

تاثیر فرصت طلبی مدیریتی بر پایداری سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد شفیق

کارشناسی ارشد، مدیریت مالی

نویسنده مسئول:

محمد شفیق



چکیده

در این پژوهش به بررسی تاثیر فرصت طلبی مدیریتی بر پایداری سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ استفاده شده است و نمونه نهایی متشکل از ۱۲۵ شرکت بوده که پس از اعمال محدودیت های مورد نظر با استفاده در روش حذف سیستماتیک در این تحقیق انتخاب شده اند. به این ترتیب، در مجموع تعداد ۷۵۰ سال، شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده ها پژوهشی است توصیفی (غیرآزمایشی). تجزیه و تحلیل داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Eviews8 صورت پذیرفت و شواهد تجربی به دست آمده با بهره گیری از آزمون های آماری مناسب تشریح گردید. نتایج تحقیق نشان داد که هزینه سرمایه غیرنرمال، انتشار سهام، درماندگی مالی و اهرم مالی با پایداری سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه ی معناداری دارد ولی بین جریان نقدی آزاد با پایداری سود در این شرکت ها رابطه ی معناداری یافت نشد.

کلمات کلیدی: سرمایه غیرنرمال، انتشار سهام، درماندگی مالی.

مقدمه

در این فصل ابتدا به موضوع تحقیق و اهمیت آن اشاره خواهد شد. سپس به بیان مسئله پرداخته می‌شود، در ادامه هدف از این تحقیق را بیان خواهد شد، مدل مفهومی ارائه خواهد شد و سپس کاربردهای تحقیق، جنبه جدید بودن و نوآوری تحقیق، قلمرو تحقیق و تعریف واژگان و اصطلاحات را بیان خواهد شد.

بیان مساله

یکی از اهداف گزارشگری مالی، ارائه اطلاعات مفید در مورد عملکرد مالی واحد تجاری برای طیف گسترده‌ای از استفاده کنندگان است. صورت سود و زیان، یکی از صورت‌های مالی اساسی است که این هدف را برآورده می‌سازد. محصول صورت سود و زیان، سود خالص، و یکی از اطلاعات مالی بسیار مهمی است که توسط سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به منظور تصمیم‌گیری از آنها استفاده شود (بزرگ اصل و صالح زاده، ۱۳۹۴). در بند ۴۷ بیانیه شماره ۱ هیات استانداردهای حسابداری مالی بیان شده است که سرمایه‌گذاران بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان از سود برای ارزیابی توان سودآوری، توان پرداخت سود سهام، پیش‌بینی سودهای آینده و ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها استفاده می‌کنند. در این راستا سرمایه‌گذاران در جستجوی دستیابی به کیفیت سود برای پیش‌بینی سودهای آینده و سایر اهداف ذکر شده هستند (ریچاردسون و همکاران^۱، ۲۰۰۵).

یکی از معیارهای ارزیابی کیفیت سود پایداری سود است. پایداری سود به معنای این است که تا چه حد نوآوری خاص در تحقق سودهای آینده باقی می‌ماند. هرچه پایداری سود بیشتر باشد، واحد تجاری توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد. بنابراین، کیفیت سود واحد تجاری بیشتر است. پایداری سود به معنای تکرارپذیری (استمرار) سود جاری است. هرچه پایداری سود بیشتر باشد، شرکت توان بیشتری در حفظ سودهای جاری دارد و فرض می‌شود کیفیت سود شرکت بیشتر است. سودهای پایدار، قسمتی از سودهای موجود است که ماندگارند و ماندگاری آن‌ها ادامه می‌یابد (کردستانی و طایفه، ۱۳۹۲).

تغییرات در اجزای فعلی سودها که به سودهای آتی منتقل می‌شود، نشان‌دهنده ماندگاری سود و در نتیجه کیفیت سود است. کارایی مدیریت در استفاده از منابعی است، که در اختیار وی گذاشته شده است و پایداری سود می‌تواند این کارایی را نشان دهد. هر چه سودهای کسب شده از طریق دارایی‌های عملیاتی باشد، پایداری سود بیشتر خواهد بود. مدیران کارآتر (دارایی توانایی بیشتر)، به واسطه درک بهتر از ریسک، ممکن است پروژه‌های بهتری را انتخاب کرده و عملیات شرکت را به صورت کارآتری مدیریت می‌کنند. این اقدام مدیران، احتمالاً بر پایداری سود در دوره‌های آتی، در بخش تعهدی و نقدی عملیاتی، تأثیر مثبت خواهد گذاشت (دمیرجیان و همکاران^۲، ۲۰۱۳).

مدیران می‌توانند با تصمیمات خود در رابطه با پروژه‌های عملیاتی شرکت بر پایداری سود و در نتیجه کیفیت سود تأثیرگذار باشند. مدیران کارآتر و دارایی توانایی‌های ذاتی بالاتر می‌توانند به سرعت از شرایط واحد اقتصادی تحت تصدی و صنعت مورد فعالیت خود، شناخت کافی به دست آورده و نسبت به انتخاب پروژه‌های با کیفیت تر و دارای ریسک پایین تر اقدام کنند. بنابراین توانایی مدیران می‌تواند به صورت مستقیم بر پایداری سود اثر گذاشته و به تبع آن تصمیمات استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را تحت تأثیر قرار دهد. زیرا هرچه سود شرکت از پایداری بیشتری برخوردار باشد، برای آن شرکت دورنمای بهتری ترسیم شده و برای سرمایه‌گذاران از جذابیت بالاتری برخوردار خواهد بود. بنابراین مطالعه اثر توانایی مدیریت بر پایداری سود می‌تواند از اهمیت ویژه‌ای در رابطه با موضوع تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، برخوردار باشد (رستمیان و همکاران، ۱۳۹۰).

با توجه به مباحث مطرح شده، این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر فرصت طلبی مدیریتی بر پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به نظر می‌رسد، بررسی این موضوع می‌تواند کم‌زیادی به شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار کشورمان و افراد درگیر در حوزه‌های مالی و حسابداری نماید. سوالی که در این تحقیق به دنبال پاسخی برای آن می‌باشد به صورت زیر می‌باشد: آیا فرصت طلبی مدیریت بر پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد؟

¹. Richardson et al

². Demerjian et al

ضرورت تحقیق

زمانی که مدیران از اختیارات خود، اطلاعات محرمانه درباره سودآوری شرکت را برای منافع شخصی منتشر کنند، مدیریت سود فرصت طلبانه خواهد بود. اما اگر مدیران از اختیارات خود برای انتشار اطلاعات محرمانه در مورد سودآوری شرکت، در چارچوب بهای تمام شده تاریخی استفاده کنند، مدیریت سود کارا خواهد بود. سود ارتباط نزدیکی با جریان نقدی دارد و شکاف بین سود و جریان نقد، اقلام تعهدی است. یکی از کاربرد های اقلام تعهدی، انتقال یا تعدیل شناخت جریان های نقدی در طول زمان است. به طوری که ارقام تعدیل شده (سود) بتواند، عملکرد شرکت را بهتر اندازه گیری کند. با این حال، اقلام تعهدی نیاز به مفروضات و پیش‌بینی جریان نقدی آینده دارد. بنابراین، اقلام تعهدی محصول قضاوتها، برآوردها و تخصیص است (کیتوال و همکاران، ۲۰۰۹). جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود (غلام زاده لداری، ۱۳۸۸).

مدیران واحدهای اقتصادی ممکن است به قصد دستیابی به منافع بیشتر، اقدام به دستکاری سود حسابداری نمایند. انگیزه اصلی آنها افزایش پاداش فعلی خود از طریق افزایش سود حسابداری است. رفتار فرصت طلبانه مدیران اقتضا می‌کند در گزارش سود، دخل و تصرف کنند و زمانی که این دخل و تصرف کشف شود، کیفیت سود شرکت مورد سوال قرار گرفته، تحلیلگران مالی مجبور به ارزیابی مجدد اطلاعاتی مالی می‌شوند. یکی از اهداف دستکاری سود، هموارسازی سود گزارش شده است. هموار سازی سود نوعی عمل آگاهانه است که توسط مدیریت و با استفاده از ابزارهای خاصی در حسابداری برای کاستن از نوسان های سود انجام می‌گیرد (مشکی و همکاران، ۱۳۹۱).

سرمایه‌گذاران در مقایسه با سایر شاخص های عملکرد (از قبیل سود نقدی، جریان های نقدی و تغییرات سود) اتکای بیشتری بر روی اطلاعات مربوط به سود دارند. از این رو سود گزارش شده یکی از معیارهای تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است. برای اینکه سود گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری شرکت به استفاده کنندگان کمک کند و سرمایه‌گذاران با اتکا به اطلاعات سود، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، ارائه اطلاعات باید به نحوی باشد که ارزیابی عملکرد گذشته را ممکن سازد و در سنجش توان سودآوری و پیش‌بینی فعالیت های آتی موثر باشد. بنابراین علاوه بر اینکه رقم سود گزارش شده برای سرمایه‌گذاران مهم است و بر تصمیمات آنها موثر است، ویژگی های کیفی سود نیز به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات سود مورد توجه خاص سرمایه‌گذاران است (ایزدنیا و همکاران، ۱۳۹۱).

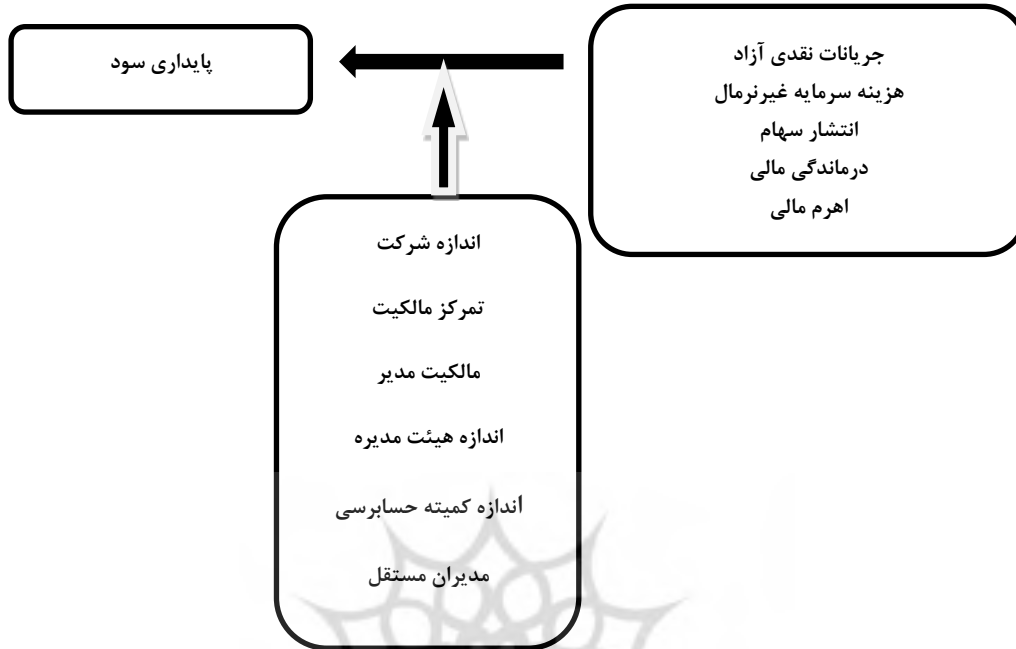
پایداری سود از جمله ویژگی های کیفی سود حسابداری است که مبتنی بر اطلاعات حسابداری می‌باشد. پایداری سود شاخصی است که به سرمایه‌گذاران (و استفاده کنندگان از صورت های مالی) در ارزیابی سودهای آتی و جریان های نقدی شرکت کمک می‌کند. پایداری سود به معنای استمرار و تکرارپذیری سود جاری است. هر چه پایداری سود بیشتر باشد، شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری را دارد و فرض می‌شود، کیفیت سود بالاتر است (ایزدنیا و همکاران، ۱۳۹۱).

اهداف تحقیق

- بررسی تاثیر جریانات نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی تاثیر هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی تاثیر انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی تاثیر درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- بررسی تاثیر اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

مدل مفهومی تحقیق

با توجه به این موضوع، مدلی که در این تحقیق از آن استفاده می کنیم به صورت مدل مفهومی ارایه شده در نمودار (۱) می باشد که در زیر آمده است:



نمودار (۱): مدل مفهومی تحقیق

قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی

تحقیق حاضر از نظر موضوعی در چارچوب مباحث حسابداری قرار دارد که در آن به بررسی تاثیر فرصت طلبی مدیریتی بر پایداری سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

قلمرو مکانی

این پژوهش بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

قلمرو زمانی

این پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ تشکیل می دهند.

تعریف واژه ها و اصطلاحات

مدیریت سود فرصت طلبانه: به عقیده سابرا مانیم (۱۹۹۶)، هنگامی که مدیران از اختیارات خود برای افزایش منافع شخصی، با میل بیشتری اقدام به انتشار اطلاعات محرمانه درباره سودآوری شرکت کنند، مدیریت سود فرصت طلبانه خواهد بود (سریگار و همکاران، ۲۰۰۸).

اهرم مالی: اهرم مالی معیاری از مقدار بکارگیری شرکت از حقوق صاحبان و بدهی برای تامین مالی دارایی اش می باشد (پاچوری و همکاران، ۲۰۱۲).

اندازه شرکت: اندازه شرکت متغیر کلیدی در اداره و کنترل شرکت ها است نوع ساختار و چگونگی اعمال مدیریت و به بهتر از همه روش های تأمین مالی در شرکت های با اندازه بزرگ، با شرکت های با اندازه کوچک متفاوت است. برای تعیین اندازه شرکت از معیارهای مختلفی مانند ارزش مجموع دارایی ها، مجموع فروش، تعداد کارکنان، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت و لگاریتم ارزش مجموع دارایی ها استفاده می شود (ساروکلائی و همکاران، ۱۳۹۲).

تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می شود که میزان در خور ملاحظه ای از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸).

درماندگی مالی: هرگاه جریان های نقدی شرکت برای بازپرداخت اصل و فرع بدهی کافی نباشد شرکت دچار درماندگی مالی می شود (رستمی و همکاران، ۱۳۹۰).

هزینه سرمایه: هزینه سرمایه عبارت است از هزینه فرصت کلیه سرمایه گذاری های انجام شده در یک بنگاه اقتصادی که توسط مدیریت شرکت در تخصیص منابع سهامداران و طلبکاران انجام داده است (عثمانی، ۱۳۸۱).

جریان نقد عملیاتی: جریانهای ورودی و خروجی نقدی مرتبط با فعالیت های شرکت مانند دریافت های نقدی حاصل از فروش کالا و ارائه خدمات، دریافت های نقدی حاصل از حق امتیاز، حق الزحمه، کارمزد و سایر درآمدهای عملیاتی و غیره... (جنسن و مکین، ۱۹۷۶).

اقدام تعهدی: اقدام تعهدی تفاوت بین سود و وجه نقد حاصل از عملیات تعریف کرد. در واقع اقدام تعهدی به اقلامی گفته می شود که موجب به تعویق افتادن ثبت درآمدها و هزینه ها می شوند (جونز، ۱۹۹۱).

مالکیت مدیریتی: برابر است با سهام اعضای هیئت مدیره تقسیم بر کل سهام تعریف می شود (فیا، ۲۰۱۵).

اندازه هیئت مدیره: برابر است با تعداد کل مدیران در هیئت مدیره (فیا، ۲۰۱۵).

مدیران مستقل: به صورت لگاریتم طبیعی تعداد کل مدیران مستقل در کمیته های حسابرسی تعریف می شود (فیا، ۲۰۱۵).

پیشینه تحقیق

تحقیقات داخلی

جدول (۱): پژوهش های انجام شده پیرامون موضوع در داخل کشور

ردیف	موضوع تحقیق	سال	پژوهشگران	نتایج
۱	بررسی ارزیابی رابطه تمرکز مالکیت بر نسبت نقدینگی و پایداری سود در شرکتهای پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران	۱۳۹۵	مرادی و همکاران	بین تمرکز مالکیت و گردش معاملات، بین تمرکز مالکیت و ارزش معاملات هم چنین بین تمرکز مالکیت و پایداری سود رابطه معناداری وجود دارد، اما وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و تعداد دفعات معاملات تایید نشد.
۲	بررسی رابطه تامین مالی از طریق انتشار سهام و کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۹۴	پاکدل و همکاران	بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و قابلیت پیش بینی سود رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. و بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و پایداری سود و همواره سازی سود رابطه معناداری وجود ندارد.
۳	بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تاکید بر اجزای تعهدی و جریان های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار	۱۳۹۴	بزرگ اصل و همکاران	رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و پایداری سود و هم چنین، توانایی مدیریت و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود است، ولی رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی تر است.
۴	بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۹۳	فراهانی و همکاران	ساختار مالکیت بر پایداری سود تاثیر معنی داری دارد. تاثیر مالکیت مدیریتی و ۵ سهامدار بزرگ تر بر پایداری سود مثبت و معنی دار و تاثیر مالکیت انفرادی بر پایداری سود منفی و معنی دار است. ضمن اینکه میان مالکیت نهادی و مالکیت سهامدار بزرگ تر و پایداری سود رابطه معنی داری وجود ندارد.
۵	بررسی ویژگی های کیفی سود و نوع مدیریت سود در شرکت های درمانده مالی و ورشکسته	۱۳۹۳	کردستانی و همکاران	مدیریت سود در هر سه گروه شرکت های ورشکسته، درمانده و سالم، بیشتر به فرصت طلبانه بودن گرایش دارد. به علاوه ویژگی های کیفی سود بر نوع مدیریت سود تاثیری ندارند و مدیریت سود بهتر از ویژگی های سود می تواند سودآوری آتی را پیش بینی کند. همچنین، کیفیت سود در شرکت های

			سالم، بالاتر از شرکت های درمانده و ورشکسته است.
۶	بررسی مجموعه فرصت های سرمایه گذاری و نسبت اهرمی بر رابطه بین سود - بلزده، قیمت گذاری اقلام تعهدی اختیاری و پایداری سود از دیدگاه تحلیل گران	۱۳۹۳	خدادادی و همکاران
۷	بررسی ارزیابی تاثیر تغییرات غیر عادی وجه نقد در پایداری سود و کارایی بورس اوراق بهادار تهران در تشخیص ویژگی های پایداری اجزای سود	۱۳۹۲	دستگیر و همکاران
۸	بررسی پایداری اجزای نقدی شود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۹۱	خدادادی و همکاران
۹	بررسی تاثیر مدیریت سود در پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۹۱	مشکی و همکاران
۱۰	بررسی تاثیر محافظه کاری حسابداری بر پایداری سود و توزیع سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۸۸	مشایخی و همکاران
۱۱	بررسی تحلیلی تاثیر توانایی پیش‌بینی اجزاء تعهدی و جریان‌های نقدی بر کیفیت سود پیش‌بینی شده	۱۳۸۷	مدرس و همکاران
۱۲	بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی	۱۳۸۶	کردستانی و همکاران
۱۳	بررسی ابعاد جدیدی از کیفیت اقلام تعهدی مربوط به سرمایه در گردش و سود	۱۳۸۵	نوروش و همکاران

تحقیقات خارجی

جدول (۲): پژوهش های انجام شده پیرامون موضوع در خارج از کشور

ردیف	موضوع تحقیق	سال	پژوهشگران	نتایج
۱	بررسی تاثیر پنج مشوق فرصت طلبی مدیریت شامل جریان نقدی آزاد، هزینه سرمایه غیرنرمال، سهام های منتشره، درماندگی و اهرم بر پایداری سود گزارش شده	۲۰۱۵	فی	پایداری سود شرکت ها به طور معناداری با خصیصه های فرصت طلبی مدیریت در ارتباط است. این موضوع دلالت بر این دارد که مکانیزم های مدیریتی بهتری برای یکپارچگی حاکمیت شرکتی وجود دارد
۲	بررسی ارتباط غیرخطی بین پایداری سود و محافظه کاری مبادرت	۲۰۱۵	لی و همکاران	زمانی که سطح محافظه کاری افزایش می یابد، ضریب پایداری سود در ابتدا افزایش یافته و سپس کاهش پیدا می کند. در حقیقت می توان گفت ارتباط بین محافظه کاری و پایداری سود به صورت منحنی می باشد. علاوه بر این، آنها دریافتند ارتباط غیرخطی تنها بین محافظه کاری و مولفه های اقلام تعهدی وجود دارد.
۳	بررسی بازار سرمایه در کره	۲۰۱۴	هونگ بوک و همکاران	سطح بالای پایداری سود در بازار اوراق بهادار کره بیش از اقلام تعهدی، به جزء نقدی قابل انتساب است. اعضای بازار اوراق بهادار کره معمولاً در مقایسه با اقلام تعهدی واکنش بیشتری نسبت به جریان نهایی نقدی نشان می دهند. با این وجود، شواهد دیگری نیز وجود دارد که با انتظار فوق مغایرت دارد.
۴	بررسی تاثیر هفت ویژگی کیفی سود شامل، کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، یکنواختی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن سود و محافظه کارانه بودن سود را بر هزینه سرمایه سهام عادی	۲۰۱۳	جنیفر فرانسیس	شرکت هایی که ویژگی های کیفی سود آن ها از مطلوبیت پایین تری برخوردار است در مقایسه با شرکت هایی که ویژگی های کیفی سود آن ها مطلوبیت بالاتری دارد، هزینه سرمایه سهام عادی بالاتری را تجربه کرده اند.
۵	بررسی تاثیر قابلیت اتکای پایین اقلام تعهدی سود را بر ضریب پایداری سود و همچنین واکنش سرمایه گذاران به این پدیده را برای بازار سرمایه کادانا	۲۰۱۲	بوبکری	قابلیت اتکای پایین اقلام تعهدی سود تا حدودی می تواند سوءگیری های موجود در ضریب پایداری سود را توضیح دهد. علاوه بر آن، سرمایه گذاران هر دو گروه اقلام تعهدی با قابلیت اتکای پایین و بالا را بیش از واقع تخمین می زنند.
۶	بررسی پایداری جزء نقدی سود تحت تاثیر تصمیمات مدیریت پیرامون نگهداشت و یا توزیع وجه نقد قرارداد و اینکه آیا قیمت سهام به طور کامل قادر است ویژگی های مختلف پایداری هریک از اجزای جریان های نقدی در رابطه با سود آتی را منعکس می کند	۲۰۱۰	دچو و همکاران	وقتی شرکت ها وجوه نقد را در شرکت نگهداری می کنند، پایداری آنها کمتر و تقریباً برابر با پایداری اقلام تعهدی می شود. افزون بر این، یافته های بدست آمده، از قیمت گذاری اشتباه جریان های نقدی نگهداری شده در شرکت و صحت قیمت گذاری جریان های نقدی توزیع شده حکایت دارد.
۷	بررسی رشد سرمایه گذاری و رابطه بین ارزش حقیق صاحبان سهام، سود و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	۲۰۱۱	شنگ کوان و همکاران	فرصت های رشد سرمایه گذاری در شرکت هایی که دارای سود بالاتری هستند بیشتر است و هم چنین، ضریب پایداری سود در میان شرکت هایی که دارای فرصت های رشد سرمایه گذاری بالاتری هستند، بهتر است
۸	بررسی مدیریت سود و تاثیر کیفیت سود بر سطح درماندگی مالی و ورشکستگی شرکت های چینی	۲۰۱۱	لی و همکاران	نوع مدیریت سود شرکت های ورشکسته فرصت طلبانه است و مدیریت سود در شرکت های سالم، بیشتر از شرکت های درمانده مالی، به نوع کارا گرایش دارد.
۹	بررسی جزء نقدی سود با سه قسمت منفک شده و پایداری آنها	۲۰۰۶	دیچو و همکاران	جریان نقدی انباشته پایداری در حد جزء تعهدی دارد و تنها جریان نقدی توزیع شده به سهامداران دارای پایداری بالاتری است. به عبارت دیگر، زمانی که شرکتها جریانهای نقدی خود را حفظ می کنند جزء نقدی پایداری همانند جزء تعهدی دارد و تنها زمانی که جریانهای نقدی به شکل سودسهام بین سهامداران تقسیم می شود جزء نقدی پایداری بیش از جزء تعهدی خواهد داشت.

روش تحقیق

۱- روش تحقیق بر حسب هدف

تحقیق حاضر قصد دارد تا به "تاثیر فرصت طلبی مدیریتی بر پایداری سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بپردازد و از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی می باشد.

۲- روش تحقیق بر حسب نحوه گردآوری داده ها

پژوهش حاضر از نظر گردآوری داده ها و اطلاعات و روش تجزیه و تحلیل یک تحقیق توصیفی و غیر آزمایشی می باشد که سعی پژوهشگر بر این است تا یک مساله و پرسش واقعی که در عمل وجود دارد طی یک فرایند تحقیق پاسخ دهد. همچنین پژوهش حاضر نیز به بررسی تاثیر فرصت طلبی مدیریتی بر پایداری سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد و هدف آن توصیف شرایط و پدیده مورد بررسی است و در ضمن هیچ گونه تغییری بر روی متغیرهای مستقل انجام نشده است از این رو بر حسب نحوه گردآوری داده ها طرح پژوهش جزو پژوهش های توصیفی (غیر آزمایشی) طبقه بندی می شود.

۳- مراحل انجام تحقیق

هدف از انتخاب روش تحقیق آن است که محقق مشخص نماید چه شیوه و روشی اتخاذ کند تا او را هر چه سریع تر، دقیق تر، آسان تر و ارزان تر در دستیابی به پرسش های تحقیق یاری نماید. این تحقیق به صورت کتابخانه ای و میدانی انجام گرفته، و با انجام مراحل زیر به فرضیات تحقیق پاسخ داده شده است:

(۱) بررسی تحقیقات مشابه.

(۲) مطالعات علمی پیرامون موضوع با استفاده از کتب و مقالات فارسی و لاتین.

(۳) تعیین روش تحقیق و تعیین اندازه نمونه .

(۴) جمع آوری اطلاعات.

(۵) تجزیه و تحلیل داده های آماری با استفاده از نرم افزار *Eviews8*.

(۶) نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات لازم.

۴- اهداف تحقیق

بررسی تاثیر جریان نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

بررسی تاثیر هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

بررسی تاثیر انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران .

بررسی تاثیر درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

بررسی تاثیر اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۵- سوالات تحقیق

آیا جریان نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد؟

آیا هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد؟

آیا انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد؟

آیا درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد؟

آیا اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد؟

۶- فرضیات تحقیق

جریان نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

۷- جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ می باشند. در این تحقیق ما از روش غربال گری استفاده خواهیم کرد و در نهایت در صورت دست نیافتن به حجم نمونه مناسب از فرمول کوکران برای انتخاب نمونه استفاده می شود. شروطی که در این پژوهش در نظر گرفته شده است به صورت زیر می باشد:

تعداد شرکت هایی که عضو شرکت های بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک ها و هلدینگ و... بوده اند.

تعداد شرکت هایی که طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ از بورس حذف یا وارد فرابورس شده اند

تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹/۱۲ نبوده است.

تعداد شرکت هایی که طی بازه ۸۹-۹۳ تغییر سال مالی داده اند.

تعداد شرکت هایی که اطلاعات مورد نیاز تحقیق آنها در بازه زمانی در دسترس نبوده است یا ناقص بوده است.

حجم نمونه با توجه به روش غربالگری برابر با ۱۸۴ شرکت در جدول ۳ ارائه شده است:

جدول (۳): حجم نمونه با توجه به روش غربالگری

۴۹۵		تعداد شرکت هایی که تا سال ۱۳۹۳ در بورس حضور داشتند
۴۲۹	(۶۶)	تعداد شرکت هایی که عضو شرکت های بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک ها و هلدینگ و... بوده اند
۳۶۳	(۱۰۹)	تعداد شرکت هایی که طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ از بورس حذف یا وارد فرابورس شده اند
۲۵۳	(۶۷)	تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹/۱۲ نبوده است
۲۴۲	(۱۱)	تعداد شرکت هایی که طی بازه ۸۹-۹۳ تغییر سال مالی داده اند
۱۸۴	(۵۸)	تعداد شرکت هایی که اطلاعات مورد نیاز تحقیق آنها در بازه زمانی در دسترس نبوده است یا ناقص بوده است
۱۸۴		تعداد شرکت هایی که اطلاعات آنها طی دوره ۸۹-۹۳ کامل بوده است.

تعداد نمونه مانده از کل شرکت ها با انجام روش غربالگری ۱۸۴ شرکت می باشد که آن را در فرمول کوکران که یکی از فرمول های معمول برای محاسبه حجم نمونه است قرار می دهیم:

$$n = \frac{N \times \left(\frac{Z_{\alpha}}{2}\right)^2 \times p(q)}{(N-1) \times \varepsilon^2 + \left[\left(\frac{Z_{\alpha}}{2}\right)^2 \times p(q)\right]}$$

$$n = \frac{184 \times (1.96)^2 \times 0.5(0.5)}{(184-1) \times 0.05^2 + [(1.96)^2 \times 0.5(0.5)]} = 124.17 \cong 125$$

که در آن:

n: حجم نمونه،

N: حجم جامعه آماری،

$\frac{Z_{\alpha}}{2}$: متغیر استاندارد شده توزیع نرمال، که در سطح اطمینان ۰/۹۵ برابر ۱/۹۶ می باشد،

p: نسبت موفقیت،

q: نسبت عدم موفقیت،

و در نهایت ε حداکثر اشتباه یا خطای برآورد که برابر ۰/۰۵ می باشد (آذر و مومنی، ۱۳۹۰: ۷۸).

در نتیجه، تعداد ۱۲۵ شرکت، به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. که این شرکت ها به صورت تصادفی ساده بدون جایگزین انتخاب می شوند.

مدل رگرسیونی و تعریف اندازه گیری متغیرها

مدل رگرسیونی پژوهش

$$EARNREL_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{j,t} + \beta_2 ABCAPEX_{j,t} + \beta_3 ESOS_{j,t} + \beta_4 LSS_{j,t} + \beta_5 DEBT_{j,t} + \beta_6 SZE_{j,t} + \beta_7 OWNCON_{j,t} + \beta_8 OWNMN_{j,t} + \beta_9 BSZE_{j,t} + \beta_{10} AUDCOM_{j,t} + \beta_{11} AUCOMIN_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (\text{معادله ۱})$$

متغیر وابسته: پایداری سود

$EARNREL_{j,t}$: پایداری سود. برای اندازه گیری این متغیر از مدل ارائه شده توسط اسلون (۱۹۹۶) استفاده می شود که در ارتباط با مولفه های اقلام تعهدی حسابداری و جریانهای نقدی است. این معادله به صورت زیر محاسبه می شود:

$$EARN_{j,t} / TA_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 TACC_{j,t-1} / TA_{it-1} + \alpha_2 CFO_{j,t-1} / TA_{it-1} + e_{j,t}$$

$EARN_{j,t}$: سود خالص؛

$TACC_{j,t-1}$: اقلام تعهدی کل شرکت در سال t-1

$CFO_{j,t-1}$: جریانهای نقدی عملیاتی شرکت در سال t-1

$e_{j,t}$: خطای مدل که همان پایداری سود است؛

(تمامی این متغیرها تقسیم بر دارایی کل اول دوره می شوند).

متغیرهای مستقل

$FCF_{j,t}$: جریانهای نقدی آزاد (عملیاتی خالص). برابر است با جریانهای نقدی خالص تقسیم بر دارایی کل اول دوره؛

$ABCAPEX_{j,t}$: هزینه سرمایه غیرنرمال. برابر است با تفاوت بین هزینه سرمایه در سال t و t-1 که براساس تغییر هزینه سرمایه نسبت خاص-صنعت تعدیل می شود. برای محاسبه هزینه سرمایه از مدل گوردون استفاده شده است (پورزمانی و منصور، ۱۳۹۴). مدل گوردن از مدل ارزشگذاری زیر مشتق می شود:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

در این مدل k معرف هزینه سرمایه سهام عادی می باشد و از رابطه زیر محاسبه می شود:

$$k = r_{i,t} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

D_1 : سود نقدی پرداخت شده برای هر سهم پس از کسر افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی.

P_0 : قیمت هر سهم در ابتدای سال مالی.

g: نرخ رشد سود تقسیمی.

$ESOS_{j,t}$: انتشار سهام. تعداد سهام جدید منتشره شده در سال جاری تقسیم بر تعداد کل سهام منتشره؛

$LSS_{j,t}$: درماندگی مالی. متغیر ساختگی است که وقتی سود خالص منفی باشد یک و در غیر این صورت صفر می باشد؛

$DEBT_{j,t}$: اهرم مالی. برابر است با نسبت بدهی کل به دارایی کل.

متغیرهای کنترلی

$SZE_{j,t}$: اندازه شرکت. برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی کل؛
 $OWNCON_{j,t}$: تمرکز مالکیت. برابر است با سهام ۵ سهامدار بزرگ تقسیم بر سهام کل؛
 $OWNMN_{j,t}$: مالکیت مدیر. برابر است با سهام اعضای هیئت مدیره تقسیم بر سهام کل؛
 $BSZE_{j,t}$: اندازه هیئت مدیره. برابر است با تعداد کل مدیران در هیئت مدیره؛
 $AUDCOM_{j,t}$: اندازه کمیته حسابرسی. برابر است با تعداد کل اعضای کمیته حسابرسی؛
 $AUCOMIN_{j,t}$: مدیران مستقل عضو کمیته حسابرسی. لگاریتم طبیعی تعداد کل مدیران مستقل در کمیته های حسابرسی.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

تجزیه و تحلیل اطلاعات در قالب دو بخش آمار توصیفی و استنباطی صورت پذیرفته است:

الف: آمار توصیفی

این بخش شامل شاخص های تمرکز و پراکنش هریک از متغیرهای تحقیق برای مجموعه شرکت ها، طی سالهای مورد مطالعه است که شامل شاخص هایی چون: میانگین، انحراف معیار، ضریب چولگی و کشیدگی می باشد.

ب: آمار استنباطی

در این بخش به آزمون فرضیه های تحقیق و پیش-آزمون های مربوطه پرداخته می شود. آزمون های مورد استفاده در این بخش عبارتند از:

آزمون دیکی فولر

استفاده از روش برآورد OLS و اکثر مدل های اقتصادسنجی در کارهای تجربی بر این فرض استوار است که متغیرهای سری زمانی مورد استفاده پایا هستند. از طرف دیگر، باور غالب آن است که بسیاری از متغیرهای سری زمانی در اقتصاد پایا نیستند. از این رو قبل از استفاده از این متغیرها لازم است نسبت به پایایی یا عدم پایایی آنها اطمینان حاصل کرد. اولین قدم در راستای تعیین پایایی یک متغیر، مشاهده نمودار سری زمانی آن متغیر است. البته این امکان وجود دارد که یک متغیر سری زمانی در عین حالیکه دارای روند زمانی است، در حول این روند زمانی پایا باشد. در این جاست که بحث روندهای قطعی و روندهای تصادفی مطرح می شود. تشخیص وجود روند تصادفی در یک سری زمانی، به سادگی از طریق آزمون ریشه واحد امکان پذیر است. یکی از سودمندترین آزمون ها در زمینه مانایی (سکون) آزمون دیکی فولر تعمیم یافته^۳ است. فرض کنید سری Y_t بر اساس ساده ترین شکل خود، یک مدل خود رگرسیونی از درجه اول است؛ یعنی:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

چنانچه $|\alpha| < 1$ باشد، سری ماناست. در این آزمون فرض صفر دلیل بر نامانایی است و حالت مطلوب زمانی اتفاق می افتد که فرض صفر رد شود.

آزمون چاو و هاسمن

سه روش عمده برای برآورد الگوهای مبتنی بر داده های اقتصادی، به شرح ذیل است.

۱- عرض از مبدا مشترک و ثابت برای تمام مشاهدات مقطعی (Pool)

۲- عرض از مبدا متفاوت میان مشاهدات مقطعی (روش تاثیرات ثابت)

۳- عرض از مبدا تصادفی برای مشاهدات مقطعی (روش تصادفی)

برای بررسی این موضوع که «آیا عرض از مبدا مشترک برای تمامی داده ها وجود دارد یا خیر؟»، فرضیه زیر مورد آزمون قرار می گیرد:

$$\left[\begin{array}{l} H_0: \text{کلیه مشاهدات دارای عرض از مبدا مشترک هستند} \\ H_1: \text{کلیه مشاهدات دارای عرض از مبدا مشترک نیستند} \end{array} \right.$$

³. augmented Dicky Fuller

این فرضیه با توجه به آماره F لیمر و یا همان آزمون چاو مورد آزمون قرار می گیرد. در صورتی که فرض H_0 رد شود و فرض H_1 قبول گردد شرکت ها دارای عرض از مبدا یکسان نخواهند بود و از روش پانل استفاده می شود، در صورت تأیید فرض صفر از روش تلفیق (pool) استفاده می شود.
تصریح این آزمون به صورت زیر می باشد:

$$F = \frac{(R_{fe}^2 - R_{pls}^2)/(N-1)}{1 - R_{fe}^2/(NT - K - N)}$$

در این رابطه R_{fe}^2 ضریب تعیین در روش اثرات ثابت، R_{pls}^2 ضریب تعیین در روش حداقل مربعات تلفیقی، N تعداد مقاطع، k تعداد متغیرهای توضیحی و T طول دوره زمانی می باشد. اگر F محاسباتی از F بحرانی بزرگتر باشد، در این صورت روش اثرات ثابت انتخاب خواهد شد.

با استفاده از داده های ترکیبی (پنل)، می توان به تخمین های کارا دست یافت. شکل کلی مدل داده های ترکیبی که به مدل اجزاء خطا^۴ معروف است، به صورت زیر می باشد:

$$Y_{it} = B_1 + \sum_{j=2}^k B_j X_{jit} + \sum_{p=1}^s \gamma_p Z_{pi} + \delta t + \varepsilon_{it}$$

در رابطه فوق، Y نشان دهنده متغیر وابسته، X متغیرهای توضیحی مشاهده شده و Z نشان دهنده متغیرهای توضیحی غیر قابل مشاهده اثرگذار بر متغیر وابسته در هر مقطع است که برای توضیح بهتر مدل داده های ترکیبی، این دسته از متغیرها از مقادیر اجزاء خطا جدا شده اند. نماد i نشان دهنده مقطع ها یا واحدهای مشاهده شده، t نشان دهنده دوره زمانی و j و p به ترتیب نشانگر تعداد متغیرهای مشاهده شده و مشاهده نشده است. ε_{it} نشان دهنده خطای برآورد داده های ترکیبی است که تمامی شرایط مربوط به جملات خطا تحت فرضیات گوس-مارکوف^۵ را داراست. جمله روند نشان دهنده تغییرات جمله ثابت در طول زمان است. این مدل به مدل داده های ترکیبی دو طرفه معروف است.

از آنجا که متغیرهای Z قابل اندازه گیری نیستند، می توان مجموع همه آنها را به صورت یک متغیر α_i نشان داد که در این صورت معادله فوق را می توان به صورت زیر بازنویسی کرد:

$$Y_{it} = B_1 + \sum_{j=2}^k B_j X_{jit} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

که در آن $\alpha_i = \sum_{p=1}^s \gamma_p Z_{pi}$ اگر الف با هر کدام از متغیرهای توضیحی دیگر X وابسته باشد، برآورد و تحلیل از طریق این معادله، دارای تورش مربوط به متغیرهای برآورد نشده خواهد بود (دوقرتی، ۲۰۰۴).

اگر متغیرهای غیرقابل اندازه گیری کنترل شود، می توان با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی یا حداقل مربعات تعمیم یافته به تخمین های کارایی دست یافت. یکی از راه های کنترل، بکارگیری مدل اثرات ثابت^۶ است. در مدل اثر ثابت، اثرات مشاهده نشده در جمله ثابت رگرسیون وارد می شود. در این مدل با استفاده از روش متغیرهای مجازی یا روش تفاضل گیری، اثرات متغیرهای مشاهده نشدنی کنترل می شود. مزیت مدل با اثرات ثابت این است که می تواند اثراتی را که در هر یک از مؤلفه ها متفاوت است ولی در طول زمان تغییر نمی کند، نشان دهد. البته پس از تشکیل مدل دیگر نمی توان به آن متغیری افزود که در طول زمان تغییر نکند، چرا که با اثرات ثابت موجود همخطی کامل پیدا خواهد کرد. از سوی دیگر عیب چنین مدلی این است که در آن باید برای هر یک از متغیرهای مجازی یک ضریب و در مجموع N ضریب تخمین زد. این امر هنگامی که تعداد مؤلفه ها یعنی N خیلی زیاد باشد، که معمولاً نیز چنین است، مسئله ساز خواهد شد.

برای برطرف کردن این مشکل یک راه آن است که میانگین زمانی هر یک از متغیرها را از مقدار اصلی آنها کم کنیم. با این کار به مدلی می رسیم که فاقد عرض از مبدا خواهد بود و می توانیم روش حداقل مربعات معمولی را برای آن اجرا کنیم.

⁴. Error Components Model

⁵.Guass-Markov

⁶. Fixed Effect Model

روش دیگر آن است که تفاضل مرتبه اول متغیرها را به جای آنها در مدل به کار ببریم. در این صورت نیز عرض از مبدأ از مدل حذف می شود و مشکل تعداد زیاد پارامترها برای تخمین نیز برطرف می گردد.

بنابراین در مدل های اثرات ثابت، برای دستیابی به تخمین های کارا از روش حذف متغیرهای غیر قابل مشاهده اثرگذار در مدل استفاده می شود. بکارگیری این روش موجب حذف بسیاری از متغیرهای مهم می شود. از این رو می توان بجای در نظر گرفتن این متغیرها، آنها را در اجزاء خطا منظور کرد. این روش به مدل اثرات تصادفی^۷ معروف است.

رویکرد اثرات تصادفی بر عکس رویکرد اثرات ثابت است. یعنی در آن عرض از مبداها با متغیرهای مستقل همبستگی ندارند و جملات ثابت محسوب می شوند. در واقع عرض از مبداها مشروط و مقید به چیزی نیستند بلکه یک جمله تصادفی هستند. تخمین مدل اثرات تصادفی یک روش جایگزین برای تخمین مدل اثرات ثابت است. تفاوت چنین مدلی با اثرات ثابت این است که در آن عرض از مبدأ مختص هر یک از متغیرها مقادیر ثابتی نیستند، بلکه به صورت تصادفی انتخاب می شوند. از سوی دیگر مزیت این مدل بر مدل اثرات ثابت آن است که تعداد پارامترهای کمتری باید تخمین زده شود.

برای تخمین این مدل باید توجه داشت که در این حالت واریانس های مربوط به مقاطع مختلف با هم یکسان نبوده و مدل ما دچار واریانس ناهمسانی می باشد که باید از با استفاده از برآوردگر GLS آن را تخمین زد. اولین شرط برای استفاده از مدل اثرات تصادفی آن است که متغیرها به صورت تصادفی انتخاب شده باشند. در این صورت α_i متغیری تصادفی است و مدل اصلی را می توان به صورت زیر بازنویسی کرد:

$$Y_{it} = B_1 + \sum_{j=2}^k B_j X_{jit} + u_{it}$$

که در آن $u_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$ است.

شرط لازم استفاده از این مدل، عدم وابستگی متغیرهای الفبا به سایر متغیرهای توضیحی در مدل است. اگر این شرط برقرار نباشد، تخمین مدل اثر تصادفی، غیر ثابت و با تورش خواهد بود. در این صورت از مدل اثرات ثابت استفاده می شود.

بنابراین وقتی که از داده های ترکیبی استفاده می شود، باید آزمون های مختلفی برای تشخیص روش تخمین مناسب انجام داد. رایج ترین آنها آزمون هاسمن^۸ برای انتخاب یکی از مدل های اثر ثابت یا مدل اثر تصادفی و آزمون LM^۹ برای یکی از مدل های اثر تصادفی یا مدل داده های ادغام شده^{۱۰} است. این مراحل بدین صورت است که اگر داده ها به صورت تصادفی از بین داده های زیادی انتخاب نشده باشد، از مدل اثر ثابت استفاده می شود. اما اگر داده ها به صورت تصادفی انتخاب شده باشند، هر دو مدل اثرات ثابت و تصادفی تخمین زده می شود. سپس آزمون هاسمن انجام می گیرد. چنانچه آماره این آزمون نشان دهنده برآورد با استفاده از مدل اثر ثابت باشد، این مدل برآورد می شود.

به عبارت دیگر پس از اینکه مشخص شد عرض از مبدا ثابت نیست باید ارتباط آن با متغیر مستقل مشخص شود. نتیجه این قیاس مشخص می کند که رویکرد تحقیق کدام رویکرد است الگو اثرات ثابت یا الگوی اثرات تصادفی حال برای تعیین اینکه ارتباط بین عرض از مبدا و متغیرهای مستقل به اندازه ای هست که آنها را وابسته بدانیم یا خیر از فرضیه زیر استفاده می کنیم.

- H0: بین عرض از مبدا و متغیرها همبستگی وجود ندارد
- H1: بین عرض از مبدا و متغیرها همبستگی وجود دارد

در صورت رد فرضیه H0 از رویکرد اثرات ثابت استفاده می شود و در صورت پذیرش H0 از رویکرد اثرات تصادفی استفاده می شود.

⁷. Random Effect Model

⁸. Hausman

⁹. Breusch-Pagan LM Test

¹⁰. Pool Data

تصریح آزمون هاسمن^{۱۱} به صورت زیر می باشد.

$$H = [(\beta f_e - \beta_{re})' (\text{cov } f_e - \text{cov }_{re})^{-1} (\beta f_e - \beta_{re})] \sim \chi^2$$

که در آن K تعداد متغیرهای توضیحی، β_{re} و βf_e به ترتیب بردار ضرایب در روش اثرات ثابت و تصادفی، $\text{cov } f_e$ و cov _{re} به ترتیب ماتریس کوواریانس ضرایب در روش اثرات ثابت و تصادفی می باشند. به عبارتی فرضیه های صفر و مقابل در این آزمون به صورت زیر مطرح می شوند:

فرضیه صفر: روش اثرات تصادفی کارا تر است.

فرضیه مقابل: روش اثرات ثابت کارا تر است

نتایج آزمون هاسمن دارای توزیع مجانبی χ^2

مدل رگرسیون داده های ترکیبی

پس از تعیین روش تخمین مدل (تابلویی و یا تلفیقی) و همچنین تعیین اثرات مطلوب مدل (تصادفی یا ثابت) از برازش مدل رگرسیون خطی چندگانه به روش داده های ترکیبی استفاده می شود.

نیکویی برازش مدل

به منظور تعیین خوبی برازش مدل رگرسیونی تحقیق، از شاخص های ضریب تعیین، آزمون تحلیل واریانس مدل رگرسیونی و آماره دوربین واتسون استفاده می شود. ضریب تعیین مدل گویای توان مدل در پیش بینی مقادیر آینده متغیرهای وابسته است. آزمون تحلیل واریانس نشان دهنده مناسب بودن کلی مدل رگرسیونی است و آماره دوربین واتسون نیز جهت تایید عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل رگرسیونی تحقیق مورد ارزیابی قرار می گیرد.

قابل ذکر است که داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار (Excel) پس از اصلاحات و طبقه بندی لازم بر اساس متغیرهای مورد بررسی وارد نرم افزار Eviews8 تجزیه و تحلیل های نهایی انجام شده است.

آمار توصیفی

در این بخش، شاخص های مرکزی هم چون میانگین و شاخص های پراکندگی همانند حداکثر، حداقل و انحراف معیار برای هر یک از متغیرهای تحقیق ارائه می گردد. در این ارتباط میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد، به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده ها را نشان می دهد. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول (۴) ارائه شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

¹¹.Hasman Test

جدول (۴): آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	مشاهدات
پایداری سود	EARNREL	-3.36E-13	0.009750	0.508657	-0.444346	0.120877	625
جریانات نقدی آزاد	FCF	0.139283	0.117149	1.147600	-0.681428	0.174123	625
هزینه سرمایه غیرنرمال	ABCAPEX	0.693427	0.595585	5.524046	-3.906266	6.344554	625
انتشار سهام	ESOS	0.103800	0.000000	0.876923	0.000000	0.214885	625
درماندگی مالی	LSS	0.104000	0.000000	1.000000	0.000000	0.305505	625
اهرم مالی	DEBT	0.642371	0.657500	1.077506	0.012733	0.214346	625
اندازه شرکت	SZE	13.73264	13.59696	18.45456	10.03122	1.370138	625
تمرکز مالکیت	OWNCON	76.71123	80.74000	100.0000	0.000000	17.84513	625
مالکیت مدیر	OWNMN	73.12194	78.50000	99.50000	0.000000	19.77881	625
اندازه هیئت مدیره	BSZE	5.011200	5.000000	9.000000	3.000000	0.256085	625
اندازه کمیته حسابرسی	AUDCOM	0.352000	0.000000	5.000000	0.000000	1.006836	625
مدیران مستقل عضو کمیته حسابرسی	AUCOMIN	0.107200	0.000000	2.000000	0.000000	0.319800	625

نتایج به دست آمده در این بخش نشان می دهد میانگین پایداری سود شرکت ها ($-3.36E-13$) می باشد و این مقدار در بالاترین حالت (0.508657) و پایین ترین حالت (-0.444346) بوده است. هم چنین، جریانات نقدی آزاد شرکت ها دارای میانگین (0.139283) بوده که نشان می دهد حدود ۱۳ درصد دارایی کل اول دوره شرکت ها را جریانات نقدی آزاد تشکیل می دهد. هزینه سرمایه غیرنرمال که تفاوت بین هزینه سرمایه در دو سال پیاپی می باشد دارای حداقل (-39.06266) منفی می باشد که نشان از بالاتر بودن هزینه برخی از شرکت ها در دوره قبل نسبت به جاری دارد. میانگین مقدار به دست آمده برای درماندگی مالی (0.104000) نشان می دهد تنها ۱۰ درصد شرکت نمونه درمانده می باشند. ضمن اینکه میانگین اهرم مالی شرکت ها (0.642371) نشان می دهد ۶۴ درصد دارایی های شرکت ها را بدهی ها تشکیل می دهند. حداکثر به دست آمده برای اندازه شرکت ها (18.45456) می باشد. میانگین به دست آمده برای انتشار سهام جدید (0.103800) نشان می دهد شرکت ها ۱۰ درصد انتشار سهام جدید داشته اند. مقادیر میانگین به دست آمده برای انواع مالکیت نشان می دهد میزان مالکیت مالکان بزرگ (76.71123) ۷۶ درصد و این مقدار برای مالکیت مدیریت (73.12194) ۷۳ درصد می باشد. میانه به دست آمده برای اندازه هیئت مدیره (5.000000) نشان می دهد شرکت ها تمایل به بهره گیری از پنج مدیر در هیئت مدیره دارند. هم چنین، میانه به دست آمده برای اندازه کمیته حسابرسی (0.000000) نشان از عدم بهره گیری از کمیته های حسابرسی از سوی شرکت های نمونه در دوره بررسی دارد. میانگین به دست آمده برای مدیران مستقل عضو کمیته حسابرسی (0.107200) بسیار پایین می باشد. در نهایت، همان طور که مشاهده می شود شرکت های مورد مطالعه، ۱۲۵ شرکت بوده است که بر اساس شرکت - سال (۸۹-۹۳) برابر با ۶۲۵ تعداد مشاهده شده است.

بررسی مانایی داده ها

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می دهد. فرضیه آماری آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF):

H_0 : داده ها دارای ریشه واحد هستند و پایا نیستند

H_1 : داده ها دارای ریشه واحد نیستند و پایا هستند

نتایج این دو آزمون در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج مربوط به آزمون مانایی متغیرها

متغیر	نماد	آماره آزمون ADF	سطح معناداری
پایداری سود	EARNREL	-10.42558	0.000
جریان نقدی آزاد	FCF	-25.05748	0.000
هزینه سرمایه غیرنرمال	ABCAPEX	-28.67826	0.000
انتشار سهام	ESOS	-9.735545	0.000
درماندگی مالی	LSS	-12.52422	0.000
اهرم مالی	DEBT	-10.60705	0.000
اندازه شرکت	SZE	-5.582617	0.000
تمرکز مالکیت	OWNCON	-11.01302	0.000
مالکیت مدیر	OWNMN	-8.811537	0.000
اندازه هیئت مدیره	BSZE	-24.98783	0.000
اندازه کمیته حسابرسی	AUDCOM	-10.36383	0.000
مدیران مستقل عضو کمیته حسابرسی	AUCOMIN	-10.50135	0.000

نتایج به دست آمده برای آزمون دیکی فولر تعمیم یافته کوچک تر از 0.05 می باشند و در نتیجه فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می توان پذیرفت که سری های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند و بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

آمار استنباطی

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق

در این بخش، ابتدا الگوی لازم برای تخمین مدل تعیین گردیده و سپس مدل تحقیق برآورد و نتایج حاصل از آن تفسیر می شود. در نتیجه برازش مدل، نتایج فرضیه های تحقیق ارائه می گردد. هم چنین آزمون مفروضات آماری مربوط به مدل شامل استقلال باقیمانده ها ارائه می گردد. پیش از برازش مدل رگرسیونی به منظور تعیین تابلویی و یا تلفیقی بودن مدل، از آزمون چاو یا F مقید استفاده می شود. فرضیه صفر آماری در آزمون چاو مبنی بر مناسب بودن مدل تلفیقی و فرضیه مقابل آن مبنی بر مناسب بودن مدل پانل است. نتایج حاصل از این آزمون چار (F لیمیر) در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون چاو برای مدل رگرسیونی تحقیق

مدل	آزمون	مقدار آماره	P-Value	نتیجه
(۱)	چاو (F)	1.063267	0.3009	تلفیقی
	هاسمن	-	-	-

نتایج به دست آمده نشان می دهد با توجه به بالاتر بودن سطح معناداری به دست آمده برای آزمون چاو (0/3009) می توان نتیجه گرفت روش داده های تلفیقی روش مناسب تری برای برازش مدل بوده و دیگر نیازی به آزمون هاسمن نمی باشد.

مدل های رگرسیونی پژوهش

برای بررسی های مدل رگرسیونی پژوهش با توجه به نتایج به دست آمده برای آزمون های چاو و هاسمن، می توان گفت روش داده های تلفیقی مناسب تر است. بنابراین، نتایج این مدل در ادامه ارائه شده و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است:

مدل اول رگرسیونی (متغیر وابسته: پایداری سود)

نتایج حاصل از بررسی مدل رگرسیونی پژوهش در جدول (۷) ارائه شده است:

جدول (۷): نتایج آزمون مدل رگرسیونی پژوهش

متغیر وابسته: پایداری سود						
نتیجه	VIF	سطح معنی‌دار	آماره تی استیودنت	ضریب	نماد	متغیرهای مستقل و کنترلی
تایید	-	0.0003	3.583581	0.085975	C	مقدار ثابت
رد	1.017484	0.3016	-1.033142	-0.001003	FCF	جریانات نقدی آزاد
تایید	1.014430	0.0195	-2.336605	-0.000384	ABCAPEX	هزینه سرمایه غیرنرمال
تایید	1.448309	0.0000	-4.122817	-4.71E-07	ESOS	انتشار سهام
تایید	1.275508	0.0000	-6.660537	-0.025494	LSS	درماندگی مالی
تایید	1.438125	0.0000	-56.59978	-0.327870	DEBT	اهرم مالی
تایید	1.099863	0.0000	6.786448	0.005378	SZE	اندازه شرکت
تایید	2.168036	0.0000	6.271004	0.000536	OWNCON	تمرکز مالکیت
رد	2.293026	0.3523	-0.930283	-7.37E-05	OWNMN	مالکیت مدیر
رد	1.003770	0.3350	0.964189	0.003906	BSZE	اندازه هیئت مدیره
تایید	1.175229	0.0000	8.639487	0.029446	AUDCOM	اندازه کمیته حسابرسی
تایید	4.059706	0.0000	-5.490625	-0.058942	AUCOMIN	مدیران مستقل عضو کمیته حسابرسی
1.833563		دوربین - واتسون (D-W)		0.404746	ضریب تعیین (R^2)	
501.4979 0.000000		آماره F (سطح معنی‌دار)		0.403939	ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj.R^2$)	
0.8846		سطح معناداری آزمون آرچ		0.021080	آماره آزمون آرچ	

برای بررسی خوبی مدل، معمولاً از معیارهای ضریب تعیین (R^2)، ضریب تعیین تعدیل شده ($Adj. R^2$) و دوربین-واتسون (D-W) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. همان‌طور که در جدول (۴-۴) مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۴۰۴۷۴۶ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۴۰۳۹۳۹ می‌باشد و بدین معنی می‌باشد که قدرت توضیح دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین - واتسون برابر با ۱/۸۳۳۵۶۳ می‌باشد، و از آنجایی که بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می‌باشد، در نتیجه خود همبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. آماره عامل تورم واریانس (VIF) میزان همخطی بین متغیرهای مستقل تحقیق را نشان می‌دهد و مقدار مجاز VIF کمتر از ۱۰ می‌باشد و از آنجایی که مقادیر جدول (۷)، کمتر از ۱۰ می‌باشد، در نتیجه بین متغیرهای مستقل تحقیق، همخطی وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر ۵۰۱/۴۹۷۹ و مقدار احتمال آن نیز برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا معنی‌داری مدل تایید می‌شود. علاوه بر این، به منظور آزمون همسانی واریانس اجزای خطا نیز از آزمون آرچ^{۱۲} استفاده شده است. سطح معناداری این آزمون نیز بزرگ‌تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده (۰/۸۸۴۶ = P-Value) که نشان از همسانی واریانس اجزای خطای مدل در سطح خطای ۰/۰۵ دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی به صورت زیر می‌باشد:

➤ با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر جریانات نقدی آزاد (FCF) که بزرگ‌تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده (۰/۳۰۱۶ = P-Value)، می‌توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه مخالف رد نشده و فرض موافق رد می‌شود. بنابراین، جریانات نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر نمی‌گذارد (رد فرضیه اول پژوهش).

¹².ARCH Test

- با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر هزینه سرمایه غیرنرمال (*ABCAPEX*) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده ($P\text{-Value} = ۰/0195$)، می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه دوم پژوهش تایید می شود. به این معنی که هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای هزینه سرمایه غیرنرمال ($b = -0/000384$) منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط معکوس وجود دارد (تایید فرضیه دوم پژوهش).
- با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر انتشار سهام (*ESOS*) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده ($P\text{-Value} = ۰/0000$)، می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه سوم پژوهش تایید می شود. به این معنی که انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای انتشار سهام ($b = -4/71E-07$) منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط منفی و معکوسی وجود دارد (تایید فرضیه سوم پژوهش).
- با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر درماندگی مالی (*LSS*) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده ($P\text{-Value} = ۰/0000$)، می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش تایید می شود. به این معنی که درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای درماندگی مالی ($b = -0/025494$) منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط منفی و معکوس وجود دارد (تایید فرضیه چهارم پژوهش).
- با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر اهرم مالی (*DEBT*) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده ($P\text{-Value} = ۰/0000$)، می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه پنجم پژوهش تایید می شود. به این معنی که اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای اهرم مالی ($b = -0/327870$) منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط منفی و معکوس وجود دارد (تایید فرضیه پنجم پژوهش).

خلاصه تحقیق

هدف اصلی گزارشگری مالی طبق چارچوب نظری حسابداری، ارائه اطلاعاتی است که در فرآیند تصمیم گیری، به استفاده کنندگان صورت های مالی برای اتخاذ تصمیمات آگاهانه کمک کند. سود حسابداری نیز از مهمترین محصولات گزارشگری مالی است که استفاده کنندگان صورت های مالی بیشترین توجه خود را به آن معطوف می کنند. طبق پژوهش های انجام شده در بازار (برای نمونه بال و براون، ۱۹۶۸) اعلام سود حسابداری واکنش بازار را در پی داشته که این موضوع مؤید تأثیر سود برآمده از سیستم حسابداری، بر تصمیمات استفاده کنندگان صورت های مالی است ولی اندازه گیری سود از عناصری چون فروش، درآمد، بهای تمام شده و غیره اخذ گردیده که فرآیند اندازه گیری آنها پر از برآوردها، تخمین ها، تفکرات هموار سازی، روش های متنوع و قضاوت های گوناگون است. توجه صرف به رقم سود چه بسا باعث گمراهی استفاده کنندگان از آن شود؛ به همین دلیل تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران در تعیین جریان های نقدی آینده، به رقم سود حسابداری به عنوان تنها شاخص تعیین کننده توجه نمی کنند، بلکه برای آنها پایداری و تکرارپذیری سود گزارش شده بسیار مهم است (بزرگ اصل و صالح زاده، ۱۳۹۴). با توجه به اهمیت پایداری سود برای استفاده کنندگان صورت های مالی، در این پژوهش به بررسی تاثیر فرصت طلبی مدیریتی بر پایداری سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ استفاده شده است و نمونه نهایی متشکل از ۱۲۵ شرکت بوده که پس از اعمال محدودیت های مورد نظر با استفاده در روش حذف سیستماتیک در این تحقیق انتخاب شده اند. به این ترتیب، در مجموع تعداد ۷۵۰ سال - شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. پس از اندازه گیری متغیرهای تحقیق، از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه های تحقیق استفاده گردید. آزمون ها با استفاده از نرم افزار اقتصادسنجی *Eviews8* و تکنیک آماری داده های تلفیقی صورت پذیرفته است. نتایج حاصل از آزمون های آماری در فصل چهارم نشان داد متغیرها حاکمیت شرکتی هم بر ارزش افزوده اقتصادی و هم بر ارزش افزوده بازار شرکت ها اثرگذار می باشد. در ادامه خلاصه یافته ها در جدول (۸) ارائه می گردد:

جدول (۸): خلاصه نتایج

نتیجه	شرح فرضیه	فرضیه
رد	جریانات نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.	اول
تایید	هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.	دوم
تایید	انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.	سوم
تایید	درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.	چهارم
تایید	اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.	پنجم

نتیجه گیری و بررسی تطبیق یافته ها

در این بخش بر اساس مبانی نظری پژوهش و تحقیقات پیشین و هم چنین، مدل ها و متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق، به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها پرداخته می شود:

فرضیه اول: جریانات نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر جریانات نقدی آزاد در جدول (۷) که بزرگ تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه مخالف رد نشده و فرض موافق رد می شود. به عبارت دیگر، جریانات نقدی آزاد بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر نمی گذارد. انتظار بر این بود که با افزایش جریانات نقدی آزاد شرکت، آنها تمایل بیشتری در سرمایه گذاری در پروژه های مختلف داشته باشند و با توجه به اینکه ممکن است این سرمایه گذاری ناکارآمد عمل کند، بر پایداری سود آنها اثر گذار باشد. اما نتایج به دست آمده در این پژوهش از این موضوع حمایت نمی کند و ارتباطی بین این دو متغیر مشاهده نشد. شاید از دلایل این موضوع بتوان به این امر اشاره کرد که مدیران برای کاهش هزینه های نمایندگی تمایل بیشتری به پرداخت سود نقدی داشته و کمتر سرمایه گذاری می کنند. در همین ارتباط و مطابق با نتایج پژوهش حاضر، فی (۲۰۱۵) نشان داد جریانات نقدی آزاد شرکت ها اثر منفی و معناداری بر جریانات نقدی آزاد شرکت ها دارد.

فرضیه دوم: هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر هزینه سرمایه غیرنرمال جدول (۷) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه دوم پژوهش تایید می شود. به این معنی که هزینه سرمایه غیرنرمال بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای هزینه سرمایه غیرنرمال منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط معکوس وجود دارد. در حقیقت، با افزایش هزینه سرمایه غیرنرمال، از پایداری سود شرکت ها کاسته می شود. در این ارتباط بایستی اشاره شود که سازگار با فرضیه های حداکثرسازی ارزش بازار و نظریه علامت دهی، قیمت سهام به طور معناداری با هزینه های سرمایه ای شرکت واکنش نشان می دهد و این هزینه های می تواند به عنوان شاخصی برای توانایی شرکت در بهره گیری از جریانات نقدی در آیند باشد. مدیران می توانند با بهره گیری از این موضوع، دست به فعالیت های دستکاری سود زده و پایداری را کاهش دهند. بنابراین، هزینه سرمایه غیرنرمال می تواند دلالت بر خوش بینی مدیران داشته و به این ترتیب اثر معناداری بر پایداری سود شرکت های می گذارد. همراستا با نتایج پژوهش حاضر، فی (۲۰۱۵) نشان داد جریانات نقدی آزاد شرکت ها اثر منفی و معناداری بر هزینه سرمایه غیرعادی شرکت ها دارد. جنیفر فرانسس (۲۰۱۳) دریافتند شرکت هایی که ویژگی های کیفی سود آن ها از مطلوبیت پایین تری برخوردار است در مقایسه با شرکت هایی که ویژگی های کیفی سود آن ها مطلوبیت بالاتری دارد، هزینه سرمایه سهام عادی بالاتری را تجربه کرده اند.

فرضیه سوم: انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر انتشار سهام در جدول (۷) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه سوم پژوهش تایید می شود. به این معنی که انتشار سهام بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به

دست آمده برای انتشار سهام منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط منفی و معکوسی وجود دارد بدین معنی که با افزایش انتشار سهام، پایداری سود شرکت ها کاهش پیدا می کند. به نظر می رسد زمانی که مدیران دست به انتشار سهام جدید می زنند، تمایل پیدا می کنند تا با دستکاری سود، نظر خریداران را جلب نمایند و به این ترتیب پایداری سود شرکت ها کاهش پیدا می کند. مغایر با نتایج پژوهش حاضر، فی (۲۰۱۵) رابطه ای بین انتشار سهام جدید و پایداری سود شرکت ها پیدا نکردند. پاکدل و همکاران (۱۳۹۴) نیز نشان دادند بین تامین مالی از طریق انتشار سهام و پایداری سود رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه چهارم: درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر درماندگی مالی در جدول (۷) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش تایید می شود. به این معنی که درماندگی مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای درماندگی مالی منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط منفی و معکوس وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش درماندگی مالی، پایداری سود شرکت ها کاهش پیدا می کند. همان طور که انتظار می رود، در زمان درماندگی مالی به طور مشخص، مدیران تمایل بیشتری به دستکاری سود و مناسب جلوه دادن فعالیت ها و اوضاع شرکت دارند که این امر از پایداری سود شرکت ها می کاهد. به این ترتیب، در این شرکت ها پایداری سود در سطح پایین تری قرار می گیرد. همراستا با نتایج پژوهش حاضر، فی (۲۰۱۵) نشان دادند درماندگی مالی اثر معناداری بر پایداری سود شرکت های مالزیایی دارد. کردستانی و همکاران (۱۳۹۳) اظهار داشتند کیفیت سود در شرکت های سالم، بالاتر از شرکت های درمانده و ورشکسته است.

فرضیه پنجم: اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد.

با توجه به سطح معناداری آزمون تی استودنت برای تعیین معناداری اثر اهرم مالی در جدول (۷) که کوچک تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده می توان نتیجه گرفت فرض مخالف رد شده و بنابراین، فرضیه پنجم پژوهش تایید می شود. به این معنی که اهرم مالی بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای اهرم مالی منفی است که نشان می دهد بین این دو متغیر ارتباط منفی و معکوس وجود دارد. به عبارت دیگر، اهرم مالی بالاتر از میزان پایداری سود شرکت ها می کاهد. در این ارتباط نیز بایستی اشاره شود که با افزایش اهرم مالی، ریسک پذیری شرکت افزایش پیدا می کند که این موضوع از سوی اعتباردهندگان و تامین کنندگان مالی سازمان بسیار حیاتی است و از این رو مدیران تمایل بیشتری به دستکاری سود داشته و بنابراین، از میزان پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاسته می شود. در همین ارتباط و مطابق با نتایج پژوهش حاضر، فی و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند اهرم مالی اثر منفی و معناداری بر پایداری سود شرکت های بورسی در کشور مالزی دارد.

محدودیت های تحقیق

تحقیقات علمی و تجربی غالباً با محدودیت هایی مواجه است که به ثبات و روایی یافته های پژوهش لطمه می زند و تعمیم پذیری آن را دچار مشکل می سازد. توجه به این محدودیت ها می تواند ذهن خواننده را در برداشت از نتایج و تعمیم آن به نتایج مشابه، آماده سازد. تحقیق حاضر نیز از این موارد مستثنی نبوده و از جمله محدودیت های حاکم بر آن می توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱. در بررسی های انجام شده مشخص گردید که تعداد شرکت های اندکی در دوره بررسی دست به انتشار سهام جدید زده اند، ضمن اینکه تعداد اندکی از آنها در دوره بررسی دچار درماندگی مالی شده اند که این می تواند بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.
۲. در دوره بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ تعداد ۱۲۵ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. در صورتی که این تعداد یا دوره زمانی پژوهش تغییر یابد، ممکن است نتایج پژوهش دچار تفاوت های فاحشی گردد.

پیشنهادات تحقیق

پیشنهادهای تحقیق حاضر در دو بخش جداگانه ارائه می‌گردد. ابتدا پیشنهادات برگرفته از نتایج تحقیق عنوان می‌شود و در ادامه نیز با توجه به ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق، موضوعات پیشنهادی جهت انجام تحقیقات آتی معرفی خواهد گردید.

۱- پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

۱. به مشارکت کنندگان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود در تصمیمات اقتصادی خود در ارتباط با تخصیص منابع مالی و خرید و فروش سرمایه‌گذاری به وضعیت شرکت‌ها از نظر پایداری سود توجه بیشتری داشته باشند و عوامل موثر بر آن همانند هزینه سرمایه غیرعادی، انتشار سهام جدید، درماندگی مالی و اهرم مالی را مدنظر قرار دهند؛
۲. به مدیران و تهیه کنندگان صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود در از آن جایی که استفاده کنندگان صورت‌های مالی توجه بیشتری به سود اعلام شده از سوی شرکت‌ها دارند و به شدت به آن واکنش نشان می‌دهند بیشتر تلاش نمایند تا سود را پایدار ساخته و از نوسانات آن جلوگیری نمایند؛
۳. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها را براساس پایداری سود (و حتی دیگر شاخص‌های سود) رتبه بندی نماید تا سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران از آن بهره‌گیرند؛
۴. به اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود در بررسی وضعیت شرکت‌ها جهت اعتبار دهی به اثر اهرم مالی بر پایداری سود شرکت‌ها توجه بیشتری نمایند؛
۵. به سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل پیشنهاد می‌شود در راستای ارزیابی وضعیت مالی، بررسی نحوه عملکرد و انجام پیش‌بینی‌های لازم جهت اخذ تصمیمات مناسب و منطقی علاوه بر استفاده از صورت‌های مالی اساسی، با دقت نظر بیشتری، به ارزیابی وضعیت سازمان در زمینه‌ی مدیریت سود و پایداری سود بپردازند.

۲- پیشنهادات برای تحقیقات آتی

- با توجه به نتایج تحقیق و سوالاتی که طی انجام آن برای محقق مطرح گردید، جهت تکمیل این تحقیق و انجام تحقیقات بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش پیشنهادات زیر ارائه می‌شود:
۱. با توجه به نوسانات به نسبت زیاد در عوامل اقتصادی، فرهنگی و سیاسی حاکم بر شرکت‌ها در کشورمان، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از طراحی رگرسیون غیرخطی در تعیین روابط بین متغیرهای مالی و پایداری سود شرکت‌ها استفاده شود؛
 ۲. بررسی عواملی غیر از عوامل معرفی شده در این پژوهش و تاثیر آنها بر پایداری سود شرکت‌ها مانند مسئولیت اجتماعی شرکت، محافظه‌کاری حسابداری، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک افت آتی قیمت سهام.
- در مدل ارائه شده در این پژوهش اثر تعدیل‌گر تورم و دیگر متغیرهای کلان اقتصادی حذف شده است که پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی در نظر گرفته شود.

منابع و مراجع

- ۱- احمد پور، احمد. هادی منتظری (1390) ، " نوع مدیریت سود و تاثیر اندازه شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن "، مجله پیشرف ته‌های حسابداری، دوره سوم، شماره 2، شیراز.
- ۲- ایزدی نیا، ناصر، قوچی فرد. حمزه، حمیدیان. نرگس(۱۳۹۱)" بررسی رابطه بین جریان های نقد عملیاتی، سود خالص و اجزای اقلام تعهدی با جریان های نقد آزاد آتی شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران " مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره چهارم، شماره پیاپی (14) ، صص ۳۶-۱۹.
- ۳- بزرگ اصل، موسی، صالح زاده، بیستون، (۱۳۹۴)، رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تاکید بر اجزای تعهدی و جریان های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۵۸، صص ۱۵۳-۱۷۲.
- ۴- بولوقاسم، باباجانی، جعفر، مجسنی ملکی، بهرام(۱۳۹۱)"رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، ش. ۱۱، صص ۲۹-۷.
- ۵- ج اول، صص ۱۸۳-۱۸۴.
- ۶- خدادادی، ولی، قربانی، رامین، حاجی زاده، سعید، حیدری مقدم، پیمان، (۱۳۹۱)، بررسی پایداری سود اجزای نقدی سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال ۳، شماره ۹، صص ۷۹-۹۹
- ۷- دستگیر، محسن؛ علی حسین حسین زاده؛ ولی خدادادی؛ سید علی واعظ(1392) ، " کیفیت سود در شرکت های درمانده مالی "، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال 4، شماره 1، دانشگاه اصفهان.
- ۸- رستمیان، فروغ، خدائی وله زاقرد، محمد، حیدر، مجتبی، (۱۳۹۰)، رابطه ویژگی های کیفیت سود و عملکرد، حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۳، شماره ۱۲، صص ۷۹-۱۱۱.
- ۹- سجادی، سید حسین؛ محسن دستگیر؛ علی حسین حسین زاده؛ محمد امید اخگر(1391) ، " بررسی شیوه های استفاده از اختیارات مدیریت در گزارشگری سودآوری آینده و تاثیر ویژگی های شرکت ها بر شیوه های استفاده از اختیارات مزبور "مجله دانش حسابداری، سال 3، شماره 8 دانشگاه کرمان.
- ۱۰- سرهنگی، حجت، جلالی فراهانی، عباس(۱۳۹۳)"بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۲.
- ۱۱- شورورزی، محمد؛ مدرس، احمد؛ نیکو مرام، هاشم، 1389، استفاده از خصوصیات کیفی مفاهیم نظری گزارشگری مالی در ارزیابی کیفیت سود، پایان نامه دکتری، دانشگاه آزاد(واحد علوم تحقیقات)، دانشکده اقتصاد و مدیریت.
- ۱۲- عثمانی، محمد قسیم(۱۳۸۱)"شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل موثر بر آن رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ۱۳- عرب مازار یزدی، محمد، بی‌تا مشایخی، افسانه رفیعی (۱۳۸۵)، محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ص 9.
- ۱۴- کردستانی، غلامرضا، تاتلی. رشید(۱۳۹۳)" بررسی ویژگی های کیفی سود و نوع مدیریت سود در شرکتهای درمانده مالی و ورشکسته " پژوهش حسابداری شماره 1.
- ۱۵- کردستانی، غلامرضا، مجدی، ضیاء الدین(۱۳۸۶)" بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی " فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۴۸، صص ۸۵-۱۰۴.
- ۱۶- مدرس، احمد، و عباسزاده، محمدرضا(۱۳۸۷)" بررسی تحلیلی توانایی پیش بینی اجزای تعهدی و جریانهای تعهدی و جریانهای نقدی بر کیفیت سود پیش بینی شده " مجله دانش و توسعه، س پانزدهم، ش 24. صص ۲۱۲ تا ۲۴۸.

۱۷- مرادی. محمد علی، نجار. مصطفی (۱۳۹۵) " بررسی رابطه بین مازاد سرمایه در گردش و مازاد بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی های حسابداری و حسابرس، دوره ۲۰، شماره ۲، صص ۱۳۲-۱۰۹.

۱۸- مشایخی، بیتا و دیگران. (1388). نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار؛ فصلنامه بررسی بهای حسابداری و حسابرسی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ش 42.

۱۹- مشکى. مهدى، نورديده. لطيف (۱۳۹۱) " بررسی تأثیر مدیریت سود در پایداری سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱، شماره پیاپی (۱۱)، صص ۱۱۸-۱۰۵.

۲۰- نورو، ا.؛ ناظمی، ا. و حیدری، م. (1385). کیفیت اقلام تعهدی و سود با تأکید بر نقش خطای برآورد. اقلام تعهدی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، 13: ۱۶۰-۱۳۵.

۲۱- همت فرحسین، پرتوی، ناصر، (۱۳۹۱) " بررسی پایداری اجزای نقدی سود، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ش ۱۵، صص ۸۳-۶۰.

۲۲- هندریکسن ای و اف. ون بردا (1385)، تئوری حسابداری، ترجمه علی پارسائیان، انتشارات ترمه.

- 23- Altman, E. I., & Spivack, J. (2006). Predicting Bankruptcy: The Value Line Relative Financial Strength System vs. The Zeta Bankruptcy Classification Approach, *Financial Analysts Journal*, 60-67.
- 24- Australia, *Asian Business & Management*, 3, 105-125.
- 25- Barth, M., Cram, D., & Nelson, K. (2001). "Accruals and the Prediction of Future Cash Flows". *The Accounting Review*, Vol.76, Pp.27-58.
- 26- Bartov, E., S. R.. (1991). "The Valuation-Relevance of Earnings and Cash Flows: an International Perspective". *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12, Pp. 103-104.
- 27- Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- 28- Bonn, I., Yoshikawa, T. and Phan, P. H. (2004), Effects of Board Structure on Firm performance: A Comparison between Japan .
- 29- Chen, C. J. P., Chen, S., & Su, X. (2013). Is accounting information value-relevant in the emerging Chinese stock market? *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, 1-22. [http://dx.doi.org/10.1016/S1061-9518\(01\)00033-7](http://dx.doi.org/10.1016/S1061-9518(01)00033-7).
- 30- Dechow, P., Richardson, S., and Sloan, R. (2008). "The persistence and pricing of the cash component of earnings." *Journal of Accounting Research*. Vol. 46, No. 3, pp. 537-566.
- 31- Demerjian, P., B. Lev, M. Lewis, S., (2013), Managerial ability and Earnings quality, *The Accounting Review*, 88(2): 463-498.
- 32- Dichow, P. and Dichev, I. (2002). "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors". *The accounting review* ", 77, 35-59.
- 33- Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, Center for Responsible Business. Working Paper Series. Paper 3.
- 34- Fei, Ch., (2015), The Impact of Managerial Opportunism on Earnings Reliability, *International Journal of Economics and Finance*, 7(10), 222-238.
- 35- Francis, j., (2013) "cost of equity and earnings attributes" *The Accounting Review* 79. 967-1010.

- 36- Hermalin, B. E. and Weisback, M. S. (2003), Board of Directors as an.
- 37- Hong-Bok, A. and Gee-Jung, K. (2014), Earnings Persistence and Market Reaction: Evidence from Korea, International Journal of Business and Management Vol. 5, No. 10; 10-19.
- 38- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Theory of firm: Managerial.
- 39- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. Journal of Accounting and Economics, 33(3), 375-401.[http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9).
- 40- Lee, Sh., Hsieh, Ch., (2015), The Nonlinear Relationship Between Accruals Persistence and Accounting Conservatism, Journal of Accounting Review, 13: 301-336.
- 41- Li, F. , Abeysekera, I. & Ma, S. (2011). "Earnings management and the effect of earnings quality in relation to stress level and bankruptcy level of Chinese listed firms" Corporate Ownership and Control, 9 (1) , 366-391. University.
- 43- Pimentel, R., Braga A., Aguiar, D., (2012), Economic Variables and Earnings Persistence in Brazil.
- 44- Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman, I. Tuna. (2005), Accrual reliability, earnings, persistence and stock prices. Journal of Accounting and Economics, 39 (3): 437-485.
- 45- Sabramanyam, K. R., M. Venkatachalam. (2007). " Earnings, Cash Flows and Ex Post Intrinsic Value of Equity". The Accounting Review, Vol. 82, No. 2, Pp. 457-481.
- 46- Tomy, R. E., (2012), Earnings Persistence over the Business Cycle, Journal of Accounting and Economics 52(1), 1-20.