

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

مجتبی افشار جهانشاهی\*

مهدی بهار مقدم\*\*

احمد خدای پور\*\*\*

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۶/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۲/۱۰

### 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 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 افزایش 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

همین ضریب در شرکت‌های دارای راهبری شرکتی ضعیف است. به بیان دیگر، 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 به قصد 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 به وسیله انتخاب رویه‌های حسابداری یا برآوردها صورت می‌گیرد. در مقابل دست‌کاری فعالیت‌های واقعی با تغییرات در عملیات اساسی شرکت صورت می‌گیرد (شیپر<sup>۱</sup>، 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<sup>۲</sup> از طریق روش‌هایی مانند اعطای تخفیف قیمت و کاهش مخارج اختیاری انجام می‌شود (دنیل، دنیس و ناون<sup>۳</sup>، 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 سیوارامکریشنن<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). ژانگ<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود بیان می‌کند که مدیران از دست‌کاری فعالیت‌های واقعی برای تحقق پیش‌بینی‌های مربوط به جریان نقدی استفاده می‌کنند. رویچادهاری<sup>۶</sup> (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 به منظور افزایش سود کل و تحقق اهداف کوتاه‌مدت، ممکن است موجب انتظار مشتریان برای استفاده از چنین تخفیف‌هایی در دوره‌های آتی و در نهایت 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

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 جریان نقدی مازاد را در جهت منافع مالکان حداکثر سازد (بوشمن و اسمیت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). این مسئله زمانی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که چنین ریسکی منجر به ایجاد هزینه‌های بالایی شود. همچنین راهبری شرکتی باعث کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و در نتیجه 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 جریان نقدی می‌شود، این موضوع حائز اهمیت است که عواقب ناخواسته مدیریت فعالیتهای واقعی که به صورت بالقوه وجود دارد را در نظر گرفت. این موضوع به طور خاص در رابطه با تئوری نمایندگی جنسن در مورد مشکل جریان نقدی آزاد با اهمیت 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 به واسطه درک سرمایه‌گذاران از مدیریت فعالیتهای واقعی به عنوان رفتارهای کاهنده ارزش شود و تقویت راهبری شرکتی می‌تواند خطر ناشی از تلاش مدیران فرصت طلب 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

به‌طور مستقیم بر جریان‌های 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، تأیید 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 در نهایت 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 مورد بحث قرار می‌گیرد. سپس، به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش پرداخته شده و پژوهش با ارائه پیشنهادهایی به پایان می‌رسد.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

کوهن و زاروین<sup>۱</sup> (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<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) مشخص شد که مدیران مالی به دو دلیل تمایل بیشتری به دست‌کاری سود از طریق فعالیت‌های واقعی نسبت به دست‌کاری ارقام تعهدی دارند. اول، دست‌کاری ارقام تعهدی با احتمال بیشتری نسبت به تصمیم‌های واقعی در مورد قیمت‌ها و تولید، توسط بررسی حساب‌برسان کشف می‌شود. دوم اینکه اتکا بر دست‌کاری ارقام 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 ارقام تعهدی امکان‌پذیر است. اکثر مطالعات انجام شده در مورد مدیریت فعالیت‌های واقعی بر دست‌کاری مخارج پژوهش و توسعه برای کاهش هزینه‌های گزارش شده تمرکز دارد. مدیران تمایل دارند

1 Cohen and Zarowin

2 Graham, Harvey and Rajgopal

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 (دلیل و همکاران، ۲۰۰۸).

لی و پاول<sup>۱</sup> (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 جریان‌های نقدی را در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری و موجب افزایش ارزش شرکت و سهامداران شود. البته ممکن است برخی مدیران، جریان‌های 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<sup>۲</sup>، 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-بالستا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ هارفورد، مانسی و ماکس ول<sup>۴</sup>، 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

جنسن<sup>۱</sup> (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، قابل تحلیل 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<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) بر این باورند که شرایط عدم تقارن، شرکت‌ها را به سوی تأمین مالی داخلی هدایت می‌کند. مدیران ممکن است برای 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. بی‌اعتمادی در مورد رفتار مدیران و انگیزه‌های آن‌ها برای مدیریت سود، منعکس‌کننده این است که دارایی‌های نقدی به صورت نامناسبی استفاده می‌شوند. به خصوص اگر مدیریت تمایل به مدیریت فعالیت‌های واقعی از طریق فروش فرصت طلبانه دارایی‌ها و یا کاهش در مخارج اختیاری داشته باشد، سرمایه‌گذاران انتظار خواهند داشت که بیشترین ارزش ممکن را از دارایی‌های نقدی در این شرکت‌ها کسب کنند (گرینر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷).

نکته بااهمیت در ارتباط با تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی بر دارایی‌های نقدی، تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی است. بارث و تیلور<sup>۴</sup> (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<sup>۵</sup> (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

راهبری شرکتی ضعیفی هستند، بهتر است. بر اساس نتایج پژوهش دیتمار، مارت-اسمیت و سروس<sup>۱</sup> (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<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، هر دو نوع سازوکارهای داخلی و خارجی راهبری شرکتی، در تصمیمات مربوط به دارایی‌های نقدی مهم هستند. لی<sup>۳</sup> (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 افزایشدهنده سود را افزایش می‌دهند و بدین ترتیب، سطح بالای دارایی‌های نقدی منجر به 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<sup>۴</sup>، 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<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸).

1 Dittmar, Mahrt-Smith and Servaes

2 Al-Najjar and Clark

3 Lee

4 Dittmar and Mahrt-Smith

5 Sajid and Afza

### 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<sup>۱</sup> (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، با اهمیت 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 پذیرفته شده 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 تأیید 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<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین مدیریت سود و نقدینگی بازار، تأثیر کیفیت اطلاعات مبتنی بر ارقام 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



شرکتها در مدیریت سود، موجب کاهش کیفیت اطلاعات مالی می‌شود که آن هم منجر به سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و در نتیجه، 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 استانداردهای بین‌المللی را رعایت کرده و نظارت مؤثر بانکی دارند، وجه 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 ایالات متحده آمریکا در طی سال‌های ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۴ است. وی نتیجه گرفت که فعالیتهای واقعی افزایشده 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

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 ایالات متحده 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

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 راهبردی شرکتی شامل اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی بر سطح نگهداشت وجه نقد به این نتیجه رسیدند که بین درصد سرمایه‌گذاران 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 می‌گذارد. به‌طور کلی تأثیر مثبت و مستقیم تلاش‌های مدیریت فعالیتهای واقعی افزایش سود بر جریان‌های 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 افزایش 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 در نهایت موجب نابودی ارزش بلندمدت شرکت

می‌شود. پس منطقی به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران، مدیریت فعالیت‌های واقعی افزایش 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 افزایش سود را برای ارضای منافع خود به کار می‌برند، متأثر از درک سرمایه‌گذاران است، پشتیبانی می‌کند (مک‌نیکولز و استوبن، ۲۰۰۸). شواهد نشان می‌دهند که قیمت‌گذاری بازار از دارایی‌های نقدی با مشارکت مدیران در مدیریت فعالیت‌های واقعی افزایش 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). از این رو فرضیه دوم، این موضوع را آزمون می‌نماید 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 افزایش سود را به کار می‌برند، کمتر است.

برای بررسی بیشتر تأثیر مدیریت فعالیت‌های واقعی افزایش سود بر قیمت‌گذاری دارایی‌های 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

فرآیند گزارشگری مالی و حصول اطمینان از تخصیص بهینه منابع می‌شود. ژای، داویدسون و دابلت<sup>۱</sup> (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 در نتیجه 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 افزایشده 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، جمع‌آوری 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.

## جدول (۱): تعیین تعداد شرکت‌های نمونه و مشاهدات

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

## 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:

$$GAIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_2LMV_{i,t} + \beta_3Q_{i,t} + \beta_4INT_{i,t} + \beta_5SALES_{i,t} + \beta_6ISALE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱) \text{ مدل}$$

$$DISEXP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_2S_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲) \text{ مدل}$$

$$LNCASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1LNA_{i,t} + \beta_2CF_{i,t} + \beta_3NWC_{i,t} + \beta_4INDSIG_{i,t} + \beta_5MTB_{i,t} + \beta_6CAPX_{i,t} + \beta_7R\&D_{i,t} + \beta_8LEV_{i,t} + \beta_9DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳) \text{ مدل}$$

$$LNCASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1LNA_{i,t} + \beta_2CF_{i,t} + \beta_3NWC_{i,t} + \beta_4INDSIG_{i,t} + \beta_5MTB_{i,t} + \beta_6CAPX_{i,t} + \beta_7R\&D_{i,t} + \beta_8LEV_{i,t} + \beta_9DIV_{i,t} + \beta_{10}DA_{i,t} + \beta_{11}QaRAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴) \text{ مدل}$$

$$MVI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1E_{i,t} + \alpha_2\Delta E_{i,t} + \alpha_3\Delta E_{i,t+1} + \alpha_4R\&D_{i,t} + \alpha_5\Delta LR\&D_{i,t} + \alpha_6\Delta R\&D_{i,t+1} + \alpha_7DIV_{i,t} + \alpha_8\Delta LDIV_{i,t} + \alpha_9\Delta DIV_{i,t+1} + \alpha_{10}I_{i,t} + \alpha_{11}\Delta LI_{i,t} + \alpha_{12}\Delta LI_{i,t+1} + \alpha_{13}\Delta LTA_{i,t} + \alpha_{14}\Delta TAI_{i,t+1} + \alpha_{15}MVI_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۵) \text{ مدل}$$

$$MVI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1E_{i,t} + \alpha_2\Delta E_{i,t} + \alpha_3\Delta E_{i,t+1} + \alpha_4R\&D_{i,t} + \alpha_5\Delta LR\&D_{i,t} + \alpha_6\Delta R\&D_{i,t+1} + \alpha_7DIV_{i,t} + \alpha_8\Delta LDIV_{i,t} + \alpha_9\Delta DIV_{i,t+1} + \alpha_{10}I_{i,t} + \alpha_{11}\Delta LI_{i,t} + \alpha_{12}\Delta LI_{i,t+1} + \alpha_{13}\Delta NAI_{i,t} + \alpha_{14}\Delta LNA_{i,t+1} + \alpha_{15}\Delta MVI_{i,t+1} + \alpha_{16}DA_{i,t} + \alpha_{17}CASH_{i,t} + \alpha_{18}QaRAM_{i,t} + \alpha_{19}CASH_{i,t} * QaRAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۶) \text{ مدل}$$

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

لازم به ذکر است متغیرهایی که قبل از آن‌ها،  $\Delta L$  قرار گرفته است، مقدار تغییر سال جاری نسبت به سال قبل و متغیرهایی که قبل از آن‌ها،  $\Delta$  قرار گرفته است، مقدار تغییر سال آینده نسبت به سال جاری را نشان می‌دهند. در مدل (۱) (گانی، 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 زاروون، 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 می‌نماییم 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، 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 بر 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



## جدول (۲): متغیرهای شاخص کیفیت راهبردی 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	۰,۰۴۰۳۲۸۷۲۱
۴	ارائه صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه حسابرسی شده حداکثر ۶۰ روز پس از پایان دوره ۶ ماهه	۰,۰۳۹۵۰۰۹۲۲
۵	ارائه صورت‌های مالی سالانه حسابرسی نشده حداکثر ۶۰ روز پس از پایان سال مالی	۰,۰۳۷۷۴۵۳۲۶
۶	داشتن وبسایت فارسی و انگلیسی	۰,۱۰۸۸۰۳۵۳۱
۷	معرفی اعضای هیئت‌مدیره در گزارش‌های سالانه	۰,۰۵۷۲۲۶۶۲۷
۸	افشای جزئیات معاملات با اشخاص وابسته	۰,۰۹۵۱۶۷۲۳۹
۹	افشای حق‌الزحمه حسابرس	۰,۰۵۳۷۶۹۴۹
۱۰	افشای پاداش و دریافتی‌های اعضای هیئت‌مدیره	۰,۰۶۲۰۰۸۶۲۶
۱۱	اندازه هیئت‌مدیره	۰,۰۷۲۵۹۵۷۷۲
۱۲	درصد اعضای غیر اجرایی هیئت‌مدیره	۰,۰۸۸۰۵۱۶۴۶
۱۳	تاریخ آگهی دعوت به مجمع	۰,۰۳۲۹۹۹۹۹۵
۱۴	داشتن سیاست مدیریت ریسک	۰,۰۴۷۲۵۹۳۵۸

## 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	۱۰,۰۶۶	۹,۹۹۰	۱۵,۷۲۳	۴,۴۸۹	۱,۷۵۹
قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی	۱,۲۹۰	۰,۹۸۲	۷,۲۱۸	۰,۰۳۵	۱,۰۲۴
متغیرهای اصلی پژوهش					
مخارج اختیاری	۰,۰۷۶	۰,۰۶۰	۰,۴۹۹	۰,۰۰۲	۰,۰۵۴
سود غیرعادی فروش دارایی	۰,۰۰۰	-۰,۰۲۵	۲,۰۸۱	-۰,۲۲۲	۰,۲۰۳
شاخص راهبردی شرکتی	۰,۷۵۴	۰,۷۶۶	۰,۹۶۳	۰,۰۳۱	۰,۰۹۹
متغیرهای مربوط به مدیریت سود (مدل جونز تعدیل شده) همگن شده بر مبنای دارایی‌های ابتدای دوره					
اقدام تعهدی	۰,۰۱۹	۰,۰۰۸	۱,۰۰۲	-۰,۶۰۹	۰,۱۶۵
معکوس دارایی‌ها (ضرب در ۱۰۰۰)	۰,۰۰۲	۰,۰۰۱	۰,۰۳۸	۰,۰۰۰	۰,۰۰۳
فروش منهای حساب دریافتی	۰,۱۰۵	۰,۰۷۳	۳,۵۳۴	-۱,۹۶۳	۰,۴۰۸
اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	۰,۳۱۸	۰,۲۵۹	۲,۴۶۳	۰,۰۲۳	۰,۲۶۶

متغیرهای مستقل فرضیه اول					
۱۳,۸۱۸	۱۳,۶۳۱	۱۹,۱۰۶	۱۰,۴۹۳	۱,۳۲۴	تکراریم طبیعی دارایی‌ها
۰,۱۱۴	۰,۱۰۳	۰,۶۴۲	-۰,۳۱۳	۰,۱۳۰	جریان نقد عملیاتی
۰,۰۶۷	۰,۱۰۹	۰,۶۷۳	-۲,۷۰۵	۰,۳۵۰	سرمایه در گردش
۰,۰۸۰	۰,۰۷۶	۰,۰۹۵	۰,۰۷۳	۰,۰۰۷	سیکمای جریان نقد صنعت
۱,۲۹۰	۰,۹۸۲	۷,۲۱۸	۰,۰۳۵	۱,۰۲۴	ارزش بازار به دفتری
۰,۱۱۷	۰,۱۲۰	۰,۶۸۰	-۱,۸۷۱	۰,۲۱۱	مخارج سرمایه‌ای
۰,۰۶۶	۰,۰۵۳	۰,۴۶۱	۰,۰۰۲	۰,۰۴۹	پژوهش و توسعه
۰,۶۸۵	۰,۶۳۴	۳,۲۲۳	۰,۱۰۸	۰,۳۶۰	اهرم مالی
۰,۹۵۴	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۲۰۹	متغیر مصنوعی تقسیم سود
۰,۰۱۵	۰,۰۰۷	۰,۹۲۵	-۰,۵۸۳	۰,۱۶۱	اقدام تعهدی اختیاری
متغیرهای مستقل فرضیه دوم و سوم					
۰,۱۳۲	۰,۱۱۴	۰,۶۳۶	-۰,۶۴۵	۰,۱۶۰	سود
۰,۰۲۰	۰,۰۱۳	۰,۵۴۲	-۰,۵۶۵	۰,۱۰۸	تغییر سود
۰,۰۰۹	۰,۰۰۳	۰,۴۷۹	-۰,۴۷۲	۰,۱۱۶	تغییر سود آتی
۰,۰۶۵	۰,۰۵۳	۰,۴۶۱	۰,۰۰۵	۰,۰۴۸	هزینه‌های پژوهش و توسعه
۰,۰۱۳	۰,۰۰۹	۰,۴۴۳	-۰,۱۸۲	۰,۰۳۴	تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه
۰,۰۱۳	۰,۰۰۹	۰,۴۸۰	-۰,۴۳۶	۰,۰۴۴	تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه آتی
-۰,۰۴۸	-۰,۰۱۸	۰,۰۰۰	-۰,۴۵۱	۰,۰۷۴	سود تقسیمی
-۰,۰۰۷	۰,۰۰۰	۰,۳۷۴	-۰,۳۵۵	۰,۰۵۶	تغییر سود تقسیمی
-۰,۰۰۸	۰,۰۰۰	۰,۳۳۸	-۰,۳۰۲	۰,۰۴۸	تغییر سود تقسیمی آتی
۰,۰۴۸	۰,۰۳۶	۰,۴۰۳	۰,۰۰۰	۰,۰۵۰	هزینه‌های مالی
۰,۰۰۶	۰,۰۰۳	۰,۱۶۷	-۰,۴۰۳	۰,۰۳۴	تغییر هزینه‌های مالی
۰,۰۰۵	۰,۰۰۴	۰,۱۰۴	-۰,۳۰۱	۰,۰۲۷	تغییر هزینه‌های مالی آتی
۰,۱۲۱	۰,۱۳۱	۰,۶۸۱	-۱,۸۷۳	۰,۲۱۶	تغییر دارایی‌های غیر نقد
۰,۱۷۱	۰,۱۲۱	۲,۱۲۷	-۰,۶۵۲	۰,۲۸۵	تغییر دارایی‌های غیر نقد آتی
۰,۳۲۶	۰,۱۲۰	۵,۷۸۳	-۱,۷۵۶	۰,۸۷۶	تغییرات ارزش بازار
۰,۰۴۷	۰,۰۲۷	۰,۴۶۱	۰,۰۰۰	۰,۰۵۷	وجه نقد

## ۷-۲- نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. از آن جایی که متغیر اقدام تعهدی اختیاری یکی از متغیرهای پژوهش می‌باشد، بنابراین برای اندازه‌گیری متغیر مذکور، مدل تعدیل شده جونز<sup>۱</sup> (دیچاو و همکاران، ۱۹۹۵) برای مشاهدات موجود در هر سال و صنعت، جداگانه تخمین زده شد و مقادیر باقیمانده مدل، به عنوان اقدام تعهدی اختیاری در نظر گرفته شد. برای آزمون هر یک از فرضیه‌ها و به منظور افزایش قابلیت اتکا، جلوگیری از بروز خطای متغیرهای محذوف و همچنین تحلیل حساسیت، نتایج مربوط به

1 Modified Jones Model

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 افزایشدهنده 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 افزایشدهنده 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 در نتیجه 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 توضیح‌دهندگی آن‌هاست، دارای مقادیر نسبتاً بالا (حداقل ۰,۶۳) و قابل قبولی هستند. ضریب متغیرهای مربوط به مدیریت فعالیتهای واقعی افزایشدهنده سود، در تمامی تخمین‌ها مثبت می‌باشد و آماره  $t$  همگی آن‌ها بیش از ۲ و در نتیجه میزان معناداری آن‌ها نیز کمتر از ۰,۰۵ است. این موضوع، نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار مدیریت فعالیتهای واقعی افزایشدهنده 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. در نتیجه، می‌توان فرضیه اول پژوهش را پذیرفت.

## جدول (۴): نتایج تخمین مدل (۴) برای آزمون فرضیه اول

تخمین ۴		تخمین ۳		تخمین ۲		تخمین ۱		متغیر
آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	ضریب	
-۱.۷۷۸ (۰.۰۷۶)	-۱.۷۷۴	<sup>o</sup> -۱.۹۹۵ (۰.۰۴۷)	-۱.۴۷۳	-۱.۷۱۹ (۰.۰۸۶)	-۱.۷۴۰	-۱.۶۸۵ (۰.۰۹۳)	-۱.۶۹۴	عرض از مبدأ
<sup>***</sup> ۲۳.۰۲۴ (۰.۰۰۰)	۱.۰۲۲	<sup>***</sup> ۳۱.۸۲۴ (۰.۰۰۰)	۰.۹۹۷	<sup>***</sup> ۲۲.۸۴۴ (۰.۰۰۰)	۱.۰۳۰	<sup>***</sup> ۲۲.۳۶۱ (۰.۰۰۰)	۰.۹۹۴	لگاریتم طبیعی دارایی‌ها
<sup>o</sup> ۱.۹۸۰ (۰.۰۴۸)	۱.۰۱۱	<sup>***</sup> ۴.۲۷۳ (۰.۰۰۰)	۱.۵۵۷	۱.۹۵۸ (۰.۰۵۱)	۱.۰۰۲	<sup>o</sup> ۲.۲۱۶ (۰.۰۲۷)	۱.۱۴۳	جریان نقد عملیاتی
<sup>***</sup> ۵.۷۲۱ (۰.۰۰۰)	۱.۴۷۶	<sup>***</sup> ۶.۹۰۴ (۰.۰۰۰)	۱.۳۱۷	<sup>***</sup> ۵.۷۰۵ (۰.۰۰۰)	۱.۴۸۸	<sup>***</sup> ۵.۸۶۰ (۰.۰۰۰)	۱.۴۹۳	سرمایه در گردش
<sup>***</sup> -۵.۱۴۴ (۰.۰۰۰)	-۴۷.۳۵۴	<sup>***</sup> -۶.۶۰۳ (۰.۰۰۰)	-۴۱.۳۰۳	<sup>***</sup> -۵.۱۵۰ (۰.۰۰۰)	-۴۷.۴۹۶	<sup>***</sup> -۴.۵۰۳ (۰.۰۰۰)	-۳۸.۶۸۲	سیگمای جریان نقد صنعت
<sup>o</sup> ۲.۴۵۰ (۰.۰۱۵)	۰.۱۴۰	<sup>o</sup> ۲.۵۱۱ (۰.۰۱۲)	۰.۱۰۷	<sup>o</sup> ۲.۴۲۸ (۰.۰۱۶)	۰.۱۴۱	<sup>o</sup> ۲.۴۳۱ (۰.۰۱۵)	۰.۱۴۳	ارزش بازار به دفتری
۱.۶۳۵ (۰.۱۰۳)	۰.۴۴۴	<sup>o</sup> ۲.۳۷۹ (۰.۰۱۸)	۰.۴۰۵	۱.۵۴۹ (۰.۱۲۲)	۰.۴۲۳	۰.۸۴۲ (۰.۳۹۹)	۰.۲۲۱	مخارج سرمایه- ای
<sup>o</sup> ۲.۵۴۹ (۰.۰۱۱)	۶.۸۲۶	۱.۶۵۵ (۰.۰۹۹)	۱.۴۱۰	<sup>o</sup> ۲.۵۲۹ (۰.۰۱۲)	۶.۸۴۷	۱.۰۴۰ (۰.۳۹۹)	۱.۳۶۲	پژوهش و توسعه
۱.۴۰۸ (۰.۱۶۰)	۰.۳۴۶	۱.۴۸۳ (۰.۱۳۹)	۰.۲۷۳	۱.۴۱۲ (۰.۱۵۹)	۰.۳۵۱	۱.۶۰۳ (۰.۱۱۰)	۰.۳۹۰	اهرم مالی
۱.۵۶۹ (۰.۱۱۷)	۰.۴۵۶	<sup>***</sup> ۳.۱۸۸ (۰.۰۰۲)	۰.۶۵۱	۱.۵۱۹ (۰.۱۲۹)	۰.۴۵۰	۱.۶۷۹ (۰.۰۹۴)	۰.۴۹۷	متغیر مصنوعی تقسیم سود
<sup>o</sup> -۲.۲۶۶ (۰.۰۲۴)	-۱.۰۴۸	<sup>o</sup> -۲.۲۲۸ (۰.۰۲۶)	-۰.۷۱۱	<sup>o</sup> -۲.۲۴۷ (۰.۰۲۵)	-۱.۰۴۵	<sup>o</sup> -۲.۰۴۶ (۰.۰۴۱)	-۰.۹۳۳	اقدام تعهدی اختیاری
<sup>o</sup> ۲.۱۱۹ (۰.۰۳۵)	۰.۴۱۶					<sup>o</sup> ۲.۰۶۶ (۰.۰۳۹)	۰.۴۲۷	سود غیرعادی فروش دارایی
<sup>o</sup> ۲.۲۰۷ (۰.۰۲۸)	۵.۸۰۰			<sup>o</sup> ۲.۲۲۳ (۰.۰۲۷)	۵.۸۸۹			مخارج غیرعادی
		<sup>o</sup> ۲.۰۲۴ (۰.۰۴۴)	۰.۳۵۹					مدیریت فعالیت‌های واقعی
			کنترل شد					اثرات ثابت سال
			کنترل شد					اثرات ثابت صنعت
۰.۶۲۹	۰.۶۴۱	۰.۷۹۶	۰.۸۰۲	۰.۶۲۷	۰.۶۳۹	۰.۶۲۵	۰.۶۳۷	R <sup>2</sup> (تعدیل شده)
۰.۰۰۰	۵۰.۴۶۹	۰.۰۰۰	۹۵.۵۳۰	۰.۰۰۰	۵۳.۰۱۸	۰.۰۰۰	۵۲.۶۳۸	آماره F (معناداری)

<sup>o</sup> معنادار در سطح ۹۵٪<sup>\*\*</sup> معنادار در سطح ۹۹٪<sup>\*\*\*</sup> معنادار در سطح ۹۹.۹٪

### ۷-۲-۲- آزمون فرضیه دوم

**فرضیه دوم پژوهش:** قیمت‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی در شرکت‌هایی که مدیریت فعالیت‌های واقعی افزایش‌دهنده 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 افزایش‌دهنده 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 در نتیجه 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 توضیح‌دهندگی آن‌هاست، دارای مقادیر نسبتاً بالا (حداقل ۰,۷۳) 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 در نتیجه 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 افزایش‌دهنده 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

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

### جدول (۵): نتایج تخمین مدل (۶) برای آزمون فرضیه دوم

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	۰,۳۹۱	***۵,۲۳۳ (۰,۰۰۰)	۰,۳۲۰	***۳,۱۳۲ (۰,۰۰۲)	۰,۴۰۸	***۴,۴۲۹ (۰,۰۰۰)	۰,۲۹۷	***۳,۲۸۳ (۰,۰۰۱)
سود	۱,۳۷۹	***۴,۶۳۳ (۰,۰۰۰)	۱,۳۶۶	***۴,۰۳۹ (۰,۰۰۰)	۱,۶۹۱	***۴,۶۳۲ (۰,۰۰۰)	۱,۳۴۹	***۴,۵۲۹ (۰,۰۰۰)
تغییر سود	-۰,۴۲۹	-۱,۳۹۸ (۰,۱۶۳)	-۰,۳۲۵	-۰,۹۳۴ (۰,۳۵۱)	-۰,۵۲۲	-۱,۳۸۴ (۰,۱۶۷)	-۰,۴۶۵	-۱,۵۱۱ (۰,۱۳۲)
تغییر سود آتی	۰,۴۴۶	۱,۹۲۹ (۰,۰۵۵)	۰,۲۸۳	۱,۰۹۴ (۰,۲۷۴)	۰,۴۰۸	۱,۴۴۸ (۰,۱۵۸)	۰,۴۴۱	۱,۹۱۲ (۰,۰۵۷)
هزینه‌های پژوهش و توسعه	۱,۲۶۴	*۱,۸۸۹ (۰,۰۴۷)	۱,۹۲۲	۱,۵۹۳ (۰,۱۱۲)	۱,۰۶۱	۱,۳۴۴ (۰,۱۸۰)	۲,۶۴۱	*۲,۴۶۱ (۰,۰۱۴)
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه	-۱,۱۷۴	-۱,۲۷۰ (۰,۲۰۵)	-۱,۰۵۵	-۰,۹۸۹ (۰,۳۲۳)	-۱,۱۱۸	-۰,۹۷۵ (۰,۳۳۰)	-۱,۰۵۱	-۱,۱۲۰ (۰,۲۶۴)
تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه آتی	۰,۱۵۷	۰,۲۸۸ (۰,۷۷۴)	۰,۱۹۲	۰,۳۰۱ (۰,۷۶۳)	۰,۰۹۸	۰,۱۴۵ (۰,۸۸۵)	۰,۱۲۰	۰,۲۱۵ (۰,۸۳۰)
سود تقسیمی	-۲,۵۴۹	***-۵,۱۴۰ (۰,۰۰۰)	-۲,۴۶۷	***-۴,۴۲۰ (۰,۰۰۰)	-۱,۷۵۹	**۲,۹۰۱ (۰,۰۰۴)	-۲,۵۳۴	**۵,۱۲۲ (۰,۰۰۰)
تغییر سود تقسیمی	-۱,۷۳۲	***-۳,۸۶۶ (۰,۰۰۰)	-۱,۳۹۱	**۲,۷۵۶ (۰,۰۰۶)	-۱,۲۵۱	*۲,۳۷۵ (۰,۰۲۳)	-۱,۷۵۱	***-۳,۹۱۳ (۰,۰۰۰)
تغییر سود تقسیمی آتی	-۰,۴۶۵	-۰,۸۳۴ (۰,۴۰۵)	-۰,۱۹۵	-۰,۳۱۲ (۰,۷۵۵)	-۰,۳۷۵	-۰,۵۵۱ (۰,۵۸۲)	-۰,۵۰۵	-۰,۹۰۴ (۰,۳۶۶)
هزینه‌های مالی	-۲,۷۷۸	***-۵,۶۳۹ (۰,۰۰۰)	-۳,۰۳۰	***-۵,۴۰۱ (۰,۰۰۰)	-۳,۴۱۲	***-۵,۵۹۳ (۰,۰۰۰)	-۲,۷۱۰	***-۵,۴۹۷ (۰,۰۰۰)
تغییر هزینه‌های مالی	-۱,۷۵۵	**۲,۶۶۱ (۰,۰۰۸)	-۱,۶۲۰	*۲,۱۸۷ (۰,۰۲۹)	-۱,۹۱۶	*۲,۳۵۳ (۰,۰۱۹)	-۱,۷۱۶	**۲,۶۰۷ (۰,۰۱۰)
تغییر هزینه‌های مالی آتی	-۰,۷۱۳	-۰,۸۳۷ (۰,۴۰۳)	-۰,۴۱۲	-۰,۴۲۸ (۰,۶۶۹)	-۰,۳۹۳	-۰,۳۷۲ (۰,۷۱۰)	-۰,۷۳۳	-۰,۸۶۰ (۰,۳۹۰)
تغییر دارایی‌های غیر نقد	۰,۰۸۱	۰,۷۴۱ (۰,۴۵۹)	۰,۱۱۹	۰,۹۰۳ (۰,۳۶۷)	۰,۱۱۹	۰,۸۹۴ (۰,۳۷۲)	۰,۱۵۲	۱,۳۰۸ (۰,۱۹۲)
تغییر دارایی‌های غیر نقد آتی	۰,۳۰۹	***۳,۷۱۰ (۰,۰۰۰)	۰,۳۱۶	***۳,۳۵۵ (۰,۰۰۱)	۰,۳۰۴	**۳,۹۵۰ (۰,۰۰۳)	۰,۳۰۸	**۳,۷۰۰ (۰,۰۰۰)
تغییرات ارزش بازار	۰,۸۲۰	***۲,۴۸۸ (۰,۰۰۰)	۰,۸۶۷	***۲,۵۹۱ (۰,۰۰۰)	۰,۸۵۰	***۲,۱۵۷۲ (۰,۰۰۰)	۰,۸۱۹	**۲,۴۴۲ (۰,۰۰۰)
اقدام تعهدی اختیاری	۰,۰۶۳	۰,۳۶۳ (۰,۷۱۷)	۰,۰۳۴	۰,۱۷۱ (۰,۸۶۴)	-۰,۱۳۸	-۰,۶۶۱ (۰,۵۰۹)	۰,۰۵۹	۰,۳۳۸ (۰,۷۳۵)
وجه نقد	۲,۱۲۲	***۵,۰۰۹ (۰,۰۰۰)	۲,۴۱۷	***۴,۸۹۸ (۰,۰۰۰)	۲,۳۹۲	***۴,۶۶۵ (۰,۰۰۰)	۲,۲۸۹	***۵,۱۶۵ (۰,۰۰۰)

۰,۶۴۲	۰,۱۲۷				۰,۵۵۶	۰,۱۱۰	سود غیرعادی
(۰,۵۲۲)					(۰,۵۷۸)		فروش دارایی
*-۲,۱۷۱	-۵,۶۴۰				*-۲,۰۶۶	-۵,۳۶۱	وجه نقد * سود غیرعادی فروش
(۰,۰۳۱)					(۰,۰۴۰)		دارایی
۱,۱۲۴	۱,۲۹۱		۰,۵۳۶	۰,۶۹۵			مخارج غیرعادی
(۰,۲۶۲)			(۰,۵۹۲)				
۰,۹۷۴	۷,۶۸۴		۱,۲۲۳	۱۰,۸۷۰			وجه نقد * مخارج غیرعادی
(۰,۳۳۱)			(۰,۲۲۲)				
		-۰,۱۲۰	-۰,۰۲۸				مدیریت فعالیت-
		(۰,۹۰۴)					های واقعی
		-۱,۵۶۸	-۴,۷۳۵				وجه نقد *
		(۰,۱۱۸)					مدیریت فعالیت-
							های واقعی
			کنترل شد				اثرات ثابت سال
			کنترل شد				اثرات ثابت صنعت
۰,۸۳۲	۰,۸۴۳	۰,۷۷۳	۰,۷۸۷	۰,۸۰۶	۰,۸۱۸	۰,۸۳۱	$R^2$ (تعدیل شده)
۰,۰۰۰	۷۳,۴۳۹	۰,۰۰۰	۵۶,۳۲۳	۰,۰۰۰	۶۷,۹۳۶	۰,۰۰۰	آماره F (معناداری)
							* 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 افزایش‌دهنده سود، برای شرکت‌هایی با راهبردی شرکتی قوی نسبت به شرکت‌هایی با راهبردی شرکتی ضعیف، بالاتر است.

برای آزمون این فرضیه، نمونه پژوهش با توجه به متغیر راهبردی شرکتی، به دو گروه با راهبردی شرکتی قوی و ضعیف رتبه‌بندی می‌شود. معیار رتبه‌بندی، میانه متغیر راهبردی 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 افزایش‌دهنده سود، یعنی سود غیرعادی فروش دارایی، مخارج غیرعادی و مجموع آن‌ها در مدل مذکور، در شرکت‌های دارای راهبردی شرکتی قوی، نسبت به شرکت‌های دارای راهبردی شرکتی ضعیف، به‌طور معناداری بیشتر باشد، فرضیه سوم پذیرفته می‌شود. برای مقایسه معنادار بودن اختلاف ضریب، از آزمون کلاگ<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) استفاده می‌شود.

## 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 در نتیجه 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 توضیح‌دهندگی آن‌هاست، دارای مقادیر نسبتاً بالا (حداقل ۰,۷۲) 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 افزایش 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. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود.



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

راهبری شرکتی قوی		راهبری شرکتی ضعیف		متغیر
ضریب	آماره t (prob)	ضریب	آماره t (prob)	
۰,۵۶۸	***۳,۴۱۵ (۰,۰۰۱)	۰,۳۴۶	***۴,۲۰۶ (۰,۰۰۰)	عرض از مبدأ
۱,۳۲۴	۱,۸۱۷ (۰,۰۷۱)	۱,۳۳۳	***۴,۱۷۶ (۰,۰۰۰)	سود
-۰,۳۲۹	-۰,۴۵۵ (۰,۶۵۰)	-۰,۴۰۲	-۱,۲۱۳ (۰,۲۲۷)	تغییر سود
۰,۲۱۷	۰,۴۲۳ (۰,۶۷۲)	۱,۰۱۴	***۳,۷۳۴ (۰,۰۰۰)	تغییر سود آتی
-۱,۸۲۹	-۱,۰۵۱ (۰,۲۹۵)	۱,۸۶۵	**۲,۸۱۲ (۰,۰۰۵)	هزینه‌های پژوهش و توسعه
۰,۹۰۳	۰,۲۸۹ (۰,۷۷۳)	-۱,۵۱۱	-۱,۸۱۰ (۰,۰۷۲)	تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه
۱,۴۸۷	۰,۷۹۹ (۰,۴۲۵)	۰,۱۴۴	۰,۲۹۰ (۰,۷۷۲)	تغییر هزینه‌های پژوهش و توسعه آتی
-۱,۴۴۶	-۱,۲۸۸ (۰,۱۹۹)	-۲,۴۰۸	***-۴,۴۳۵ (۰,۰۰۰)	سود تقسیمی
-۰,۱۰۲	-۰,۱۱۷ (۰,۹۰۷)	-۱,۱۲۲	-۱,۸۹۱ (۰,۰۶۰)	تغییر سود تقسیمی
-۰,۲۶۵	-۰,۲۲۷ (۰,۸۲۱)	-۱,۱۴۷	-۱,۶۳۹ (۰,۱۰۳)	تغییر سود تقسیمی آتی
-۴,۸۵۶	***-۴,۴۲۶ (۰,۰۰۰)	-۱,۵۱۶	**۲,۶۱۶ (۰,۰۱۰)	هزینه‌های مالی
-۳,۰۶۶	***-۲,۳۶۴ (۰,۰۱۹)	-۱,۳۲۱	-۱,۵۰۱ (۰,۱۳۵)	تغییر هزینه‌های مالی
-۰,۰۳۸	-۰,۰۲۲ (۰,۹۸۳)	-۲,۲۸۵	***-۲,۰۹۵ (۰,۰۳۸)	تغییر هزینه‌های مالی آتی
-۰,۰۳۴	-۰,۱۰۴ (۰,۹۱۷)	۰,۱۶۹	۱,۵۸۰ (۰,۱۱۶)	تغییر دارایی‌های غیر نقد
۰,۳۱۵	۱,۶۱۵ (۰,۱۰۸)	۰,۳۴۶	***۳,۹۶۲ (۰,۰۰۰)	تغییر دارایی‌های غیر نقد آتی
۰,۸۴۵	***۱۳,۶۸۸ (۰,۰۰۰)	۰,۷۵۴	***۱۷,۵۰۰ (۰,۰۰۰)	تغییرات ارزش بازار
۰,۷۳۰	**۲,۰۵۳ (۰,۰۴۲)	۰,۰۹۲	۰,۴۴۴ (۰,۶۵۷)	اقلام تعهدی اختیاری
۴,۳۵۶	***۴,۲۸۷ (۰,۰۰۰)	۱,۱۸۷	**۲,۶۵۳ (۰,۰۰۹)	وجه نقد
-۰,۷۴۴	-۰,۷۵۸ (۰,۴۴۹)	۰,۲۸۳	۱,۳۹۲ (۰,۱۶۶)	سود غیرعادی فروش دارایی
۲,۵۱۱	۰,۳۲۵ (۰,۷۴۶)	-۱,۰۷۷۵	**۳,۰۴۴ (۰,۰۰۳)	وجه نقد* سود غیرعادی فروش دارایی
				اثرات ثابت سال
				اثرات ثابت صنعت
۰,۷۶۱	۰,۷۲۷	۰,۸۸۹	۰,۸۷۳	R <sup>2</sup> (تعدیل شده)
۲۱,۹۵۵	۰,۰۰۰	۵۶,۵۰۶	۰,۰۰۰	آماره F (معناداری)
نتایج آزمون کلاگ				
	۲,۵۱۱		-۱,۰۷۷۵	ضریب اثر تعاملی
	۷,۷۲۹		۳,۵۳۹	انحراف استاندارد ضریب
		۲۲,۰۳۹	(۰,۰۰۰)	آماره t آزمون (معنی داری)

## ۸- بحث و نتیجه‌گیری

مدیریت فعالیت‌های واقعی افزایش 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.

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 افزایش‌دهنده 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 افزایش‌دهنده سود با میزان دارایی‌های نقدی، رابطه مثبت و معناداری دارد. به بیان دیگر، نتایج نشان می‌دهد تلاش‌های مدیریت فعالیت‌های واقعی افزایش‌دهنده 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 گاننس (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 افزایش‌دهنده 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 افزایش‌دهنده سود را به کار می‌برند، کمتر قیمت‌گذاری می‌کند. به بیان دیگر، نتایج نشان می‌دهد مدیران از طریق مدیریت فعالیت‌های واقعی افزایش‌دهنده 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 ائتلاف

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 افزایشده سود، برای شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی نسبت به شرکت‌هایی با راهبری شرکتی ضعیف، بالاتر است. به بیان دیگر، 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 گانسنس (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 شونده‌گی بازار به عنوان پیش‌شرط

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 به‌نحوی که 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 جریان نقدی و تصمیم‌های آن‌ها دارد و حساب‌برسان 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: ۳۷-۷۰.

- 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.
- رسانیان، 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 اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد. *بررسی‌های حسابداری* ۴(۱۶): ۱۱۰-۹۱.
- کردتبار، حسین و امیر رسانیان. (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.

- 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 Economics**, 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.

- 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>**.