)، قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی در شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی‌تر، بالاتر است و سیستم راهبری شرکتی قوی‌تر، موجب تأثیر مثبت بر انتظارات سرمایه‌گذاران می‌شود. بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱) بیان می‌کنند که ساختار راهبری شرکت بر تصمیم‌گیری مدیران تأثیر می‌گذارد و موجب ایجاد یک لایه اضافی حفاظتی در زمان اشتباه مدیریت در طی

1McNichols & Stubben

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرآیند گزارشگری مالی و حصول اطمینان از تخصیص بهینه منابع می‌شود. ژای، داویدسون و دابلت[1] (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که راهبری شرکتی با کیفیت بالا، قادر است رفتار مدیریت سود را محدود کند. به‌طور کلی شواهد از این مفهوم حمایت می‌کنند که سرمایه‌گذاران، انتظار مخارج نقدی بااهمیتی را درنتیجه اشتباهات مؤثر مدیرانی که در بالاترین سطح مدیریت فعالیت‌های واقعی مشارکت می‌کنند، دارند؛ بنابراین، تأثیر راهبری شرکتی در ادراک سرمایه‌گذاران در مورد استفاده از دارایی‌های نقدی در زمان وجود مدیریت فعالیت‌های واقعی، از نظر اقتصادی معنادار است (گرینر،۲۰۱۷). لذا خواهیم داشت:

فرضیه سوم: قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی در زمان مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، برای شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی نسبت به شرکت‌هایی با راهبری شرکتی ضعیف، بالاتر است.

۵- روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اهمیت و کاربرد نتایج این پژوهش که می‌تواند زمینه مناسب‌تری برای اتخاذ تصمیم‌های بهینه فراهم آورد، لذا پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی- همبستگی است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره پژوهش، شامل سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ بوده که در این راستا، برای اندازه‌گیری برخی متغیرها، داده‌ها برای ۴ سال قبل و یک سال بعد، طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ جمع‌آوری و تحلیل شده است. نمونه نیز با داشتن شرایطی شامل اینکه شرکت‌های انتخابی، دارای سال مالی منتهی به پایان اسفندماه بوده و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه نباشند و اطلاعات مورد نیاز برای آن‌ها در دسترس باشد، انتخاب شده است. پس از اعمال شرایط مذکور، تعداد شرکت‌های نمونه مورد بررسی، ۱۱۷ شرکت و مجموع مشاهدات جمع‌آوری شده شامل ۹۹۵ شرکت – سال (جدول ۱) شده است. اطلاعات لازم در زمینه مبانی نظری موضوع پژوهش، از طریق مطالعه کتب، مقالات و مراجعه به سایت‌های تخصصی، جمع-آوری شده و برای جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شده است. بدین ترتیب که داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های نمونه آماری و با استفاده از نرم‌افزار «ره‌آورد نوین» و سایت اینترنتی «سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال)» جمع‌آوری شده است.

1 Xie, Davidson and DaBalt

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول(۱): تعیین تعداد شرکت‌های نمونه و مشاهدات

شـــــــــــــــرح	تعداد
شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در بورس فعال بوده‌اند و صورت‌های مالی آن‌ها نیز در سایت کدال ارائه شده است.	۱۹۰
شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۱۲/۲۹ نبوده است.	(۱٤)
شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها و بیمه.	(۸)
شرکت‌هایی که داده‌های آن‌ها در دسترس نبود.	(۵۱)
تعداد شرکت‌های نمونه.	۱۱۷
تعداد مشاهدات (۱۱۷*۹)	۱۰۵۳
مشاهداتی که به مدت ۵ سال متوالی داده‌های آن‌ها وجود نداشت	(۵۸)
تعداد مشاهدات نهایی (شرکت – سال)	۹۹۵

۶- متغیرها و مدل‌های پژوهش

در این پژوهش، متغیرهای وابسته برای بررسی فرضیه‌ها، میزان و قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی و متغیرهای مستقل، مدیریت فعالیت‌های واقعی و راهبری شرکتی می‌باشند. همچنین تعدادی از متغیرهای کنترلی نیز استفاده شده است که در ادامه به شرح مدل‌های پژوهش و متغیرهای به کار رفته در آن‌ها می‌پردازیم. برای آزمون فرضیه اول از مدل ۱ تا ۴ و برای آزمون فرضیه دوم و سوم از مدل ۵ و ۶ استفاده می‌نماییم:

مدل (۱)
$$\boldsymbol{GAINAi,t} = \beta0 + \beta1(1/Ai,t-1) + \beta2LMVi,t + \beta3Qi,t + \beta4INTi,t + \beta5ASALESi,t + \beta6ISALESi,t + \varepsilon i,t$$

مدل (۲)
$$\boldsymbol{DISEXPi,t} = \beta0 + \beta1(1/Ai,t-1) + \beta2Si,t-1 + \varepsilon i,t$$

مدل (۳)
$$\boldsymbol{LNCASHi,t} = \beta0 + \beta1LNAi,t + \beta2CFi,t + \beta3NWCi,t + \beta4INDSIGi,t + \beta5MTBi,t + \beta6CAPXi,t + \beta7R\&Di,t + \beta8LEVi,t + \beta9DIVi,t + \varepsilon i,t$$

مدل (۴)
$$\boldsymbol{LNCASHi,t} = \beta0 + \beta1LNAi,t + \beta2CFi,t + \beta3NWCi,t + \beta4INDSIGi,t + \beta5MTBi,t + \beta6CAPXi,t + \beta7R\&Di,t + \beta8LEVi,t + \beta9DIVi,t + \beta10DAi,t + \beta11QaRAMi,t + \varepsilon i,t$$

مدل (۵)
$$\boldsymbol{MVi,t} = \alpha0 + \alpha1Ei,t + \alpha2\Delta LEi,t + \alpha3\Delta Ei,t+1 + \alpha4R\&Di,t + \alpha5\Delta LR\&Di,t + \alpha6\Delta R\&Di,t+1 + \alpha7DIVi,t + \alpha8\Delta LDIVi,t + \alpha9\Delta DIVi,t+1 + \alpha10Ii,t + \alpha11\Delta LIi,t + \alpha12\Delta Ii,t+1 + \alpha13\Delta LTAi,t + \alpha14\Delta TAi,t+1 + \alpha15MVi,t+1 + \varepsilon i,t$$

مدل (۶)
$$\boldsymbol{MVi,t} = \alpha0 + \alpha1Ei,t + \alpha2\Delta LEi,t + \alpha3\Delta Ei,t+1 + \alpha4R\&Di,t + \alpha5\Delta LR\&Di,t + \alpha6\Delta R\&Di,t+1 + \alpha7DIVi,t + \alpha8\Delta LDIVi,t + \alpha9\Delta DIVi,t+1 + \alpha10Ii,t + \alpha11\Delta LIi,t + \alpha12\Delta Ii,t+1 + \alpha13\Delta NAi,t + \alpha14\Delta LNAi,t+1 + \alpha15\Delta MVi,t+1 + \alpha16DAi,t + \alpha17CASHi,t + \alpha18QaRAMi,t + \alpha19CASHi,t*QaRAMi,t + \varepsilon i,t$$

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

علامت اختصاری	تعریف عملیاتی متغیرها
GAINA	سود فروش دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌ها (همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره)
A	جمع دارایی‌های پایان سال
LMV	لگاریتم طبیعی ارزش بازار
Q	کیوتوبین با محاسبه ارزش بازار دارایی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
INT	تأمین مالی داخلی از محل جمع سود عملیاتی، هزینه اداری و عمومی و هزینه استهلاک (همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره)
ASALES	فروش دارایی‌های ثابت (همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره)
ISALES	فروش سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت (همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره)
DISEXP	جمع هزینه‌های پژوهش و توسعه و فروش، عمومی و اداری و تبلیغات (همگن شده بر مبنای دارایی-های ابتدای دوره)
S	جمع فروش‌ها (همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره)
LNCASH	لگاریتم وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت
LNA	لگاریتم خالص دارایی‌ها
CF	جریانات نقدی عملیاتی (همگن شده بر مبنای دارایی‌های پایان دوره)
NWC	سرمایه در گردش خالص اندازه‌گیری شده با محاسبه دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری (همگن شده بر مبنای دارایی‌های پایان دوره)
INDSIG	میانگین انحراف معیار نسبت جریانات نقدی عملیاتی برای شرکت‌های صنعت (همگن شده بر مبنای دارایی‌های پایان دوره)
MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با محاسبه ارزش بازار شرکت به اضافه بدهی‌های بلندمدت
CAPX	مخارج سرمایه‌ای با محاسبه تغییر دارایی‌های ثابت (همگن شده بر مبنای دارایی‌های پایان دوره)
R&D	هزینه‌های پژوهش و توسعه که در صورت عدم افشا برابر صفر می‌شود (همگن شده بر مبنای دارایی‌های پایان دوره)
LEV	اهرم اندازه‌گیری شده با محاسبه جمع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت تقسیم بر جمع دارایی‌ها
DIV	متغیر مصنوعی سود سهام که اگر شرکت سود نقدی پرداخت کند، برابر یک و در غیر این صورت، برابر صفر است
QaRAM	شاخص مدیریت فعالیت‌های واقعی غیرعادی
DA	اقلام تعهدی اختیاری اندازه‌گیری شده با محاسبه باقیمانده‌های ناشی از مدل جونز تعدیل‌شده (دیچاو، اسلون و اسوینی[1]، ۱۹۹۵) همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره
MV	ارزش بازار اندازه‌گیری شده بر اساس قیمت سهام جاری به اضافه جمع بدهی‌ها
E	سود عملیاتی
I	هزینه‌های بهره
NA	خالص دارایی‌های غیر نقدی اندازه‌گیری شده بر اساس جمع دارایی‌ها منهای وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت
CASH	جمع وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت

1Dechow, Sloan and Sweeney

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

لازم به ذکر است متغیرهایی که قبل از آن‌ها، ΔL قرار گرفته است، مقدار تغییر سال جاری نسبت به سال قبل و متغیرهایی که قبل از آن‌ها، Δ قرار گرفته است، مقدار تغییر سال آینده نسبت به سال جاری را نشان می‌دهند. در مدل (۱) (گانی[1]،۲۰۱۰)، باقیمانده‌ها از طریق تفاضل سطوح واقعی و نرمال محاسبه شده و پس از ضرب در منفی ۱، سود غیرعادی ناشی از فروش دارایی‌ها (aGAINA) را نشان می‌دهد. در ادامه، میزان متوسط مخارج اختیاری را با استفاده از مدل (۲) (کوهن و زاروویین،۲۰۱۰) تخمین می‌زنیم. بدین ترتیب، مقدار خطای حاصل از مدل، پس از ضرب در منفی ۱، متغیر aDISEXP را به دست می‌دهد. سپس بر اساس پژوهش‌های کوهن و همکاران (۲۰۰۸) و گانی (۲۰۱۰)، اندازه‌گیری جامعی ایجاد می-نماییم که در آن تأثیر هر دو روش اندازه‌گیری مدیریت فعالیت‌های واقعی با هم جمع شده است و تأثیر خالص استفاده شرکت‌ها از هر دو رویکرد را نشان می‌دهد. در ادامه از مدل (۳) (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹) استفاده کرده و دارایی‌های نقدی را تخمین می‌زنیم. برای آزمون این فرضیه که مدیریت فعالیت‌های واقعی با میزان دارایی‌های نقدی رابطه دارد، متغیرهایی را به مدل ۳ اضافه می‌نماییم و مدل ۴ را به دست می‌آوریم. مدل (۴) را با متغیرهای وابسته مختلف برای آزمون فرضیه اول تخمین می‌زنیم. برای آزمون فرضیه‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی از مدل (۵) (فاما و فرنچ[2]، ۱۹۹۸) استفاده می‌کنیم و در ادامه، مدل ۵ را با تفکیک جمع دارایی‌ها به اجزای نقدی و غیر نقدی و اضافه کردن جایگزین‌هایی برای مدیریت سود واقعی توسعه داده و مدل ۶ را به دست می‌آوریم که فرضیه ۲ را آزمون می‌کند. برای آزمون فرضیه سوم، ابتدا با استفاده از شاخص‌های بااهمیت بیشتر و در دسترس راهبری شرکتی (جدول ۲) و بـر اساس مدل حساس‌یگانه و سلیمی (۱۳۹۰)، شرکت‌های نمونه را رتبه‌بندی می‌کنیم. ارزش هر یک از شاخص‌ها به صورت صفر و یک است. ارزش کسب شده توسط هر شاخص در ضریب اهمیت آن (با توجه به مدل اصلی، ضرایب همگن شده‌اند) ضرب می‌شود و مجموع آن‌ها، نمره راهبری شرکتی هر شرکت را مشخص می‌کند. سپس، نمونه را به دو گروه بر مبنای نمره بالاترین و پایین‌ترین میانه کیفیت راهبری شرکتی طبقه‌بندی می‌نماییم و مدل ۶ را برای آن‌ها تخمین می‌زنیم.

1 Gunny
2 Fama and French

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۲): متغیرهای شاخص کیفیت راهبری شرکتی

شاخص	عنوان	ضریب اهمیت
۱	درصد مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت	۰,۰۶۰۱۸۳۹۶۳
۲	ارائه گزارش مالی شرکت به همه سهامداران	۰,۲۰۴۸۰۸۷۸۵
۳	ارائه اطلاعات و صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده حداکثر ۳۰ روز پس از پایان مقاطع سه‌ماهه	۰,۰۴۰۳۷۸۷۲۱
٤	ارائه صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ٦ ماهه حسابرسی شده حداکثر ٦۰ روز پس از پایان دوره ٦ ماهه	۰,۰۳۹۵۰۰۹۲۲
٥	ارائه صورت‌های مالی سالانه حسابرسی نشده حداکثر ٦۰ روز پس از پایان سال مالی	۰,۰۳۷۷٤٥۳۲٦
٦	داشتن وب‌سایت فارسی و انگلیسی	۰,۱۰۸۸۰۳٥۳۱
۷	معرفی اعضای هیئت‌مدیره در گزارش‌های سالانه	۰,۰٥٦۷۲٦٦۲۷
۸	افشای جزئیات معاملات با اشخاص وابسته	۰,۰۹٥۱٦۷۲۳۹
۹	افشای حق‌الزحمه حسابرس	۰,۰٥۳۷٦۹٤۹
۱۰	افشای پاداش و دریافتی‌های اعضای هیئت‌مدیره	۰,۰٦۲۰۰۸٦۲٦
۱۱	اندازه هیئت‌مدیره	۰,۰۷۲٥۹٥۷۷۲
۱۲	درصد اعضای غیر اجرایی هیئت‌مدیره	۰,۰۸۸۰٥۱٦٤٦
۱۳	تاریخ آگهی دعوت به مجمع	۰,۰۳۲۹۹۹۹۹٥
۱٤	داشتن سیاست مدیریت ریسک	۰,۰٤۷۲٥۹۳٥۸

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آماره‌های توصیفی پژوهش

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول (۳): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
متغیرهای وابسته					
میزان دارایی‌های نقدی	۱۰,۰٦٦	۹,۹۹۰	۱٥,۷۲۳	٤,٤۸۹	۱,۷٥۹
قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی	۱,۲۹۰	۰,۹۸۲	۷,۲۱۸	۰,۰۳٥	۱,۰۲٤
متغیرهای اصلی پژوهش					
مخارج اختیاری	۰,۰۷٦	۰,۰٦۰	۰,٤۹۹	۰,۰۰۲	۰,۰٥٤
سود غیرعادی فروش دارایی	۰,۰۰۰	-۰,۰۲٥	۲,۰۸۱	-۰,۲۲۲	۰,۲۰۳
شاخص راهبری شرکتی	۰,۷٥٤	۰,۷٦٦	۰,۹٦۳	۰,۰۳۱	۰,۰۹۹
متغیرهای مربوط به مدیریت سود (مدل جونز تعدیل شده) همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره					
اقلام تعهدی	۰,۰۱۹	۰,۰۰۸	۱,۰۰۲	-۰,٦۰۹	۰,۱٦٥
معکوس دارایی‌ها (ضرب در ۱۰۰۰)	۰,۰۰۲	۰,۰۰۱	۰,۰۳۸	۰,۰۰۰	۰,۰۰۳
فروش منهای حساب دریافتنی	۰,۱۰٥	۰,۰۷۳	۳,٥۳٤	-۱,۹٦۳	۰,٤۰۸
اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	۰,۳۱۸	۰,۲٥۹	۲,٤٦۳	۰,۰۲۳	۰,۲٦٦

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیرهای مستقل فرضیه اول					
لگاریتم طبیعی دارایی‌ها	۱۳,۸۱۸	۱۳,٦۳۱	۱۹,۱۰٦	۱۰,٤۹۳	۱,۳۲٤
جریان نقد عملیاتی	۰,۱۱٤	۰,۱۰۳	۰,٦٤۲	-۰,۳۱۳	۰,۱۳۰
سرمایه در گردش	۰,۰٦۷	۰,۱۰۹	۰,٦۷۳	-۲,۷۰۵	۰,۳۵۰
سیگمای جریان نقد صنعت	۰,۰۸۰	۰,۰۷٦	۰,۰۹۵	۰,۰۷۳	۰,۰۰۷
ارزش بازار به دفتری	۱,۲۹۰	۰,۹۸۲	۷,۲۱۸	۰,۰۳۵	۱,۰۲٤
مخارج سرمایه‌ای	۰,۱۱۷	۰,۱۲۰	۰,٦۸۰	-۱,۸۷۱	۰,۲۱۱
پژوهش و توسعه	۰,۰٦٦	۰,۰۵۳	۰,٤٦۱	۰,۰۰۲	۰,۰٤۹
اهرم مالی	۰,٦۸۵	۰,٦۳٤	۳,۲۲۳	۰,۱۰۸	۰,۳٦۰
متغیر مصنوعی تقسیم سود	۰,۹۵٤	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۲۰۹
اقلام تعهدی اختیاری	۰,۰۱۵	۰,۰۰۷	۰,۹۲۵	-۰,۵۸۳	۰,۱٦۱
متغیرهای مستقل فرضیه دوم و سوم					
سود	۰,۱۳۲	۰,۱۱٤	۰,٦۳٦	-۰,٦٤۵	۰,۱٦۰
تغییر سود	۰,۰۲۰	۰,۰۱۳	۰,۵٤۲	-۰,۵٦۵	۰,۱۰۸
تغییر سود آتی	۰,۰۰۹	۰,۰۰۳	۰,٤۷۹	-۰,٤۷۲	۰,۱۱٦
هزینه‌های پژوهش و توسعه	۰,۰٦۵	۰,۰۵۳	۰,٤٦۱	۰,۰۰۵	۰,۰٤۸
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه	۰,۰۱۳	۰,۰۰۹	۰,٤٤۳	-۰,۱۸۲	۰,۰۳٤
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه آتی	۰,۰۱۳	۰,۰۰۹	۰,٤۸۰	-۰,٤۳٦	۰,۰٤٤
سود تقسیمی	-۰,۰٤۸	-۰,۰۱۸	۰,۰۰۰	-۰,٤۵۱	۰,۰۷٤
تغییر سود تقسیمی	-۰,۰۰۷	۰,۰۰۰	۰,۳۷٤	-۰,۳۵۵	۰,۰۵٦
تغییر سود تقسیمی آتی	-۰,۰۰۸	۰,۰۰۰	۰,۳۳۸	-۰,۳۰۲	۰,۰٤۸
هزینه‌های مالی	۰,۰٤۸	۰,۰۳٦	۰,٤۰۳	۰,۰۰۰	۰,۰۵۰
تغییر هزینه‌های مالی	۰,۰۰٦	۰,۰۰۳	۰,۱٦۷	-۰,٤۰۳	۰,۰۳٤
تغییر هزینه‌های مالی آتی	۰,۰۰۵	۰,۰۰٤	۰,۱۰٤	-۰,۳۰۱	۰,۰۲۷
تغییر دارایی‌های غیر نقد	۰,۱۲۱	۰,۱۳۱	۰,٦۸۱	-۱,۸۷۳	۰,۲۱٦
تغییر دارایی‌های غیر نقد آتی	۰,۱۷۱	۰,۱۲۱	۲,۱۲۷	-۰,٦۵۲	۰,۲۸۵
تغییرات ارزش بازار	۰,۳۲٦	۰,۱۲۰	۵,۷۸۳	-۱,۷۵٦	۰,۸۷٦
وجه نقد	۰,۰٤۷	۰,۰۲۷	۰,٤٦۱	۰,۰۰۰	۰,۰۵۷

۷-۲- نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. از آن جایی که متغیر اقلام تعهدی اختیاری یکی از متغیرهای پژوهش می‌باشد، بنابراین برای اندازه‌گیری متغیر مذکور، مدل تعدیل شده جونز[1] (دیچاو و همکاران، ۱۹۹۵) برای مشاهدات موجود در هر سال و صنعت، جداگانه تخمین زده شد و مقادیر باقیمانده مدل، به عنوان اقلام تعهدی اختیاری در نظر گرفته شد. برای آزمون هریک از فرضیه‌ها و به‌منظور افزایش قابلیت اتکا، جلوگیری از بروز خطای متغیرهای محذوف و همچنین تحلیل حساسیت، نتایج مربوط به

1 Modified Jones Model

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تخمین هر مدل، چهار بار جداگانه مورد بررسی قرار می‌گیرد. در تخمین اول، متغیر سود غیرعادی فروش دارایی‌ها، در تخمین دوم، مخارج غیرعادی، در تخمین سوم، مجموع مدیریت فعالیت‌های واقعی (مجموع سود غیرعادی فروش دارایی‌ها و مخارج غیرعادی) و در تخمین چهارم، هر دو متغیر سود غیرعادی فروش دارایی‌ها و مخارج غیرعادی، به عنوان متغیرهای مستقل در مدل قرار می‌گیرند.

۷-۲-۱- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش: میزان دارایی‌های نقدی با مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود مرتبط است.

برای آزمون این فرضیه، مدل (۴) بر روی داده‌های پژوهش، تخمین زده می‌شود. در صورتی که متغیرهای مربوط به مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، یعنی سود غیرعادی فروش دارایی‌ها، مخارج غیرعادی و مجموع آن‌ها در مدل مذکور، دارای ضریب مثبت و معنادار باشند، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

۷-۲-۱-۱- نتایج تخمین مدل

نتایج تخمین مدل (۴) بر روی داده‌های پژوهش در جدول (۴) آمده است. جهت تخمین مدل، از واریانس مستحکم وایت استفاده شده که مشکل احتمالی ناهمسانی واریانس را مرتفع می‌سازد. همچنین عامل تورم واریانس متغیرهای مستقل، در تمامی مدل‌ها کمتر از ۵ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی شدید در متغیرهای مستقل است.

با توجه به نتایج جدول (۴) مشاهده می‌شود که معناداری آماره F برای تمامی مدل‌ها کمتر از ۰،۰۵ بوده و درنتیجه معنادار است و می‌توان گفت بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد، به این معنی که حداقل یک متغیر از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته، ارتباط معناداری دارد. آماره R^2 و همچنین R^2 تعدیل شده مدل‌ها که نشان‌دهنده قدرت توضیح دهندگی آن‌هاست، دارای مقادیر نسبتاً بالا (حداقل ۶۳٪) و قابل قبولی هستند. ضریب متغیرهای مربوط به مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، در تمامی تخمین‌ها مثبت می‌باشد و آماره t همگی آن‌ها بیش از ۲ و درنتیجه میزان معناداری آن‌ها نیز کمتر از ۰،۰۵ است. این موضوع، نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود با میزان دارایی‌های نقدی می‌باشد که با مبانی نظری سازگار است و فرضیه اول پژوهش را پشتیبانی می‌کند. از آن‌جایی که این رابطه در تمامی تخمین‌ها و همچنین، برای تمامی متغیرها، مثبت و معنادار است، توانایی مدل را در پشتیبانی از فرضیه نشان می‌دهد. درنتیجه، می‌توان فرضیه اول پژوهش را پذیرفت.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (٤): نتایج تخمین مدل (٤) برای آزمون فرضیه اول

متغیر	تخمین ۱		تخمین ۲		تخمین ۳		تخمین ۴	
	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)
عرض از مبدأ	-۱,۶۹۴	-۱,۶۸۵ (۰,۰۹۳)	-۱,۷۴۰	-۱,۷۱۹ (۰,۰۸۶)	-۱,۴۷۳	*-۱,۹۹۵ (۰,۰۴۷)	-۱,۷۷۴	-۱,۷۷۸ (۰,۰۷۶)
لگاریتم طبیعی دارایی‌ها	۰,۹۹۴	***۲۲,۳۶۱ (۰,۰۰۰)	۱,۰۳۰	***۲۲,۸۴۴ (۰,۰۰۰)	۰,۹۹۷	***۳۱,۸۲۴ (۰,۰۰۰)	۱,۰۳۲	***۲۳,۰۲۴ (۰,۰۰۰)
جریان نقد عملیاتی	۱,۱۴۳	*۲,۲۱۶ (۰,۰۲۷)	۱,۰۰۲	۱,۹۵۸ (۰,۰۵۱)	۱,۵۵۷	***۴,۲۷۳ (۰,۰۰۰)	۱,۰۱۱	*۱,۹۸۰ (۰,۰۴۸)
سرمایه در گردش	۱,۴۹۳	***۵,۸۶۰ (۰,۰۰۰)	۱,۴۸۸	***۵,۷۰۵ (۰,۰۰۰)	۱,۳۱۷	***۶,۹۰۴ (۰,۰۰۰)	۱,۴۷۶	***۵,۷۲۱ (۰,۰۰۰)
سیگمای جریان نقد صنعت	-۳۸,۶۸۲	***-۴,۵۰۳ (۰,۰۰۰)	-۴۷,۴۹۶	***-۵,۱۵۰ (۰,۰۰۰)	-۴۱,۳۰۳	***-۶,۶۰۳ (۰,۰۰۰)	-۴۷,۳۵۴	***-۵,۱۴۴ (۰,۰۰۰)
ارزش بازار به دفتری	۰,۱۴۳	*۲,۴۳۱ (۰,۰۱۵)	۰,۱۴۱	*۲,۴۲۸ (۰,۰۱۶)	۰,۱۰۷	*۲,۵۱۱ (۰,۰۱۲)	۰,۱۴۰	*۲,۴۵۰ (۰,۰۱۵)
مخارج سرمایه‌ای	۰,۲۲۱	۰,۸۴۳ (۰,۳۹۹)	۰,۴۲۳	۱,۵۴۹ (۰,۱۲۲)	۰,۴۰۵	*۲,۳۷۹ (۰,۰۱۸)	۰,۴۴۴	۱,۶۳۵ (۰,۱۰۳)
پژوهش و توسعه	۱,۳۶۲	۱,۰۴۰ (۰,۲۹۹)	۶,۸۴۷	*۲,۵۲۹ (۰,۰۱۲)	۱,۴۱۰	۱,۶۵۵ (۰,۰۹۹)	۶,۸۲۶	*۲,۵۴۹ (۰,۰۱۱)
اهرم مالی	۰,۳۹۰	۱,۶۰۳ (۰,۱۱۰)	۰,۳۵۱	۱,۴۱۲ (۰,۱۵۹)	۰,۲۷۳	۱,۴۸۳ (۰,۱۳۹)	۰,۳۴۶	۱,۴۰۸ (۰,۱۶۰)
متغیر مصنوعی نقسیم سود	۰,۴۹۷	۱,۶۷۹ (۰,۰۹۴)	۰,۴۵۰	۱,۵۱۹ (۰,۱۲۹)	۰,۶۵۱	**۳,۱۸۸ (۰,۰۰۲)	۰,۴۵۶	۱,۵۶۹ (۰,۱۱۷)
اقلام تعهدی اختیاری	-۰,۹۳۳	*-۲,۰۴۶ (۰,۰۴۱)	-۱,۰۴۵	*-۲,۲۴۷ (۰,۰۲۵)	-۰,۷۱۱	*-۲,۲۲۸ (۰,۰۲۶)	-۱,۰۴۸	*-۲,۲۶۶ (۰,۰۲۴)
سود غیرعادی فروش دارایی	۰,۴۲۷	*۲,۰۶۶ (۰,۰۳۹)					۰,۴۱۶	*۲,۱۱۹ (۰,۰۳۵)
مخارج غیرعادی مدیریت فعالیت‌های واقعی			۵,۸۸۹	*۲,۲۲۳ (۰,۰۲۷)			۵,۸۰۰	*۲,۲۰۷ (۰,۰۲۸)
اثرات ثابت سال					۰,۳۵۹	*۲,۰۲۴ (۰,۰۴۴)		
اثرات ثابت صنعت				کنترل شد				
R^2 (تعدیل شده)	۰,۶۳۷	۰,۶۲۵	۰,۶۳۹	۰,۶۲۷	۰,۸۰۲	۰,۷۹۴	۰,۶۴۱	۰,۶۲۹
آماره F (معناداری)	۵۲,۶۳۸	۰,۰۰۰	۵۳,۰۱۸	۰,۰۰۰	۹۵,۵۳۰	۰,۰۰۰	۵۰,۴۶۹	۰,۰۰۰

* معنادار در سطح ۹۵٪
** معنادار در سطح ۹۹٪
*** معنادار در سطح ۹۹,۹٪

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۷-۲-۲- آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش: قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی در شرکت‌هایی که مدیریت فعالیت-های واقعی افزاینده سود را به کار می‌برند، کمتر است.

برای آزمون این فرضیه، مدل (۶) بر روی داده‌های پژوهش، تخمین زده می‌شود. در صورتی که متغیرهای مربوط به اثر تعاملی میزان دارایی‌های نقدی و مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، یعنی سود غیرعادی فروش دارایی، مخارج غیرعادی و مجموع آن‌ها در مدل مذکور، دارای ضریب منفی و معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

۷-۲-۲-۱- نتایج تخمین مدل

نتایج تخمین مدل (۶) بر روی داده‌های پژوهش در جدول ۵ آمده است. جهت تخمین مدل، از واریانس مستحکم وایت استفاده شده که مشکل احتمالی ناهمسانی واریانس را مرتفع می‌سازد. همچنین عامل تورم واریانس متغیرهای مستقل، در تمامی مدل‌ها کمتر از ۵ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی شدید در متغیرهای مستقل است.

با توجه به نتایج جدول ۵ مشاهده می‌شود که معناداری آماره F برای تمامی مدل‌ها کمتر از ۰,۰۵ بوده و درنتیجه معنادار است و می‌توان گفت بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته، رابطه معناداری وجود دارد، به این معنی که حداقل یک متغیر از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته ارتباط معناداری دارد. آماره R^2 و همچنین R^2 تعدیل‌شده مدل‌ها که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی آن‌هاست، دارای مقادیر نسبتاً بالا (حداقل ۷۳٪) و قابل قبولی هستند. در تخمین اول، ضریب متغیر مربوط به اثر تعاملی میزان دارایی‌های نقدی و سود غیرعادی فروش دارایی‌ها، دارای مقداری منفی می‌باشد و قدر مطلق آماره t، دارای ضریب بیش از ۲ و درنتیجه میزان معناداری آن‌ها نیز کمتر از ۰,۰۵ است. این موضوع نشان‌دهنده رابطه منفی و معنادار اثر تعاملی میزان دارایی‌های نقدی و مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود می‌باشد که با مبانی نظری نیز سازگار است و فرضیه دوم پژوهش را پشتیبانی می‌کند. در تخمین دوم، ضریب متغیر مربوط به اثر تعاملی میزان دارایی‌های نقدی و مخارج غیرعادی، دارای مقداری مثبت می‌باشد، اما قدر مطلق آماره t، دارای ضریب کمتر از ۲ (معناداری بیشتر از ۰,۰۵) است که نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنادار می‌باشد. در تخمین سوم که متغیر تعاملی مجموع مخارج غیرعادی و سود غیرعادی فروش دارایی‌هاست، ضریب مربوطه، منفی می‌باشد که با مبانی نظری سازگار است، اما این رابطه معنادار نمی‌باشد (معناداری بیشتر از ۰,۰۵ است). در تخمین چهارم که هر دو متغیرهای مخارج غیرعادی و سود غیرعادی فروش دارایی‌ها در مدل قرار

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

دارند، تنها ضریب متغیر تعاملی سود فروش غیرعادی دارایی‌ها، ضریب منفی و معنادار دارد و از مبانی نظری حمایت می‌کند. درنتیجه می‌توان فرضیه دوم پژوهش را نیز پذیرفت.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل (٦) برای آزمون فرضیه دوم

متغیر	تخمین ۱		تخمین ۲		تخمین ۳		تخمین ٤	
	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)
عرض از مبدأ	۰,۳۹۱	۵,۲۳۳*** (۰,۰۰۰)	۰,۳۲۰	۳,۱۳۲** (۰,۰۰۲)	۰,٤۰۸	٤,٤۲۹*** (۰,۰۰۰)	۰,۲۹۷	۳,۲۸۳** (۰,۰۰۱)
سود	۱,۳۷۹	٤,٦۳۳*** (۰,۰۰۰)	۱,۳٦٦	٤,۰۳۹*** (۰,۰۰۰)	۱,٦۹۱	٤,٦۳۲*** (۰,۰۰۰)	۱,۳٤۹	٤,۰۵۲۹*** (۰,۰۰۰)
تغییر سود	-۰,٤۲۹	- ۱,۳۹۸ (۰,۱٦۳)	-۰,۳۲۵	- ۰,۹۳٤ (۰,۳۵۱)	-۰,۵۲۲	- ۱,۳۸٤ (۰,۱٦۷)	-۰,٤٦۵	- ۱,۵۱۱ (۰,۱۳۲)
تغییر سود آتی	۰,٤٤٦	۱,۹۲۹ (۰,۰۵۵)	۰,۲۸۳	۱,۰۹٤ (۰,۲۷٤)	۰,٤۰۸	۱,٤٤۸ (۰,۱٤۸)	۰,٤٤۱	۱,۹۱۲ (۰,۰۵۷)
هزینه‌های پژوهش و توسعه	۱,۲٦٤	۱,۹۸۹* (۰,۰٤۷)	۱,۹۲۲	۱,۵۹۳ (۰,۱۱۲)	۱,۰٦۱	۱,۳٤٤ (۰,۱۸۰)	۲,٦٤۱	۲,٤٦۱* (۰,۰۱٤)
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه	-۱,۱۷٤	- ۱,۲۷۰ (۰,۲۰۵)	-۱,۰۵۵	- ۰,۹۸۹ (۰,۳۲۳)	-۱,۱۱۸	- ۰,۹۷۵ (۰,۳۳۰)	-۱,۰۵۱	- ۱,۱۲۰ (۰,۲٦٤)
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه آتی	۰,۱۵۷	۰,۲۸۸ (۰,۷۷٤)	۰,۱۹۲	۰,۳۰۱ (۰,۷٦۳)	۰,۰۹۸	۰,۱٤۵ (۰,۸۸۵)	۰,۱۲۰	۰,۲۱۵ (۰,۸۳۰)
سود تقسیمی	-۲,۵٤۹	-۵,۱٤۰*** (۰,۰۰۰)	-۲,٤٦۷	-٤,٤۲۰*** (۰,۰۰۰)	-۱,۷۵۹	-۲,۹۰۱** (۰,۰۰٤)	-۲,۵۳٤	-۵,۱۲۲*** (۰,۰۰۰)
تغییر سود تقسیمی	-۱,۷۳۲	-۳,۸٦٦*** (۰,۰۰۰)	-۱,۳۹۱	-۲,۷۵٦** (۰,۰۰٦)	-۱,۲۵۱	-۲,۲۷۵* (۰,۰۲۳)	-۱,۷۵۱	-۳,۹۱۳*** (۰,۰۰۰)
تغییر سود تقسیمی آتی	-۰,٤٦۵	- ۰,۸۳٤ (۰,٤۰۵)	-۰,۱۹۵	- ۰,۳۱۲ (۰,۷۵۵)	-۰,۳۷۵	- ۰,۵۵۱ (۰,۵۸۲)	-۰,۵۰۵	- ۰,۹۰٤ (۰,۳٦٦)
هزینه‌های مالی	-۲,۷۷۸	-۵,٦۳۹*** (۰,۰۰۰)	-۳,۰۳۰	-۵,٤۰۱*** (۰,۰۰۰)	-۳,٤۱۲	-۵,۵۹۳*** (۰,۰۰۰)	-۲,۷۱۰	-۵,٤۹۷*** (۰,۰۰۰)
تغییر هزینه‌های مالی	-۱,۷۵۵	-۲,٦٦۱** (۰,۰۰۸)	-۱,٦۲۰	-۲,۱۸۷* (۰,۰۲۹)	-۱,۹۱٦	-۲,۳۵۳* (۰,۰۱۹)	-۱,۷۱٦	-۲,٦۰۷** (۰,۰۱۰)
تغییر هزینه‌های مالی آتی	-۰,۷۱۳	- ۰,۸۳۷ (۰,٤۰۳)	-۰,٤۱۲	- ۰,٤۲۸ (۰,٦٦۹)	-۰,۳۹۳	- ۰,۳۷۲ (۰,۷۱۰)	-۰,۷۳۳	- ۰,۸٦۰ (۰,۳۹۰)
تغییر دارایی‌های غیر نقد	۰,۰۸۱	۰,۷٤۱ (۰,٤۵۹)	۰,۱۱۹	۰,۹۰۳ (۰,۳٦۷)	۰,۱۱۹	۰,۸۹٤ (۰,۳۷۲)	۰,۱۵۲	۱,۳۰۸ (۰,۱۹۲)
تغییر دارایی‌های غیر نقد آتی	۰,۳۰۹	۳,۷۱۰*** (۰,۰۰۰)	۰,۳۱٦	۳,۳۵۵*** (۰,۰۰۱)	۰,۳۰٤	۲,۹۵۰** (۰,۰۰۳)	۰,۳۰۸	۳,۷۰۰*** (۰,۰۰۰)
تغییرات ارزش بازار	۰,۸۲۰	۲٤,۲۸۸*** (۰,۰۰۰)	۰,۸٦۷	۲۳,۵۹۱*** (۰,۰۰۰)	۰,۸۵۰	۲۱,۵۷۲*** (۰,۰۰۰)	۰,۸۱۹	۲٤,۳٤۲*** (۰,۰۰۰)
اقلام تعهدی اختیاری	۰,۰٦۳	۰,۳٦۳ (۰,۷۱۷)	۰,۰۳٤	۰,۱۷۱ (۰,۸٦٤)	-۰,۱۳۸	- ۰,٦٦۱ (۰,۵۰۹)	۰,۰۵۹	۰,۳۳۸ (۰,۷۳۵)
وجه نقد	۲,۱۲۲	۵,۰۰۹*** (۰,۰۰۰)	۲,٤۱۷	٤,۸۹۸*** (۰,۰۰۰)	۲,۳۹۲	٤,٦٦۵*** (۰,۰۰۰)	۲,۲۸۹	۵,۱٦۵*** (۰,۰۰۰)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سود غیرعادی	۰,۱۱۰	۰,۵۵٦					۰,۱۲۷	۰,٦٤۲
فروش دارایی		(۰,۵۷۸)						(۰,۵۲۲)
وجه نقد * سود	-۵,۳٦۱	-۲,۰٦٦*					-۵,٦٤۰	-۲,۱۷۱**
غیرعادی فروش		(۰,۰٤۰)						(۰,۰۳۱)
دارایی								
مخارج غیرعادی			۰,٦۹۵	۰,۵۳٦			۱,۲۹۱	۱,۱۲٤
				(۰,۵۹۲)				(۰,۲٦۲)
وجه نقد * مخارج			۱۰,۸۷۰	۱,۲۲۳			۷,٦۸٤	۰,۹۷٤
غیرعادی				(۰,۲۲۲)				(۰,۳۳۱)
مدیریت فعالیت-					-۰,۰۲۸	-۰,۱۲۰		
های واقعی						(۰,۹۰٤)		
وجه نقد *					-٤,۷۳۵	-۱,۵٦۸		
مدیریت فعالیت-						(۰,۱۱۸)		
های واقعی								
اثرات ثابت سال					کنترل شد			
اثرات ثابت صنعت					کنترل شد			
R^2 (تعدیل شده)	۰,۸٤۱	۰,۸۳۱	۰,۸۱۸	۰,۸۰٦	۰,۷۸۷	۰,۷۷۳	۰,۸٤۳	۰,۸۳۲
آماره F (معناداری)	۷۸,٦۱٤	۰,۰۰۰	٦۷,۹۳٦	۰,۰۰۰	۵٦,۳۲۳	۰,۰۰۰	۷۳,٤۳۹	۰,۰۰۰

* معنادار در سطح ۹۵٪

** معنادار در سطح ۹۹٪

*** معنادار در سطح ۹۹,۹٪

۷-۲-۳- آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش: قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی در زمان مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، برای شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی نسبت به شرکت‌هایی با راهبری شرکتی ضعیف، بالاتر است.

برای آزمون این فرضیه، نمونه پژوهش با توجه به متغیر راهبری شرکتی، به دو گروه با راهبری شرکتی قوی و ضعیف رتبه‌بندی می‌شود. معیار رتبه‌بندی، میانه متغیر راهبری شرکتی است. سپس مدل (۶) بر روی داده‌های مربوط به هر گروه، تخمین زده می‌شود. در صورتی که متغیرهای مربوط به اثر تعاملی میزان دارایی‌های نقدی و مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، یعنی سود غیرعادی فروش دارایی، مخارج غیرعادی و مجموع آن‌ها در مدل مذکور، در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی قوی، نسبت به شرکت‌های دارای راهبری شرکتی ضعیف، به‌طور معناداری بیشتر باشد، فرضیه سوم پذیرفته می‌شود. برای مقایسه معنادار بودن اختلاف ضریب، از آزمون کلاگ[1] (۱۹۹۵) استفاده می‌شود.

1 Clogg

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۷-۲-۳-۱- نتایج تخمین مدل

نتایج تخمین مدل (۶) بر روی دو گروه داده‌های پژوهش در جدول (۶) آمده است. برای تخمین مدل‌ها، از واریانس مستحکم وایت استفاده شده که مشکل احتمالی ناهمسانی واریانس را مرتفع می‌سازد. همچنین عامل تورم واریانس متغیرهای مستقل، در تمامی مدل‌ها کمتر از ۵ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی شدید در متغیرهای مستقل است.

با توجه به نتایج جدول ۶ مشاهده می‌شود که معناداری آماره F برای تمامی مدل‌ها کمتر از ۰,۰۵ بوده و درنتیجه معنادار است و می‌توان گفت بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد، به این معنی که حداقل یک متغیر از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته ارتباط معناداری دارد. آماره R^2 و همچنین R^2 تعدیل‌شده مدل‌ها که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی آن‌هاست، دارای مقادیر نسبتاً بالا (حداقل ۷۲٪) و قابل قبولی هستند. در مدل فوق، ضریب متغیر مربوط به اثر تعاملی میزان دارایی‌های نقدی و سود غیرعادی فروش دارایی‌ها در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی قوی (۲,۵۱۱)، مثبت است، اما این میزان معنادار نیست، اما در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی ضعیف (۱۰,۷۷۵-)، منفی می‌باشد و این میزان معنادار است و با مبانی نظری سازگار است. نتایج آزمون کلاگ، نشان‌دهنده مقدار آماره t دارای مقداری مثبت برابر با ۲۲,۰۳۹ می‌باشد که این میزان معنادار است و بیانگر این است که ضریب مربوط به اثر تعاملی در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی قوی، به‌طور معناداری بیش از همین ضریب در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی ضعیف است که این موضوع با مبانی نظری سازگار بوده و از فرضیه سوم پژوهش نیز حمایت می‌کند. جهت انجام آزمون‌های استحکامی و افزایش قابلیت تائید پذیری فرضیه سوم، مدل برای سایر متغیرهای مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود نیز مورد تخمین قرار گرفته است. در مدل‌های فوق که مربوط به آزمون‌های استحکامی است، در تمامی موارد، ضریب مربوط به اثر تعاملی در گروه شرکت‌های دارای راهبری شرکتی قوی، بزرگ‌تر از همان ضریب در گروه شرکت‌های دارای راهبری شرکتی ضعیف است و همچنین، با توجه به نتایج آماره کلاگ نیز مشاهده می‌شود که در تمامی آزمون‌ها، مقدار آماره t بزرگ‌تر از ۲ بوده و معناداری آن‌ها نیز کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد که از مبانی نظری و همچنین فرضیه سوم پژوهش پشتیبانی می‌کند. درنتیجه فرضیه سوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۲): نتایج تخمین مدل (۶) برای آزمون فرضیه سوم

متغیر	راهبری شرکتی قوی		راهبری شرکتی ضعیف	
	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)
عرض از مبدأ	۰,۵۶۸	۳,۴۱۵*** (۰,۰۰۱)	۰,۳۴۶	۴,۲۰۶*** (۰,۰۰۰)
سود	۱,۳۲۴	۱,۸۱۷ (۰,۰۷۱)	۱,۳۳۳	۴,۱۷۶*** (۰,۰۰۰)
تغییر سود	-۰,۳۲۹	-۰,۴۵۵ (۰,۶۵۰)	-۰,۴۰۲	-۱,۲۱۳ (۰,۲۲۷)
تغییر سود آتی	۰,۲۱۷	۰,۴۲۳ (۰,۶۷۲)	۱,۰۱۴	۳,۷۳۴*** (۰,۰۰۰)
هزینه‌های پژوهش و توسعه	-۱,۸۲۹	-۱,۰۵۱ (۰,۲۹۵)	۱,۸۶۵	۲,۸۱۲** (۰,۰۰۵)
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه	۰,۹۰۳	۰,۲۸۹ (۰,۷۷۳)	-۱,۵۱۱	-۱,۸۱۰ (۰,۰۷۲)
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه آتی	۱,۴۸۷	۰,۷۹۹ (۰,۴۲۵)	۰,۱۴۴	۰,۲۹۰ (۰,۷۷۲)
سود تقسیمی	-۱,۴۴۶	-۱,۲۸۸ (۰,۱۹۹)	-۲,۴۰۸	-۴,۴۳۵*** (۰,۰۰۰)
تغییر سود تقسیمی	-۰,۱۰۲	-۰,۱۱۷ (۰,۹۰۷)	-۱,۲۱۲	-۱,۸۹۱ (۰,۰۶۰)
تغییر سود تقسیمی آتی	-۰,۲۶۵	-۰,۲۲۷ (۰,۸۲۱)	-۱,۱۴۷	-۱,۶۳۹ (۰,۱۰۳)
هزینه‌های مالی	-۴,۸۵۶	-۴,۴۲۶*** (۰,۰۰۰)	-۱,۵۱۶	-۲,۶۱۶** (۰,۰۱۰)
تغییر هزینه‌های مالی	-۳,۰۶۶	-۲,۳۶۴* (۰,۰۱۹)	-۱,۳۲۱	-۱,۵۰۱ (۰,۱۳۵)
تغییر هزینه‌های مالی آتی	-۰,۰۳۸	-۰,۰۲۲ (۰,۹۸۳)	-۲,۲۸۵	-۲,۰۹۵* (۰,۰۳۸)
تغییر دارایی‌های غیر نقد	-۰,۰۳۴	-۰,۱۰۴ (۰,۹۱۷)	۰,۱۶۹	۱,۵۸۰ (۰,۱۱۶)
تغییر دارایی‌های غیر نقد آتی	۰,۳۱۵	۱,۶۱۵ (۰,۱۰۸)	۰,۳۴۶	۳,۹۶۲*** (۰,۰۰۰)
تغییرات ارزش بازار	۰,۸۴۵	۱۳,۶۸۸*** (۰,۰۰۰)	۰,۷۵۴	۱۷,۵۰۰*** (۰,۰۰۰)
اقلام تعهدی اختیاری	۰,۷۳۰	۲,۰۵۳* (۰,۰۴۲)	۰,۰۹۲	۰,۴۴۴ (۰,۶۵۷)
وجه نقد	۴,۳۵۶	۴,۲۸۷*** (۰,۰۰۰)	۱,۱۸۷	۲,۶۵۳** (۰,۰۰۹)
سود غیرعادی فروش دارایی	-۰,۷۴۴	-۰,۷۵۸ (۰,۴۴۹)	۰,۲۸۳	۱,۳۹۲ (۰,۱۶۶)
وجه نقد * سود غیرعادی فروش دارایی	۲,۵۱۱	۰,۳۲۵ (۰,۷۴۶)	-۱۰,۷۷۵	-۳,۰۴۴** (۰,۰۰۳)
اثرات ثابت سال			کنترل شد	
اثرات ثابت صنعت			کنترل شد	
R^2 (تعدیل شده)	۰,۷۶۱	۰,۷۲۷	۰,۸۸۹	۰,۸۷۳
آماره F (معناداری)	۲۱,۹۵۵	۰,۰۰۰	۵۶,۵۰۶	۰,۰۰۰
		نتایج آزمون کلاگ		
ضریب اثر تعاملی		۲,۵۱۱		-۱۰,۷۷۵
انحراف استاندارد ضریب		۷,۷۲۹		۳,۵۳۹
آماره t آزمون (معنی داری)		۲۲,۰۳۹ (۰,۰۰۰)		

۸- بحث و نتیجه‌گیری

مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود از طریق دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و به‌منظور فریب افراد ذینفع برای کسب منافع شخصی، توسط مدیران انجام می‌شود. با توجه به اهمیت آگاهی از تأثیر تلاش مدیران برای کسب منفعت شخصی بر عملیات شرکت و جریانات نقدی و پیامدهای آن، در این پژوهش با ارائه سه فرضیه، این موضوع بررسی شده است. دو فرضیه اول، تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی را بر میزان و قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی بررسی می‌کنند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در فرضیه سوم، نقش راهبری شرکتی را بر این تأثیر در نظر می‌گیریم تا ارزیابی کنیم که آیا نظارت کردن موجب فراهم شدن و ارائه اطلاعات بیشتر در مورد پیامدهای بالقوه رفتار مدیریت به سرمایه‌گذاران می‌شود یا خیر. این فرضیه‌ها از نظریه نمایندگی گرفته شده‌اند که تلاش مدیران برای رسیدن به اهداف شخصی‌شان را علیرغم وجود پتانسیل تشدید مشکل جریانات نقدی آزاد و کاهش ارزش شرکت، نشان می‌دهند. مطابق با پیش‌بینی‌ها، شواهدی به دست آمد مبنی بر اینکه مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، منجر به دارایی‌های نقدی بالاتر و نیز کاهش قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی می‌شود. همچنین، راهبری شرکتی قوی، باعث کمتر شدن نگرانی‌های سرمایه‌گذاران در مورد استفاده‌های آتی از دارایی‌های نقدی می‌شود و بزرگی کاهش ارزش شرکت‌هایی که با راهبری شرکتی ضعیف، متحمل آن می‌شوند را کاهش می‌دهد. نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش، بیانگر آن است که مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود با میزان دارایی‌های نقدی، رابطه مثبت و معناداری دارد. به‌بیان‌دیگر، نتایج نشان می‌دهد تلاش‌های مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، از طریق حذف مخارج اختیاری، تأثیر مثبت و مستقیم بر جریانات نقدی گذاشته و به ذخیره دارایی‌های نقدی بیشتر کمک می‌کند. نتایج فرضیه اول، منطبق با مبانی نظری بوده و با یافته‌های سیفرت و گانس (۲۰۱۸)، گرینر (۲۰۱۷)، فخاری و اسدزاده (۱۳۹۶)، رسائیان و همکاران (۱۳۸۹) و بزاززاده و دهقان (۱۳۹۰) مطابقت دارد و برخلاف یافته‌های ایزدی‌نیا و طباطبایی (۱۳۹۵) می‌باشد.

از آنجایی که قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی، بر اساس انتظار سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب، تغییر می‌کند و سرمایه‌گذاران در زمان وجود مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، انتظار تشدید مسایل نمایندگی و استفاده ناکارآمد از دارایی‌های نقدی را دارند، لذا در فرضیه دوم این موضوع بررسی شده است. نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که بازار، دارایی‌های نقدی شرکت‌هایی که مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود را به کار می‌برند، کمتر قیمت‌گذاری می‌کند. به‌بیان‌دیگر، نتایج نشان می‌دهد مدیران از طریق مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، موجب کاهش جریانات نقدی آتی و کاهش ارزش بلندمدت شرکت می‌شوند و از دید سرمایه‌گذاران، این کار یک روش فرصت‌طلبانه برای ارضای اهداف شخصی مدیریت است که منجر به کاهش قیمت‌گذاری دارایی‌های نقدی می‌شود. نتایج فرضیه دوم منطبق با مبانی نظری بوده و با یافته‌های ساجد و افزا (۲۰۱۸)، آجینا و حبیب (۲۰۱۷) و گرینر (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

عدم وجود نظارت مناسب بر روی مدیران، در کوتاه‌مدت منجر به مصرف دارایی‌های نقدی توسط آن‌ها برای کسب منافع شخصی می‌شود و در این حالت، سرمایه‌گذاران انتظار اتلاف

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نقدینگی را دارند. سازوکارهای راهبری شرکتی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و کیفیت اطلاعات مالی را بهبود داده و استفاده از دارایی‌های نقدی و قیمت‌گذاری سرمایه‌گذاران از آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این کار از طریق تأثیر بر تصمیم‌گیری مدیران و اطمینان از تخصیص بهینه منابع و محدود کردن رفتار مدیریت در دست‌کاری سود، انجام می‌شود. نتیجه آزمون فرضیه سوم پژوهش که بر اساس رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه، به دو گروه شرکت‌های با راهبری شرکتی قوی و ضعیف می‌باشد، بیانگر آن است که قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی در زمان مدیریت فعالیت‌های واقعی افزاینده سود، برای شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی نسبت به شرکت‌هایی با راهبری شرکتی ضعیف، بالاتر است. به‌بیان‌دیگر، نتایج نشان می‌دهد سازوکارهای نظارتی قوی، بر انتظارات سرمایه‌گذاران در استفاده مؤثر از دارایی‌های نقدی، تأثیر مثبتی دارد و موجب قیمت‌گذاری بالاتر دارایی‌های نقدی می‌شود. نتایج به‌دست‌آمده منطبق با مبانی نظری بوده و با یافته‌های سیفرت و گانس (۲۰۱۸)، ساجد و افزا (۲۰۱۸)، النجار و کلارک (۲۰۱۷)، گرینر (۲۰۱۷) و دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷) مطابقت دارد.

نتایج پژوهش، شواهد مستدلی از ارتباط میان دارایی‌های نقدی و مشکلات نمایندگی ناشی از مدیریت فعالیت‌های واقعی ارائه داده و نشان می‌دهد که ماهیت استانداردهای حسابداری موجب ایجاد اختلاف‌ها و نگرانی‌های نمایندگی درباره مشکل جریانات نقدی آزاد و کاهش ارزش دارایی‌های نقدی شرکت می‌شود. بدین صورت که استانداردهای حسابداری سخت‌گیرانه که موجب تحریک مدیران برای مدیریت فعالیت‌های واقعی می‌شوند، ممکن است برای شرکت پرهزینه بوده و پیامدهای غیرمترقبه‌ای برای شرکت‌ها داشته باشند، به گونه‌ای که موجب دسترسی بیشتر مدیران به ویژه در شرکت‌های با راهبری شرکتی ضعیف، به نقدینگی مازاد و بیش سرمایه‌گذاری شوند.

۹- پیشنهادها و محدودیت‌ها

استاندارد حسابداری شماره ۱۷ ایران با عنوان حسابداری دارایی‌های نامشهود (مطابق با استاندارد بین‌المللی حسابداری شماره ۳۸) اجازه طرز عمل جداگانه‌ای برای فعالیت‌های پژوهش و توسعه را می‌دهد. بر اساس این استاندارد، فعالیت‌های پژوهش در زمان وقوع هزینه می‌شوند و هزینه‌های توسعه معینی، سرمایه‌ای می‌شوند؛ بنابراین مدیران ممکن است مخارج توسعه را در تلاش برای مدیریت فعالیت‌های واقعی، کاهش ندهند. لذا متولیان تنظیم استاندارد، در بازنگری استاندارد می‌توانند نتایج پژوهش را با توجه به اینکه مفاهیمی از تلاش‌های انجام شده بابت همگرایی و حرکت به سوی حسابداری ارزش منصفانه را ارائه می‌دهد، مدنظر قرار دهند. همچنین، با توجه به اهمیت نقد شوندگی بازار به عنوان پیش‌شرط

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه و نیز اثبات اهمیت وجود و اجرای یک سیستم مناسب راهبری شرکتی پیشنهاد می‌شود که سیاست‌گذاران و متولیان بازار، از طریق ارائه و اجرای قوانین سخت‌گیرانه و الزام شرکت‌ها به داشتن شفافیت مالی و تقویت شاخص‌های راهبری شرکتی مانند افزایش مدیران مستقل و ارائه دستورالعمل نحوه انتخاب آن‌ها به‌نحوی‌که از رعایت آن، اطمینان حاصل شود، به افزایش نقش هیئت‌مدیره در نظارت مؤثرتر بر عملکرد مدیران و بهبود سطح نقدینگی از طریق تشویق مدیران به افشا و جلوگیری از ایجاد ریسک نقدینگی کمک نمایند. شرکت‌ها نیز با تقویت شاخص‌های راهبری شرکتی خود، موجب عملکرد بهتر خود شده و برای تأثیرگذاری مثبت بر بازار، اقدامات خود در این زمینه را برای اطلاع استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی، به‌طور منظم افشا نمایند. سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه نیز به موضوع مدیریت فعالیت‌های واقعی و وجود سیستم راهبری شرکتی و تأثیری که بر جریانات نقدی و تصمیم‌های آن‌ها دارد و حسابرسان برای ارائه گزارش منصفانه‌تر درباره عملکرد شرکت‌ها، به وجود و اجرای سیستم راهبری شرکتی و نیز کشف مدیریت فعالیت‌های واقعی، توجه بیشتری داشته باشند.

درنهایت و علیرغم تلاش برای کاهش عوامل مزاحم، ممکن است عواملی که بر نتایج مشاهده شده تأثیر می‌گذارند، وجود داشته باشند. کم بودن تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به نسبت بورس‌های توسعه‌یافته و عدم وجود بانک اطلاعاتی جامع و کامل درباره سازوکارهای راهبری شرکتی و نیز نبود ویژگی‌های موردنظر پژوهش در برخی از اعضای جامعه، سبب کاهش حجم نمونه شده است. همچنین، عدم تعدیل گزارش‌های مالی بابت تورم به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات، لزوم احتیاط در تعمیم نتایج را ایجاب می‌کند؛ اما با این حال، اعتقاد بر این است که هیچ یک از محدودیت‌های مذکور، به عدم صحت نتایج پژوهش منجر نشده است.

۱۰- منابع و مأخذ

ایزدی نیا، ناصر و سیده زهرا طباطبایی. (۱۳۹۵). تأثیر محافظه‌کاری غیرشرطی و کیفیت حاکمیت شرکتی بر میزان نگهداشت وجه نقد، **فصلنامه حسابداری مالی** ۸(۳۲): ۱۶۹-۱۴۴.

برادران حسن‌زاده، رسول و بهرامی، طاه. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رتبه شفافیت گزارشگری، **نظریه‌های نوین حسابداری** ۹: ۷۰-۳۷.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

بزاززاده، حمیدرضا و منصور دهقان. (۱۳۹۰). وجه نقد حاصل از عملیات و مدیریت سود: آزمون مدل K-S، **مجله حسابداری مدیریت** ۴(۹): ۳۹-۲۳.

حساس یگانه، یحیی و محمدجواد سلیمی. (۱۳۹۰). مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران، **مطالعات تجربی حسابداری مالی** ۹(۳۰): ۳۵-۱.

رسائیان، امیر؛ فروغ رحیمی و سارا حنجری (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۲(۴): ۱۴۴-۱۲۵.

فخاری، حسین و احمد اسدزاده. (۱۳۹۶). بررسی اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر روابط بین اهـرم مالی و جریـان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد. **بررسی‌های حسابداری** ۴(۱۶): ۱۱۰- ۹۱.

کردتبار، حسین و امیر رسائیان. (۱۳۸۹). بررسی رابطه مدیریت سود مبتنی بر کل اقلام تعهدی اختیاری و برخی از ابزارهای نظام راهبری شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه حسابداری مالی** ۲(۶): ۷۲-۵۰.

Ajina, A., and A. Habib. (2017). Examining the relationship between earning management and market liquidity. **Research in International Business and Finance** 42: 1164–1172.

Al-Najjar, B., and E. Clark. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. **Research in International Business and Finance** 39: 1–12.

Barth, M.E., and D. Taylor. (2010). In defense of fair value: Weighing the evidence on earnings management and assets securitizations. **Journal of Accounting and Economics** 49 (1-2): 26-33.

Bushman, R., and A. Smith. (2001). Financial accounting information and corporate governance, **Journal of Accounting and Economics** 32: 237-333.

Chen, J.Z., L. Rees, and K. Sivaramakrishnan. (2017). On the Use of Accounting vs Real Earnings Management to Meet Earnings Expectations-A Market Analysis. **http://ssrn.com/abstract=1070122.**

Cohen, D.A., and P. Zarowin. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics** 50: 2-19.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Daniel, N.D., D.J. Denis, and L. Naveen. (2008). Do firms manage earnings to dividend thresholds". **Journal of Accounting and Economics**, 45: 2-26.

Dechow, P.M., R.G. Sloan, and A.P. Sweeney. (1995). Detecting of earnings management, **Journal of accounting review** 70(2): 193-225.

Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings, **Journal of Financial Economics** 83: 599–634.

Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38: 111–133.

Fama, E.F., and K.R. French. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value, **Journal of Finance**, 53: 819-843.

Ferreira, M.A., and A. Vilela. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries, **European Financial Management** 10(2): 295–319.

Garcia, T., P.J. Martinez, and J.P. Sanchez-Ballesta. (2008). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, **Journal of Accounting and Finance** 49: 95–115.

Graham, J., Harvey, C. and S. Rajgopal. (2005). The economic implications of Corporate financial reporting, **Journal of Accounting and Economics** 40(1-3): 3-73.

Greiner, A.J. (2017). An examination of real activities management and corporate cash holdings, **Advances in Accounting** 39: 79–90.

Gunny, A. (2010). The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks, **Contemporary Accounting Research** 27(3): 855-888

Harford, J., S.A. Mansi, and W.F. Maxwell. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings, **Journal of Financial Economics** 87: 535-555.

Hiroyoki, A., and N. Pascal. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms. **Journal of Japanese and International Economies**, 22: 647-662.

Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of free cash flow, Corporate finance, and takeovers, **Journal of American Economic Review** 6: 323-329.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Lee, C.F. (2009). Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation, **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies** 12(3): 475-508.

Lee, E., and R. Powell. (2010): Excess Cash Holding and Shareholder Value, **available at: http://ssrn.com/abstract=1585623**.

McNichols, M.F, and S.R. Stubben. (2008). Does earnings management affect firms'investment decisions, **The Accounting Review** 83(6): 1571-1603.

Myers, S.C. and N.S, Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Hav, **Journal of Financial economics** 13(2): 187-221.

Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, **Journal of Financial Economics** 52: 3-46.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics** 42 (December): 335-370.

Sajid, N.M. and Afza, T. (2018). Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value: Evidence from an emerging market, **Future Business Journal** 4: 139–156.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management, **Accounting Horizons** 3: 91-102.

Seifert, B., and H. Gonenc. (2018). The effects of country and firm-level governance on cash management, **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money** 52: 1–16.

Xie, B., N. Davidson, and P.J. DaBalt. (2003). Earnings Management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of Corporate Finance** 9: 295-316.

Zhang, W. (2009). Real Activities Manipulation to Meet Analysts Cash Flow Forecasts, **available at: http: //ssrn.com/abstract = 1013228.**

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]