

بیش سرمایه‌گذاری، نوع مدیریت سود متعاقب آن و دوره تصدی مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

دکتر ولی خدادادی

دکتر عباس افلاطونی

محمد نوروزی *

محمد محب خواه

چکیده

تحقیق حاضر به بررسی تأثیر بیش سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود و تأثیر تعدیلی دوره تصدی مدیرعامل بر این رابطه در ۱۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۴ می‌پردازد. هدف اصلی پژوهش، بررسی این موضوع است که آیا مدیران پس از بیش سرمایه‌گذاری، متعاقباً انگیزه‌هایی برای تحریف اطلاعات مالی از طریق مدیریت سود به نفع انتظارات سهامداران درباره بازده سرمایه‌گذاری دارند؟ به منظور آزمون فرضیه‌ها و الگوها از داده‌های ترکیبی با روش برآورد حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بیش سرمایه‌گذاری فعلی شرکت‌ها با مدیریت سود متعاقب آنکه به

دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران.

استادیار حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران.

* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران.

* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: ولی خدادادی (Email: vkhodadadi@scu.ac.ir)

تاریخ پذیرش: ۹۶/۵/۲۸

تاریخ دریافت: ۹۵/۳/۲۵

دو طریق استفاده فرصت طلبانه از اقلام تعهدی (مدیریت اقلام تعهدی) و دستکاری فروش (مدیریت سود واقعی) انجام شده است، ارتباط مستقیم و معناداری دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که تأثیر بیش سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود واقعی در مورد مدیران عامل با دوره تصدی بالا صادق است اما دوره تصدی مدیرعامل تأثیری بر ارتباط بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت اقلام تعهدی ندارد. بنابراین، اعمال مدیریت سود واقعی در مقایسه با مدیریت اقلام تعهدی نیاز بیشتری به قدرت مدیرعامل دارد که این قدرت از طریق افزایش دوره تصدی به دست می‌آید.

واژه‌های کلیدی: بیش سرمایه‌گذاری، مدیریت سود واقعی، مدیریت اقلام تعهدی، دوره تصدی مدیر عامل.

مقدمه

در برخی مواقع مدیران، سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام می‌دهند که خالص ارزش فعلی^۱ جریان‌های نقدی آنها منفی است (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶). به‌طور مثال، نوعی از این سرمایه‌گذاری‌های ناکارا، سرمایه‌گذاری بیش از مقدار بهینه (بیش سرمایه‌گذاری) است (شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۹). نتایج پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که مدیران عامل شرکت‌ها به این دلیل بیش سرمایه‌گذاری می‌کنند که بتوانند به اهداف شخصی مانند افزایش منابع تحت کنترل یا افزایش نفوذ و اعتبار دست یابند (استولز، ۱۹۹۰)، یا اینکه این مدیران عامل بیش از حد درباره توانایی‌های خود خوش‌بین هستند (مالمیندر و تیت، ۲۰۰۵). کیفیت گزارشگری مالی^۲ به عنوان یک مکانیزم نظارتی، توان بیش سرمایه‌گذاری مدیران را کاهش می‌دهد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶). در تحقیقات، مدیریت سود و تصمیمات سرمایه‌گذاری از هم جدا فرض می‌شوند (مک نیکولز و استوبن، ۲۰۰۸). در واقع اشخاص درگیر در تصمیمات سرمایه‌گذاری ممکن است به‌طور ناآگاهانه از فعالیت‌های مدیریت سود بی‌اطلاع باشند. اگر این‌گونه باشد، تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها ممکن است بر مبنای اطلاعات حسابداری انجام شود که آنها معتقدند این اطلاعات حسابداری، انعکاسی از ظرفیت واقعی شرکت برای خلق ثروت برای سهامداران شرکت است.

بر خلاف تحقیقات قبلی (مانند حیدرپور و احسانی طباطبایی، ۱۳۹۴؛ محمدزاده و

همکاران، ۱۳۹۴) اعتقاد ما این است که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و بویژه مدیران عامل در تصمیمات بیش سرمایه گذاری تأثیرگذار هستند و رفتار سرمایه گذاری ناکارای خود را از طریق مدیریت سود در دوره‌های بعدی پنهان می‌کنند. بنابراین، به بیش سرمایه گذاری به عنوان انگیزه مدیریت برای دستکاری و تحریف سودها توجه می‌شود. به منظور بررسی ارتباط بین بیش سرمایه گذاری و مدیریت سود بین دو نوع مدیریت سود واقعی^۳ و مدیریت ارقام تعهدی^۴ تمایز قائل خواهیم شد. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود که رابطه بین بیش سرمایه گذاری و مدیریت سود متعاقب آن مشروط به دوره تصدی مدیرعامل نیز باشد، چون که تنها مدیران عامل با دوره تصدی بالا اختیارات (و قدرت مدیریتی) بالایی دارند و توانایی انجام هر دو نوع مدیریت سود را دارند. طبق دیدگاه **فردریکسون و همکاران (۱۹۸۸)** اولین سال‌های تصدی مدیرعامل همزمان با دوره قابلیت آسیب‌پذیری شدید است. در واقع مدیران عامل جدید، شدیداً توسط هیئت‌مدیره و سهامداران کنترل می‌شوند و آنها نیاز به زمان دارند تا شایستگی مدیریتی خود را در شرکت نشان دهند (شن، ۲۰۰۳). در ادامه مدیران عامل احتمالاً در شرکت قدرت بیشتری به دست می‌آورند (**همبریک و فاکوتومی، ۱۹۹۱**). با توجه به این که دوره تصدی طولانی‌تر احتمالاً تأثیرگذاری شرکت بر تخصیص منابع شرکت و رویه‌های حسابداری را افزایش می‌دهد انتظار می‌رود تأثیر بیش سرمایه گذاری بر مدیریت سود به دوره تصدی مدیرعامل نیز ارتباط داشته باشد.

مبانی نظری پژوهش

مدیریت سود در راستای پنهان نمودن ناکارایی سرمایه گذاری
یک پروژه سرمایه گذاری زمانی که خالص ارزش فعلی مثبت دارد باید انجام شود. اما مدیران انگیزه‌هایی دارند تا از طریق انجام بیش سرمایه گذاری^۵ باعث افزایش بیش از حد اندازه شرکت متبوع خود شوند (**جنسن، ۱۹۸۶**)، برای مثال، از طریق ساختن امپراطوری مدیریت (**شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۹**). بیش سرمایه گذاری منابع تحت کنترل مدیرعامل را افزایش می‌دهد و باعث افزایش نفوذ و پاداش وی می‌شود (**مورفی، ۱۹۹۹**).

گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی^۶ بین مدیران و سهامداران درباره تصمیمات

سرمایه‌گذاری را کاهش دهد (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱). زمانی که کیفیت اطلاعات حسابداری بالا باشد سهامداران قادر به نظارت کافی بر مدیران در اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خواهند بود تا بدین وسیله مسئله بیش سرمایه‌گذاری کاهش و کارایی سرمایه‌گذاری افزایش یابد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). اگر تصمیمات بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود جدا از هم گرفته شوند، همانطور که مک‌نیکولز و استوبن (۲۰۰۸) نشان دادند مدیریت سود می‌تواند پیش‌بینی رشد شرکت را مخدوش کرده و منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری نادرست (بیش سرمایه‌گذاری) شود. در این شرایط مدیران انگیزه‌هایی دارند تا متعاقب بیش سرمایه‌گذاری انجام شده، کیفیت گزارشگری مالی را کاهش دهند. انگیزه‌هایی مانند تغییر قیمت سهام (تئو و همکاران، ۱۹۹۸)، تملک سهام توسط مدیریت (وو، ۱۹۹۷) و کنترل (ایستروود، ۱۹۹۷) در تحقیقات قبلی برای مدیریت سود معرفی شده‌اند. مدیران عامل از طریق مدیریت سود به طور فرصت طلبانه‌ای سرمایه‌گذاران بالقوه، سهامداران، قانون‌گذاران، مشتریان و سایرین را گمراه می‌نمایند. اما در پژوهش حاضر، نمونه دیگری از انگیزه‌های مدیرعامل به نام بیش سرمایه‌گذاری برای تأثیرگذاری بر گزارشگری مالی معرفی خواهد شد. مدیران عاملی که بیش سرمایه‌گذاری می‌کنند، سرمایه‌گذاری ناکارای خود را از طریق مدیریت سود پنهان می‌کنند تا نشان دهند که انتظارات سهامداران برآورده شده است.

مدیران عامل برای گمراه کردن سهامداران درباره سرمایه‌گذاری ناکارا از دو نوع مدیریت سود واقعی و تعهدی استفاده می‌کنند. اندازه‌گیری اقلام تعهدی بر اساس برآوردهایی قرار دارد که مدیرعامل می‌تواند به طور فرصت طلبانه این اقلام را مدیریت نموده و سهامداران را درباره استفاده صحیح از منابع تحت اختیار خود گمراه کند (دی‌مئو، ۲۰۱۴). دستکاری فعالیت‌های واقعی به عنوان انحراف از فعالیت‌های عملیاتی تعریف می‌شود و انگیزه مدیر این است تا حداقل برخی سهامداران را با اعتقاد به اینکه اهداف گزارشگری مالی در فعالیت‌های عملیاتی برآورده شده است، گمراه نمایند. مدیران می‌توانند حجم فروش را دستکاری نمایند؛ به طور مثال، با دادن اعتبار بیشتر به خریداران به منظور افزایش حجم فروش (اما به قیمت افزایش ریسک شرکت). مدیران همچنین می‌توانند هزینه‌های اختیاری^۷ (مانند هزینه‌های تحقیق و

توسعه، هزینه تبلیغات و هزینه‌های فروش، عمومی و اداری) را به تعویق بیندازند تا سود فعلی را افزایش دهند و آمار تولید را بیش از واقع نشان دهند (روی چادری، ۲۰۰۶). تأثیر کوتاه‌مدت دستکاری فعالیت‌های عملیاتی متورم شدن فوری عملکرد شرکت است، که باعث می‌شود سهامداران معتقد به کارایی^۸ سرمایه‌گذاری‌ها شوند. از جمله تفاوت‌های مدیریت اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی می‌توان به موارد زیر اشاره نمود (گانی، ۲۰۰۹):

۱. برخلاف مدیریت اقلام تعهدی، مدیریت سود واقعی با تغییر در فعالیت‌های عملیاتی همراه است و بر جریان نقدی آینده، تأثیر مستقیم می‌گذارد.
۲. مدیران به منظور مدیریت سود واقعی آزادی عمل بیشتری دارند در حالی که در مورد مدیریت اقلام تعهدی، احتمال کشف بیشتری در بررسی‌های حسابرسی و دادگاهی وجود دارد.
۳. برای مدیران، ریسک و هزینه‌های شخصی مدیریت اقلام تعهدی بیشتر است، در حالی که برای واحد تجاری، معمولاً مدیریت واقعی سود هزینه‌های بیشتری را در بر دارد. برای مثال، تولید اضافی باعث تحمیل هزینه‌های نگهداری و انبارداری بیشتر به شرکت می‌گردد.
۴. اغلب، مدیریت سود واقعی در طی دوره مالی اتفاق می‌افتد در حالی که مدیریت اقلام تعهدی معمولاً در پایان دوره مالی به وقوع می‌پیوندد.

تأثیر تعدیلی دوره تصدی مدیرعامل بر ارتباط بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود

اینکه مدیرعامل بتواند بیش سرمایه‌گذاری را از طریق مدیریت سود واقعی و اقلام تعهدی پنهان کند بستگی به توانایی وی برای انجام مدیریت سود دارد. مدیران عامل با دوره تصدی^۹ بالا، بهتر قادر به انجام مدیریت سود هستند. قدرت ایجاد تغییر توسط مدیرعامل در طی دوره تصدی تغییر می‌کند. مدیرعامل جدید نیاز به افزایش اعتبار و اختیارات قانونی خود در بین مدیران شرکت دارد. این اختیارات عموماً مستلزم این است که مدیرعامل جدید انتظارات سهامداران و هیئت‌مدیره را برآورده نماید. بنابراین، در سال‌های اول تصدی انتظار داریم مدیران از منابع شرکت به طور کارایی استفاده نمایند و در مورد سیاست‌های گزارشگری مالی محافظه کارانه‌تر (کیان و همکاران، ۲۰۱۵) رفتار نمایند. بنابراین، مدیرعامل جدید کمتر تمایل به بیش سرمایه‌گذاری و متعاقب آن مدیریت سود دارد؛ زیرا وی به شدت تحت نظارت است.

با افزایش دوره تصدی مدیر عامل تأثیر گذاری خود بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و رویه‌های حسابداری را افزایش می‌دهد و درباره توانایی‌ها و تصمیم‌گیری‌های خود دچار خوش‌بینی مفرط می‌شود (همبریک و فاکوتومی، ۱۹۹۱). بنابراین، با توجه به اینکه دوره تصدی مدیر عامل تأثیر مستقیمی بر اثرگذاری وی در تخصیص منابع شرکت و فرایند گزارشگری مالی دارد، انتظار بر این است که رابطه مستقیم بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود متعاقب آن در مورد مدیران عامل جدید صدق نکند. بنابراین، انتظار داریم مدیر عامل با دوره تصدی بالا اقدام به بیش سرمایه‌گذاری نموده و متعاقباً مدیریت سود انجام دهند.

پیشینه پژوهش

لی و کو (۲۰۱۷) در تحقیقی تأثیر پاداش مدیران بر مدیریت سود را با تأکید بر فرصت‌های رشد بررسی نمودند. نتایج نشان داد پاداش مدیران تأثیر مثبتی بر مدیریت سود دارد و در شرکت‌هایی که فرصت رشد کمتری دارند، پاداش مدیران، انگیزه آنها برای مدیریت سود را افزایش می‌دهد. همچنین نتایج بیانگر این بود که نتایج به‌دست آمده در دوران بحران مالی نیز صادق هستند. **سالم و الذویبی (۲۰۱۶)** تأثیر ساختار مالکیت بر مدیریت سود را در ۶۲ شرکت اردنی بررسی نمودند. نتایج نشان داد از بین عوامل ساختار مالکیت متغیرهای مالکیت مدیریت، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، مالکیت خانوادگی و مالکیت سهامدار خارجی، تأثیر معناداری بر مدیریت سود دارند، ولی استقلال اعضای هیئت‌مدیره تأثیری بر مدیریت سود ندارد.

لی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی تأثیر تخصص اعضای هیئت‌مدیره را بر فعالیت‌های مدیریت سود واقعی در ۴۶۹۰ سال-شرکت تایوانی در بازه ۲۰۱۰-۲۰۰۶ بررسی نمودند. نتایج نشان داد داشتن مدرک تحصیلی کارشناسی ارشد و سطح مدیریت فرد، تأثیر معنادار و منفی بر مدیریت سود واقعی دارد؛ اما داشتن مدرک حسابداری رسمی (CPA) تأثیر مستقیمی بر مدیریت سود تعهدی دارد. **کیان و همکاران (۲۰۱۵)** تأثیر دوره تصدی مدیر عامل بر مدیریت سود را در کشور چین بررسی نمودند. نتایج بیانگر این بود که مدیران در سال‌های آغاز دوره تصدی محافظه‌کارانه رفتار نموده و با گذشت زمان بیشتر دست به اعمال مدیریت سود می‌زنند.

دی‌مئو (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین بیش سرمایه‌گذاری، مدیریت سود و

دوره تصدی مدیرعامل در نمونه‌ای از شرکت‌های ایتالیایی پرداخت. با استفاده از چندین شاخص بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود برای آزمون، نتایج نشان داد که بیش سرمایه‌گذاری فعلی شرکت‌ها به طور مستقیم با مدیریت سود متعاقب آن که به دو طریق استفاده فرصت‌طلبانه از ارقام تعهدی و دستکاری فروش انجام شده است، ارتباط دارد. نهایتاً نتایج نشان داد که رفتار فرصت‌طلبانه اخفا ناکارایی سرمایه‌گذاری از طریق مدیریت سود تنها در مورد مدیران عامل با دوره تصدی بالا صادق است. **علی و ژانگ (۲۰۱۳)** در بررسی اثر مدت تصدی مدیرعامل بر مدیریت سود دریافتند که رابطه مستقیم میان مدت تصدی مدیرعامل و بیش‌نمایی سود وجود دارد. آنها نشان دادند این رابطه در شرکت‌های دارای سهامدار نهادی، ضعیف‌تر است. نتیجه دیگر پژوهش آنها این بود که بیش‌نمایی سود در سال‌های پایانی مدت تصدی مدیر، بیشتر است. **زاین و جیلانی (۲۰۱۰)**، اثر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه ارزشی مدیریت سود را از طریق ارقام تعهدی اختیاری کوتاه‌مدت و بلندمدت بررسی کردند. نتایج حاکی از آن بود که در سطوح بالای فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی اختیاری کوتاه‌مدت افزایش می‌یابد و سطح فرصت‌های سرمایه‌گذاری اثر فزاینده بر رابطه ارزشی ارقام تعهدی اختیاری کوتاه‌مدت دارد.

بیدل و همکاران (۲۰۰۹) نیز دریافتند که کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌هایی که در حوزه‌های تجاری متمایل به بیش سرمایه‌گذاری (کم سرمایه‌گذاری) هستند با سرمایه‌گذاری رابطه منفی (مثبت) دارد. به این معنا که کیفیت بالای گزارشگری موجب جلوگیری از بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌شود. **وردی (۲۰۰۶)** نیز نشان داد که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی روبرو هستند و نیز رابطه بین کیفیت گزارشگری و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای مانده وجه نقد عمده هستند، قوی‌تر است.

مشایخی و عظیمی (۱۳۹۵) تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی را در نمونه‌ای شامل ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. نتایج نشان داد بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی، رابطه منفی وجود دارد

و توانایی‌های مدیریت این رابطه منفی را کاهش نمی‌دهد. ملازاده و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر دانش مالی مدیرعامل بر روی مدیریت سود را بررسی نمودند. نتایج بیانگر عدم تأثیرگذاری دانش مالی مدیرعامل بر مدیریت سود واقعی و تعهدی بود. خلیفه سلطانی و برزگر (۱۳۹۵) رابطه بین مخاطرات اخلاقی و مدیریت سود را در بازه ۱۳۸۵-۱۳۹۰ در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. با استفاده از روش معادلات ساختاری نتایج آزمون فرضیه نشان داد بین مخاطرات اخلاقی و مدیریت سود، رابطه مثبت وجود دارد که این رابطه به صورت خطی قابل تبیین است. بولو و حسنی القار (۱۳۹۴) تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود را در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. نتایج نشان داد که بیش اطمینانی مدیریت به طور معناداری منجر به افزایش هموارسازی سود می‌شود؛ همچنین نتایج بیانگر این بود که در شرکت‌های با ریسک سیستماتیک بالاتر، احتمال هموارسازی سود بیشتر است.

یعقوبی صالح آبادی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «مدت تصدی مدیرعامل و کیفیت سود: آزمون فرضیه مشکل افق» به این نتیجه رسیدند که هر گاه مدت تصدی مدیرعامل افزایش یابد، کیفیت سود کاهش می‌یابد. همچنین شواهد پژوهش نشان داد، هر چه اندازه شرکت افزایش یابد کیفیت سود نیز افزایش می‌یابد. طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر مدیریت سود و کیفیت حسابرسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که با افزایش ارقام تعهدی اختیاری، بیش سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد و همچنین، بین کیفیت حسابرسی و بیش سرمایه‌گذاری نیز رابطه منفی وجود دارد. به علاوه نتایج نشان داد که در شرکت‌های با کیفیت حسابرسی و ارقام تعهدی پایین، کمترین مقدار سرمایه‌گذاری غیر بهینه صورت پذیرفته در حالی که در شرکت‌های با کیفیت حسابرسی پایین و ارقام تعهدی بالا بیشترین سرمایه‌گذاری غیر بهینه مشاهده می‌شود.

مرادی و حسینی (۱۳۹۱) نشان دادند ارتباطی میان مدیریت سود و دوره‌های آخر تصدی مدیرعامل وجود ندارد. آنها همچنین دریافتند رابطه معناداری میان تغییر مدیرعامل و مدیریت

سود وجود ندارد. **ثقفی و همکاران (۱۳۹۰)** در پژوهشی با عنوان کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد به این نتیجه رسیدند که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسئله بیش سرمایه گذاری، کمتر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان‌های نقدی آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش بیش- سرمایه گذاری از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیشتر است. **تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸)** نیز در پژوهشی با عنوان تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری به بررسی رابطه جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه- گذاری و همچنین، رابطه بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که رابطه مستقیم و معناداری میان جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه گذاری وجود دارد، اما رابطه میان محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه گذاری تأیید نشد.

فرضیه‌های پژوهش

با بررسی ادبیات و نتایج پژوهش‌های گذشته فرضیه‌های زیر طراحی شد:

فرضیه اول: بین بیش سرمایه گذاری و مدیریت سود واقعی، ارتباط معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین بیش سرمایه گذاری و مدیریت ارقام تعهدی، ارتباط معنادار وجود دارد.

فرضیه سوم: دوره تصدی مدیرعامل بر ارتباط بین بیش سرمایه گذاری و مدیریت سود واقعی متعاقب آن تأثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: دوره تصدی مدیرعامل بر ارتباط بین بیش سرمایه گذاری و مدیریت ارقام تعهدی متعاقب آن تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع تحقیقات اثباتی حسابداری است که به بررسی رابطه بین بیش سرمایه- گذاری، نوع مدیریت سود متعاقب آن و دوره تصدی مدیرعامل می‌پردازد. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است. اطلاعات گردآوری شده و ماهیت پژوهش حالت پس‌رویدادی و شبه تجربی^۱ دارد، زیرا متغیرهای مورد مطالعه در گذشته اتفاق افتاده است و قابلیت کنترل و

دستکاری برای پژوهشگر مقدور نیست. جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز از طریق رویکرد کتابخانه‌ای انجام شده است. به طوری که با استفاده از روش مذکور اطلاعات مورد نیاز برای ادبیات موضوع، پیشینه پژوهش و اطلاعات مالی شرکت‌های مورد بررسی، جمع‌آوری شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۴ است و نمونه آماری شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای تمام ویژگی‌های زیر باشند:

۱. در طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ در بورس به طور پیوسته فعالیت داشته باشند و طی این سال‌ها گزارش‌های مالی خود را به بورس ارائه داده باشند.
 ۲. پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد و در طی بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۳. جزء شرکت‌های واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری و بیمه نباشند.
 ۴. اطلاعات موردنیاز آزمون‌ها مانند ساختار مالکیت و ویژگی‌های هیئت‌مدیره را افشا نموده باشند.
- پس از اعمال شرایط فوق نمونه آماری شامل ۱۷۷ شرکت (۱۹۴۷ سال- شرکت) است.

متغیرهای پژوهش و روش اندازه‌گیری آنها

معیارهای مدیریت سود

برای آزمون فرضیه‌ها از دو معیار مدیریت سود (مدیریت اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی) استفاده خواهد شد:

درصد اقلام تعهدی اختیاری (معیار مدیریت اقلام تعهدی): برای محاسبه اقلام تعهدی اختیاری از الگوی کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) - که عملکرد شرکت در آن کنترل شده است - استفاده خواهیم کرد که احتمالاً بر رابطه بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود تأثیر گذار است:

$$\frac{TACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

در الگوی ۱ جمع کل اقلام تعهدی (TACC) برابر تفاوت بین سود خالص و جریان نقد

عملیاتی است. که در آن؛ A: جمع دارایی‌ها؛ REV: فروش سالانه شرکت؛ و PPE: خالص دارایی ثابت است. باقیمانده‌های برآورد الگوی شماره ۱ اقلام تعهدی اختیاری هستند که در عدد ۱۰۰ ضرب می‌شوند تا به درصد بیان شوند.

دستکاری فروش^{۱۱}: دستکاری فعالیت‌های واقعی برای مدیریت سود می‌تواند به چند طریق از قبیل دستکاری فروش، دستکاری هزینه‌های اختیاری و تولید بیش از حد (روی چادری، ۲۰۰۶) انجام شود. انتظار می‌رود بیش سرمایه‌گذاری به طور مستقیم بر دستکاری هزینه‌ها و تولید بیش از حد تأثیر بگذارد. بیش سرمایه‌گذاری می‌تواند به طور خودکار، هزینه‌های غیراختیاری را از طریق سرمایه‌گذاری بیش از اندازه در هزینه‌های تحقیق و توسعه یا افزایش تولید (در صورت وجود فشار بر مدیرعامل برای افزایش تولید)، افزایش دهد. برای کاهش تعارض بین دستکاری فعالیت‌های واقعی و بیش سرمایه‌گذاری از معیار دستکاری فروش استفاده خواهد شد که احتمال تأثیرپذیری آن از تصمیمات بیش سرمایه‌گذاری مدیرعامل کمتر است. معیار دستکاری فروش **دیچو و همکاران (۱۹۹۸)** و **روی چادری (۲۰۰۶)** برای اندازه‌گیری مدیریت سود واقعی استفاده خواهد شد. برای محاسبه این معیار از تعریف جریان نقد عملیاتی غیرعادی که تابع خطی از فروش و تغییرات فروش جاری است شروع می‌کنیم:

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

در الگوی ۲ متغیر CFO: جریان نقد عملیاتی و S: فروش سالانه شرکت هستند. **روی چادری (۲۰۰۶)** باقیمانده‌های برآورد الگوی شماره ۲ را محاسبه نمود. هرچه باقیمانده‌ها منفی‌تر باشند، جریان‌های نقدی غیرعادی‌تر هستند (دستکاری فروش انجام شده است). اما **روی چادری (۲۰۰۶)** معتقد است باقیمانده‌های برآورد الگوی ۲ تأثیر کاهش هزینه‌های تعهدی اختیاری (مانند هزینه استهلاک) بر افزایش مدیریت سود فرصت طلبانه را نشان می‌دهند. بنابراین، شرکت‌هایی که از این طریق اقدام به مدیریت سود واقعی می‌کنند، باقیمانده‌های مثبت در برآورد الگو را به دست می‌دهند.

معیارهای بیش سرمایه‌گذاری

از دو معیار برای اندازه‌گیری بیش سرمایه‌گذاری استفاده شده است: اول، مانند **ریچاردسون**

(۲۰۰۶) و وردی (۲۰۰۶) از باقیمانده‌های برآورد رگرسیون جمع سرمایه‌گذاری به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مشابه الگوی ۳ استفاده شده است:

$$Investment - full_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Q_{i,t-1} + \delta_{i,t} \quad (3)$$

در الگوی شماره ۳ متغیر Investment-full: جمع مخارج سرمایه‌ای (پرداخت بابت سود سهام و هزینه بهره) و خرید دارایی ثابت منهای فروش دارایی ثابت در مقیاس دارایی‌ها است. Q: نسبت توپین است و برابر جمع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری دارایی‌ها تقسیم بر جمع دارایی‌ها است. باقیمانده‌های برآورد الگوی ۳ کارایی سرمایه‌گذاری است. باقیمانده‌های منفی (مثبت) بیانگر کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) است (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

در الگوی ۳ سرمایه‌گذاری از دو متغیر مخارج سرمایه‌ای و خالص مخارج تحصیل دارایی ثابت است. در بین این دو متغیر نظارت بر تحصیل دارایی ثابت آسان‌تر است، اما نظارت بر متغیر دیگر مشکل‌تر است و لذا انتظار می‌رود حذف آن از تعریف سرمایه‌گذاری باعث قوی‌تر شدن رابطه بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود شود. بنابراین، معیار دوم بیش سرمایه‌گذاری متغیر گسسته‌ای است که مقادیر ۱- تا ۱ را بر مبنای چارک باقیمانده‌های برآورد الگوی ۳ و با فرض حذف مخارج خرید دارایی ثابت از تعریف سرمایه‌گذاری می‌گیرد (دی‌مئو، ۲۰۱۴).

متغیرهای کنترلی

به پیروی از دی‌مئو (۲۰۱۴) متغیرهای کنترلی لحاظ شده در الگو عبارتند از:

دوگانگی وظیفه مدیرعامل (CEO-Dual): دوگانگی وظیفه مدیرعامل باعث افزایش رفتار خوش‌بینی مفرط مدیرعامل می‌شود و احتمال تغییر مدیرعامل را کاهش می‌دهد (مالت و فاولر، ۱۹۹۲). در پژوهش حاضر دوگانگی وظیفه مدیرعامل، متغیری مجازی است که اگر مدیرعامل شرکت در یکسال همزمان رئیس (نایب رئیس) هیئت‌مدیره باشد، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

استقلال هیئت‌مدیره (BD-Ind): برای محاسبه درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره را بر تعداد اعضا هیئت‌مدیره تقسیم خواهد شد.

سودآوری فعلی (ROA): از شاخص بازده دارایی‌ها برای اندازه‌گیری سودآوری استفاده

خواهد شد که برای محاسبه آن سود خالص سالانه بر جمع دارایی‌ها تقسیم خواهد شد. اهرم مالی (Lev): اهرم مالی از طریق نسبت جمع کل بدهی به جمع کل دارایی اندازه‌گیری خواهد شد.

نسبت ارزش دفتری به بازار (BM) که برابر با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار سهام شرکت است.

اندازه شرکت (Size): از طریق لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها محاسبه خواهد شد. عمر شرکت (Age): برابر لگاریتم طبیعی سال‌های عضویت شرکت در بورس است.

الگوی آزمون فرضیه‌ها

الگوهای در نظر گرفته شده برای آزمون فرضیه‌ها به صورت زیر است:

$$\text{Manipulation}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Overinvest}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CEO} - \text{Dual}_{i,t} + \beta_3 \text{BD} - \text{Ind}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{BM}_{i,t} + \beta_7 \text{Size}_{i,t} + \beta_8 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{Accrual}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Overinvest}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CEO} - \text{Dual}_{i,t} + \beta_3 \text{BD} - \text{Ind}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{BM}_{i,t} + \beta_7 \text{Size}_{i,t} + \beta_8 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

روش آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم: ابتدا شرکت‌ها را بر مبنای دوره تصدی مدیرعامل به دو دسته مدیران با تصدی بالا و پایین تقسیم نموده و به منظور آزمون فرضیه سوم الگوی ۴ و به منظور آزمون فرضیه چهارم الگوی ۵ را برای هر دسته به طور مجزا برآورد شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در این قسمت داده‌های مربوط به ۱۷۷ شرکت نمونه طی سالهای ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. سال - شرکت‌های مورد بررسی این تحقیق ۱۹۴۷ سال - شرکت بوده است. جدول شماره ۱ آماره‌های توصیفی این داده‌ها را نشان داده است.

نکات قابل توجه در بین آماره‌های توصیفی عبارتند از:

۱. متوسط اهرم مالی ۰/۶۶ است که بیانگر اهرمی بودن شرکت‌های نمونه است. توجه شود دلیل بزرگتر از یک بودن اهرم برخی سال - شرکت‌ها این است که ارزش دفتری حقوق

- صاحبان سهام در آن سال - شرکت‌ها منفی بوده و در نتیجه جمع بدهی‌ها از جمع دارایی‌ها بیشتر بوده و مقدار اهرم مالی بزرگتر از یک به دست آمده است.
۲. میانگین عمر شرکت‌ها ۹/۵ سال است و مسن‌ترین شرکت دارای عمر ۴۱ سال و جدیدترین شرکت نمونه نیز ۲ سال عمر بورسی دارد.
۳. میانگین نسبت توپین ۱/۶۵ و نسبت ارزش دفتری به بازار ۰/۷۴ است که هر دو بیانگر وجود فرصت رشد است.
۴. در مورد متغیرهای حاکمیت شرکتی نیز درصد مدیران عاملی که همزمان رئیس (نایب رئیس) هیئت‌مدیره هستند ۰/۱۸ است و به طور متوسط ۰/۵۴ اعضا هیئت‌مدیره عضو غیرموظف هستند.

جدول شماره ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف متوسط	ضریب کشیدگی
جمع کل اقلام تعهدی	TACC	-۰/۰۰۷	۰/۴۳	-۰/۶۶	۰/۱۱	۴/۱۵
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۲	۰/۸۳	-۰/۴۷	۰/۰۸	۶/۴۰
جریان نقدی	CFO	۰/۱۶	۰/۹۴	-۰/۷۲	۰/۱۴	۵/۵۶
دارایی ثابت مشهود	PPE	۰/۳۲	۰/۹۵	۰/۰۴	۰/۱۶	۳/۰۱
سرمایه گذاری	I	۰/۱۴	۰/۷۶	-۰/۴۷	۰/۱۴	۶/۳۵
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	CEO-Dual	۰/۱۸	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۳	۷/۴۸
استقلال هیئت‌مدیره	BD-Ind	۰/۵۴	۰/۸۰	۰/۰۰	۰/۳۸	۸/۱۱
اهرم مالی	Lev	۰/۶۶	۲/۰۷	۰/۰۸	۰/۲۱	۴/۲۱
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	۰/۷۴	۱/۶۸	۰/۱۴	۰/۱۹	۳/۸۶
عمر شرکت	Age	۹/۵۰	۴۱	۲	۳/۴۴	۵/۵۱
کیو توپین	Q	۱/۶۵	۶/۸۰	۰/۲۸	۰/۴۹	۷/۷۴

نتایج آزمون فرضیه اول

پس از انجام آزمون‌های تشخیصی لیمر و هاسمن و انتخاب رویکرد مناسب برآورد الگوها (برای تمام الگوها، رویکرد اثرات ثابت است) به تخمین الگوها پرداخته شده است. به منظور آزمون فرضیه اول از نتایج تخمین الگوی ۴ ارائه شده در جدول ۲ استفاده شده است.

جدول شماره ۲. نتایج تخمین الگوی ۴

متغیر	نماد	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
بیش سرمایه گذاری	Overinvestment	۰/۰۶۷	۱۳/۶۸	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۶۰	۲/۱۱	۰/۰۲
اهرم مالی	Lev	۰/۰۴۵	۱/۹۹	۰/۰۴
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	-۰/۰۳۷	-۲/۱۲	۰/۰۳
عمر شرکت	Age	۰/۱۴۵	۱/۶۷	۰/۱۱
استقلال مدیران	BD-Ind	۰/۰۲۲	۱/۲۵	۰/۲۰
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	CEO-Dual	-۰/۰۷۸	-۲/۳۸	۰/۰۲
جز ثابت	α	۰/۲۴۵	۷/۸۳	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۶	آماره F		۱۹/۸۴
آماره دوربین واتسون	۱/۸۸	سطح معناداری آماره F		۰/۰۰

نتایج جدول شماره ۲ بیانگر معناداری الگوی رگرسیون ۴ است (معناداری آماره F کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است). مقدار آماره دوربین واتسون بیانگر عدم خودهمبستگی است (مقدار آماره بین بازه مقبول ۱/۵ تا ۲/۵ است). به منظور آزمون فرضیه اول از آزمون t استفاده می‌شود. متغیر مستقل فرضیه اول بیش سرمایه گذاری است که مقدار آماره t و معناداری آن (۰/۰۰) بیانگر پذیرش فرضیه است (مقدار آماره t بایستی خارج از بازه ۱/۹۶- تا ۱/۹۶+ باشد و همچنین معناداری آن کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد تا فرضیه پذیرفته شود)؛ بنابراین می‌توان بیان کرد که بیش سرمایه گذاری تأثیر مستقیم (با توجه به مثبت بودن مقدار آماره t) و معناداری بر مدیریت سود واقعی دارد (با معیار بیش سرمایه گذاری دوم نیز نتایج مشابه است).

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم با استفاده از الگوی ۵ آزمون شده است. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول شماره ۳ آورده شده است. نتایج ارائه شده در جدول شماره ۳ بیانگر معناداری الگوی رگرسیون ۵ است (زیرا معناداری آماره F کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است). همچنین مقدار آماره دوربین واتسون بیانگر عدم خودهمبستگی بین اجزا خطا است (زیرا مقدار آن بین بازه مقبول ۱/۵ تا ۲/۵ است). به منظور آزمون فرضیه دوم نیز مانند فرضیه اول از آزمون t استفاده شده است. متغیر مستقل فرضیه دوم نیز بیش سرمایه گذاری است که مقدار آماره t (-۱۲/۴۷) و

۲۱۸ / بیش سرمایه‌گذاری، نوع مدیریت سود متعاقب آن و دوره تصدی مدیر عامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

معناداری آن (۰/۰۰) بیانگر پذیرش فرضیه دوم است (با استدلالی مشابه فرضیه اول)؛ بنابراین می‌توان بیان کرد که بیش سرمایه‌گذاری تأثیر معکوس (با توجه به منفی بودن مقدار آماره t) و معناداری بر مدیریت اقلام تعهدی دارد (با معیار بیش سرمایه‌گذاری دوم نیز نتایج مشابه است).

جدول شماره ۳. نتایج تخمین الگوی ۵

متغیر	نماد	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
بیش سرمایه‌گذاری	Overinvestment	-۰/۰۹۸	-۱۲/۴۷	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۴۴۶	۲/۳۸	۰/۰۱
اهرم مالی	Lev	۰/۲۶۰	۲/۱۰	۰/۰۴
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	۰/۰۲۲	۰/۷۸	۰/۳۱
عمر شرکت	Age	-۰/۰۹۸	-۲/۵۵	۰۲
استقلال مدیران	Bdind	-۰/۱۴۲	-۱/۹۷	۰/۰۵
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Duality	۰/۱۱۸	۱/۷۲	۰/۱۶
جز ثابت	α	۰/۱۸۷	۶/۶۴	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۲	آماره F		۱۹/۱۹
آماره دوربین واتسون	۱/۹۲	سطح معناداری آماره F		۰/۰۰

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم از طریق نتایج تخمین الگوی ۴ در دو پرتفوی شرکت‌های با دوره تصدی پایین مدیرعامل (جدول ۴) و دوره تصدی بالای مدیرعامل (جدول ۵) آزمون شده است.

جدول شماره ۴. نتایج تخمین الگوی ۴- پرتفوی شرکت‌های با دوره تصدی پایین مدیران

متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
بیش سرمایه‌گذاری	Overinvestment	۰/۰۳۶	۴/۴۲	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۹۳	۱/۹۹	۰/۰۴
اهرم مالی	Lev	۰/۰۲۸	۰/۶۷	۰/۴۴
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	-۰/۱۱۶	-۲/۵۰	۰/۰۲
عمر شرکت	Age	۰/۰۲۳	۰/۴۱	۰/۶۸
استقلال مدیران	Bdind	۰/۲۶۱	۳/۲۳	۰/۰۰
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Duality	-۰/۱۳۸	-۲/۸۹	۰/۰۱
جز ثابت	α	۰/۳۰۱	۲/۴۸	۰/۰۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳	آماره F		۷/۸۲
آماره دوربین واتسون	۱/۹۲	معناداری آماره F		۰/۰۰

جدول شماره ۵. نتایج تخمین الگوی ۴- پرتفوی شرکت‌های با دوره تصدی بالای مدیران

متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
بیش سرمایه گذاری	Overinvestment	۰/۰۷۱	۷/۴۴	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۷۸	۳/۳۳	۰/۰۰
اهرم مالی	Lev	۰/۰۶۷	۱/۲۱	۰/۱۰
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	۰/۱۴۱	۴/۴۱	۰/۰۰
عمر شرکت	Age	۰/۰۸۷	۲/۵۸	۰/۰۲
استقلال مدیران	Bdind	۰/۲۴۵	۵/۱۱	۰/۰۰
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Duality	-۰/۱۶۶	-۵/۱۱	۰/۰۰
جز ثابت		۰/۴۲۲	۱۱/۲۵	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۵	آماره F	۱۱/۱۲	
آماره دوربین- واتسون	۱/۹۷	معناداری آماره F	۰/۰۰	

طبق نتایج ارائه شده در جدول‌های ۴ و ۵ الگو در هر دو حالت معنادار است و بین اجزا خطا خودهمبستگی سریالی وجود ندارد. به منظور قضاوت در مورد فرضیه سوم نتایج دو نگاهار باید مقایسه شوند؛ ضریب رگرسیون متغیر بیش سرمایه گذاری در پرتفوی دوره تصدی پایین (۰/۰۳۶۶) کمتر از ضریب آن در پرتفوی دوره تصدی بالا (۰/۰۷۱۲) است و همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در پرتفوی دوره تصدی پایین (۰/۴۳) نیز نسبت به پرتفوی دوره تصدی بالا (۰/۵۵) پایین تر است. افزون بر آن، معناداری آماره پترنوستر و همکاران (۳/۳۶) در سطح ۱ درصد بیانگر آن است که ضریب متغیر بیش سرمایه گذاری در پرتفوی دوره تصدی بالا به صورت معناداری از ضریب آن در پرتفوی با دوره تصدی پایین، بیشتر است. این موضوع بیانگر عدم رد فرضیه سوم پژوهش است و نشان می دهد که با افزایش دوره تصدی مدیرعامل ارتباط بین بیش سرمایه گذاری و مدیریت سود واقعی قوی ترمی شود (با معیار دوم بیش سرمایه گذاری نیز این فرضیه رد نمی شود).

نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم از طریق نتایج تخمین الگوی ۵ در دو پرتفوی شرکت‌های با دوره تصدی بالای مدیرعامل و دوره تصدی پایین مدیرعامل آزمون شده است. نتایج تخمین الگوی ۵ در دو جدول شماره ۶ و ۷ آمده است. طبق نتایج ارائه شده در هر دو حالت الگوی رگرسیون معنادار

۲۲۰ / بیش سرمایه‌گذاری، نوع مدیریت سود متعاقب آن و دوره تصدی مدیر عامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

است. عدم معناداری آماره پترنوستر و همکاران (۰/۹۵) بیانگر آن است که اندازه ضریب متغیر بیش سرمایه‌گذاری در پرتفوی‌های دوره تصدی بالا و پایین، تفاوت معناداری از هم ندارند. این موضوع بدان معناست که دوره تصدی مدیران، تأثیر معناداری بر ارتباط بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت اقلام تعهدی ندارد (با تغییر معیار بیش سرمایه‌گذاری نیز نتایج تغییری نکرد).

جدول شماره ۶. نتایج تخمین الگوی ۵- پرتفوی شرکت‌های با دوره تصدی پایین مدیران

متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
بیش سرمایه‌گذاری	Overinvestment	-۰/۰۴۸	-۸/۰۴	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۱۸	۰/۸۹	۰/۲۸
اهرم مالی	Lev	۰/۱۲۱	۱/۹۷	۰/۰۵
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	۰/۲۲۰	۳/۲۴	۰/۰۰
عمر شرکت	Age	-۰/۱۲۳	-۲/۶۶	۰/۰۳
استقلال مدیران	Bdind	-۰/۱۰۸	-۱/۸۲	۰/۰۸
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Duality	۰/۰۸۲	۰/۹۵	۰/۲۱
جز ثابت		۰/۳۴۱	۹/۸۴	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶	آماره F		۷/۹۴
آماره دوربین واتسون	۱/۹۳	معناداری آماره F		۰/۰۰

جدول شماره ۷. نتایج تخمین الگوی ۵- پرتفوی شرکت‌های با دوره تصدی بالای مدیران

متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
بیش سرمایه‌گذاری	Overinvestment	-۰/۰۴۵	-۵/۴۱	۰/۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۳۱	۰/۷۸	۰/۱۹
اهرم مالی	Lev	۰/۱۵۵	۲/۷۴	۰/۰۲
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	۰/۱۸۲	۲/۹۱	۰/۰۱
عمر شرکت	Age	-۰/۱۸۸	-۳/۱۵	۰/۰۰
استقلال مدیران	Bdind	-۰/۰۶۷	-۰/۵۱	۰/۴۵
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	Duality	۰/۱۱۲	۱/۵۶	۰/۰۹
جز ثابت		۰/۳۸۲	۱۱/۳۱	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰	آماره F		۶/۰۸
آماره دوربین واتسون	۱/۹۵	معناداری آماره F		۰/۰۰

بحث و نتیجه‌گیری

انتظار از گزارشگری مالی این است که رفتار فرصت‌طلبانه مدیران ارشد کاهش یابد (واتس، ۲۰۰۳؛ واتس و زیمرمن، ۱۹۸۳) تا سهامداران بتوانند بر تصمیم‌های مدیران نظارت نزدیک‌تری داشته باشند. افزایش کیفیت گزارشگری مالی، توانایی مدیرعامل برای بیش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ فرانسیس و مارتین، ۲۰۱۰؛ وردی، ۲۰۰۶) و به تصمیم‌گیرندگان داخل شرکت که عموماً از قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری آگاهی ندارند، اجازه می‌دهد تا سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت را ارزیابی نمایند (مک‌نیکولز و استوبن، ۲۰۰۸). بررسی انگیزه‌های مؤثر بر مدیریت سود (واقعی و تعهدی) یکی از مقوله‌های پژوهش‌ها در رشته‌های حسابداری و علوم مالی است. مسائل نمایندگی از جمله بیش سرمایه‌گذاری (و کم سرمایه‌گذاری) از موضوعاتیست که انتظار می‌رود بر رفتار گزارشگری مدیران و احتمال استفاده از مدیریت سود تأثیرگذار باشد. در تحقیق حاضر تأثیر بیش سرمایه‌گذاری بر مدیریت اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی و همچنین تأثیر تعدیلی دوره تصدی مدیرعامل بر این ارتباط بررسی شد.

نتایج تحقیق نشان داد که مدیران پیرو بیش سرمایه‌گذاری، هر دو نوع مدیریت اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی را انجام می‌دهند. همچنین شواهد بیانگر این است که دوره تصدی مدیرعامل، تأثیر مستقیم و معناداری بر ارتباط بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود واقعی دارد، در حالی که تأثیر آن بر ارتباط بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت اقلام تعهدی تأیید نشد. نتایج به‌دست آمده از تحقیق حاضر در مجموع با تحقیقات مشابه داخلی مانند **مشایخی و عظیمی (۱۳۹۵)**، **ملازاده و همکاران (۱۳۹۵)** و **مرادی و حسینی (۱۳۹۱)** در تضاد بوده و با نتایج لی و همکاران (۲۰۱۶)، **کیان و همکاران (۲۰۱۵)**، **دی‌مئو (۲۰۱۴)** و **یعقوبی صالح‌آبادی و همکاران (۱۳۹۴)** همسو است. مدیریت سود واقعی دشوارتر (از لحاظ کشف حسابرس و انجام آن توسط مدیر) و پرهزینه‌تر است و نسبت به مدیریت سود تعهدی قدرت مدیرعامل بیشتری (که با افزایش دوره تصدی به‌دست می‌آید) نیاز دارد (روی‌چادری، ۲۰۰۶؛ گانی، ۲۰۰۹). با توجه به نتایج به‌دست آمده و عوامل دیگری که ممکن است بر مدیریت سود مدیران تأثیرگذار باشند،

پیشنهادهایی به شرح زیر برای تحقیقات آینده ارائه می‌شود:

۱. احتمالاً بازده سرمایه‌گذاری عامل مهمی در رابطه بین بیش سرمایه‌گذاری و مدیریت سود باشد، زیرا در صورت مثبت بودن بازدهی الزامی به تحریف اطلاعات و مدیریت سود نیست.
۲. تخصص مدیرعامل (شامل دانش مالی و تجربه کاری)، عامل دیگری است که ممکن است بر استفاده از ابزارهای تحریف سود در جهت پنهان‌سازی بیش سرمایه‌گذاری مؤثر باشد.
۳. ویژگی‌های رفتاری مدیرعامل مانند بیش‌اعتمادی^{۱۲} و ریسک‌پذیری (مالمیندر و تیت، ۲۰۰۵) نیز می‌تواند تأثیر بااهمیتی بر مدیران عامل برای اعمال مدیریت سود به منظور پنهان‌سازی عملکرد واقعی و مسائلی مانند بیش سرمایه‌گذاری داشته باشد.

یادداشت‌ها

- | | |
|------------------------------|--------------------------------|
| 1. Net Present Value (NPV) | 2. Financial reporting quality |
| 3. Real earnings management | 4. Accruals management |
| 5. Over-Investment | 6. Information asymmetry |
| 7. Discretionary expenditure | 8. Efficiency |
| 9. Tenure | 10. Quasi-experimental |
| 11. Sales manipulation | 12. Over-confidence |

منابع

- بولو، قاسم؛ حسنی القار، مسعود. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، ۶(۳)، ۵۳-۳۱.
- تهرانی، رضا؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، *تحقیقات حسابداری*، ۱(۳)، ۶۷-۵۰.
- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم؛ محمدیان، محمد. (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، *پیشرفت‌های حسابداری*، ۳(۲)، ۶۳-۳۷.
- حیدرپور، فرزانه؛ احسانی طباطبایی، مریم‌السادات. (۱۳۹۴). نقش سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت، *پیشرفت‌های حسابداری*، ۷(۱)، ۲۳-۱.
- خلیفه سلطانی، سیداحمد؛ برزگر، غزاله. (۱۳۹۵). رابطه مخاطرات اخلاقی و مدیریت سود، *دانش حسابداری*، ۷(۱)، ۹۰-۶۷.
- طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ شیرینی، احمدرضا؛ ضرابی، مریم. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر مدیریت سود و کیفیت حسابرسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابرسی*، ۱۳(۴)، ۱۶۳-۱۳۷.

محمدزاده سالطه، حیدر؛ بادآور نهندي، یونس؛ اسماعیل نژاد، مجید. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر نظام راهبردی شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱(۱)۲۲، ۱۴۲-۱۲۵.

مرادی، مهدی؛ حسینی، سید احسان. (۱۳۹۱). بررسی رابطه تغییر همزمان مدیریت ارشد و مدیریت سود: سال پایانی حضور مدیران ارشد، حسابداری مالی، ۴(۴)، ۶۰-۴۰.

مشایخی، بیتا؛ عظیمی، عابد. (۱۳۹۵). تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲(۲)۲۳، ۲۶۷-۲۵۳.

ملازاده، محمد؛ لاری دشت بیاض، محمود؛ ساعی، محمدجواد. (۱۳۹۵). تأثیر دانش مالی مدیر عامل بر روی مدیریت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸(۲)، ۵۹-۳۷.

یعقوبی صالح آبادی، رسول؛ بنی مهد، بهمن؛ شکری، اعظم. (۱۳۹۴). مدت تصدی مدیر عامل و کیفیت سود: آزمون فرضیه مشکل افق، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۴(۲)، ۴۲-۳۳.

Ali, A., Zhang, W. (2013). CEO tenure and earnings management. *www.ssrn.com*.

Biddle, G.C., Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *Accounting Review*, 81(5), 963-982.

Biddle, G.C., Hilary, G., Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.

Bolo, G., Hasani, A. M. (2015). Examining Managerial Overconfidence Effect on Earnings Smoothing in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 6(3), 33-56 [In Persian].

Bushman, R.M., Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.

Dechow, P.M., Kothari, S.P., Watts, R.S. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133-168.

Di Meo, F. (2014). Overinvestment, subsequent earnings management, and CEO tenure. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 43(3), 217-240.

Easterwood, C. (1997). Takeovers and incentives for earnings management: An empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14, 29-48.

Francis, J. R., & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 161-178.

Fredrickson, J.W., Hambrick, D.C., Baumrin, S. (1988). A model of CEO dismissal. *The Academy of Management Review*, 13(2), 255-270.

Gunny, K. (2009). The relation between earnings management using real activities manipulation and Future performance: Evidence from meeting earnings benchmark. *Contemporary Accounting Research*, 27(2), 855-888.

Hambrick, D.C., Fukutomi, G.D.S. (1991). The seasons of a CEO s tenure. *The*

- Academy of Management Review*, 16(4), 719-742.
- Heydarpour, F., Ehsani, T.M. (2015). The role of institutional ownership in firms investment policy. *Accounting Advances*, 7(1), 1-23 [In Persian].
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kalifehsoltani, S.A., Barzegar, G. (2016). Moral hazard and earnings management. *Journal of Accounting Knowledge*, 6(1), 41-65 [In Persian].
- Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Li, C., Tseng, Y. Chen, T. (2016). Top management team expertise and corporate real earnings management activities. *Advances in Accounting*, 34(3), 117-132.
- Li, L., Kuo, C. (2017). CEO equity compensation and earnings management: The role of growth opportunities. *Finance Research Letters*, 20, 289-295.
- Mallette, P., Fowler, K.L. (1992). Effects of board composition and stock ownership on the adoption of poison pills. *Academy of Management Journal*, 35(5), 1010-1035.
- Malmendier, U., Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Mashayekhi, B., Azimi, A. (2016). The impact of managerial ability on relation between real earnings management and firms future performance. *Iranian Accounting and Auditing Review*, 23(2), 253-267 [In Persian].
- McNichols, M.F., Stubben, S.R. (2008). Does earnings management affect firms investment decisions? *Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.
- Mohammadzadeh, S.H., Nahandi, B.Y., Esmailneghad, M. (2015). Review the impact of corporate governance on firm value with emphasize on investment efficiency in companies listed on TSE. *Quarterly Journal of the Iranian Accounting and Auditing Review*, 22(1), 125-142 [In Persian].
- Mollazadeh, M., Lari, D.M., Saei, M.J. (2016). The impact of CEO financial knowledge on earning management. *Research in Financial Accounting and Auditing*, 8(2), 37-59 [In Persian].
- Moradi, M., Hasani, S.H. (2012). Management turnover and earning management: Last year of board. *Financial Accounting*, 4(4), 40-60 [In Persian].
- Murphy, K.J. (1999). *Executive Compensation*. In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of labor economics*, 2485-2563, Amsterdam: North Holland.
- Paternoster, R., Brame, R., Mazerolle, P., Piquero, A. (1998). Using the correct statistical test for the equality of regression coefficients. *Criminology*, 36(4), 859-866.
- Qian, N.H., Lee, H.L., Yao, J. (2015). Managerial tenure and earnings management.

- International Journal of Accounting and Information Management*, 23(1), 42-59.
- Richardson, S.A. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Saghafi, A., Bolo, G. (2012). Quality of accounting information, over investment and free cash flow. *Advances in Accounting*, 3(2), 37-63 [In Persian].
- Saleem, E., Alzoubi, S. (2016). Ownership structure and earnings management: Evidence from Jordan. *International Journal of Accounting and Information Management*, 24(2), 1-21.
- Shen, W. (2003). The dynamics of the CEO-board relationship: An evolutionary perspective. *Academy of Management Review*, 28(3), 466-476.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Stulz, R.M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Talebnia, G., Shiri, A.R., Zarabi, M. (2013). The impact of earning management and audit quality on overinvestment of companies listed on TSE. *Auditing Knowledge*, 13(4), 1-26. [In Persian].
- Tehrani, R., Hesarzadeh, R. (2010). The role of free cash flow and financial constraint on over/under investment. *Accounting Research*, 1(3), 50-67 [In Persian].
- Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Verdi, R.S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency, *Working Paper*, Massachusetts Institute of Technology (MIT).
- Watts, R. (2003). Conservatism in accounting. Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(1), 207-221.
- Watts, R., Zimmerman, J.L. (1983). Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence. *The Journal of Law and Economics*, 26(3), 613-633.
- Wu, Y.W. (1997). Management buyouts and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 12(4), 373-389.
- Yaghobi, S.R., Banimahd, B. (2015). CEO tenure and earning quality, *Accounting and Management Auditing Knowledge*, 4(2), 33-42 [In Persian].
- Zayene, R., Jilani, F. (2010). The impact of investment opportunities on the value relevance of short-term and long-term discretionary accruals. *International Research Journal of Finance and Economics*, 59(2), 101-110.