

نقش سرمایه گذاران نهادی در رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه پویا

مینا زین افزا^۱، مهدی ذالفقاری^{۲*} و مریم اکبریان^۳

۱ گروه حسابداری، واحد صومعه سرا، دانشگاه آزاد اسلامی، صومعه سرا، ایران.

۲ گروه حسابداری، واحد صومعه سرا، دانشگاه آزاد اسلامی، صومعه سرا، ایران.

۳ گروه حسابداری، واحد صومعه سرا، دانشگاه آزاد اسلامی، صومعه سرا، ایران.

*نویسنده مسئول: دکتر مهدی ذالفقاری

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین ساختار سرمایه پویا، مالکیت نهادی و دستکاری سود شرکت ها می باشد. به همین منظور نمونه ای به حجم ۹۱ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را انتخاب کرده و با جمع آوری داده های مربوط به پژوهش در طی سالهای ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵ اقدام به بررسی فرضیات پژوهش نمودیم. متغیر وابسته ما در این پژوهش ساختار سرمایه پویا می باشد و متغیرهای مستقل اصلی ما در این پژوهش شامل مدیریت سود و مالکیت نهادی می باشد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین متغیر ساختار سرمایه پویا و مدیریت سود رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد. اما بین مدیریت سود در شرکتهای دارای مالکیت نهادی و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی داری مشاهده نگردید.

واژگان کلیدی: مدیریت سود، ساختار سرمایه پویا، مالکیت نهادی

مقدمه

سرمایه گذاران به عنوان اصلی ترین تأمین کنندگان منابع شرکت ها خواهان اطلاعات کامل و درست از شرکت ها هستند، در بازارهای کارای سرمایه چنین فرض می شود که کلیه اطلاعات موجود به سرعت بوسیله افراد جذب شده و اثرات آن در قیمت اوراق بهادار منعکس می شود. یعنی قضاوت افراد و تصمیم های آنان در قیمت های اوراق بهادار تجسم می یابد. اطلاعات حسابداری در صورت های مالی متجلی می گردد، سرمایه گذاران همیشه به طور ثابت و یکنواخت از اطلاعات حسابداری استفاده می کنند بدون آنکه این اطلاعات را از نظر تغییرات انجام شده در روشهای حسابداری تعدیل کنند و یا به نحوه محاسبه آن توجهی داشته باشند. مدیران ممکن است از این موضوع در جهت منافع شخصی خود سوء استفاده کنند و سود را مدیریت کنند. اگر مدیریت سود در راستای منافع شخصی مدیران باشد در آنصورت این احتمال وجود خواهد داشت که استفاده کنندگان از صورتهای مالی بویژه سهامداران و اعتباردهندگان پویایی لازم برای تأمین سرمایه مورد نیاز شرکت را نداشته باشند. با این مقدمه، در این فصل کلیات پژوهش شامل تشریح موضوع پژوهش و بیان مسئله، ضرورت و اهمیت پژوهش، فرضیه ها و اهداف پژوهش و متغیرهای مورد بررسی، ارائه شده و نیز تعریف عملیاتی تعدادی از واژه های تخصصی استفاده شده در رساله به همراه چارجوب فصول آتی معرفی شده است

بیان مساله

مهم نیست که اندازه شرکتی بزرگ است یا کوچک! مهم این است که ساختار سرمایه آن شرکت چه ترکیبی دارد. ساختار سرمایه از اول مهم بوده و در آینده هم مهم خواهد بود. مدیران باید هنگام اتخاذ تصمیمات تأمین مالی، پویایی صنعت خود را نیز در نظر داشته باشند. هنگام تجزیه تحلیل پویایی ساختار سرمایه، مدیریت سود عامل تعیین کننده خواهد بود. امروزه، به دلیل اهمیت تأثیر ارقام مالی بر ارزیابی عملکرد، موضوع دست کاری و مدیریت ارقام سود در صف اول توجه عمومی قرار دارد. محاسبه سود خالص یک واحد انتفاعی، متأثر از روش ها و برآوردهای حسابداری است که امکان دست کاری سود توسط مدیریت را فراهم می کند. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران سعی در حداکثر نمودن منافع خود (افزایش حقوق، پاداش، خوش نامی و غیره) دارند که لزوماً همسو و همسان با منافع مالکان نیست. اقتصاددانان اغلب تصور می کنند مدیریت سود با مجبور کردن شرکت ها به کاهش کاستی ها و قصور مدیریتی، مدیران را مجبور می کند عملکرد بهتری از خود نشان دهند. علی رغم جذابیت شهودی این موضوع، هنگام عملی کردن این اعتقاد که مدیریت سود باعث کم شدن کاستی های مدیریتی می گردد، اثرات دوپهلوی و مبهمی از نظر ادبیات نظری آشکار می گردد. بنابراین مدیریت سود ممکن است شرکت های با ساختار حاکمیتی ضعیف را تشویق کند تا انگیزه ضعیف تر (قوی تری) برای حداکثر کردن ثروت سهامداران داشته باشند و بدین طریق باعث کاهش (افزایش) سرعت تعدیلات و پویایی آن ها برای رسیدن به ساختار سرمایه بهینه گردد.

حاکمیت شرکتی به طور کلی به مجموع روابط میان مدیران اجرایی، هیئت مدیره، سهامداران و سایر طرف های مربوط می پردازد و عمدتاً چهار هدف اساسی را در ارتباط با روابط هیئت مدیره و مدیران اجرایی در قبال یکدیگر و در برابر سهامداران و سایر ذینفعان شرکت مدنظر قرار می دهد؛ پاسخگویی، شفافیت، عدالت و بی طرفی و مسئولیت پذیری. هیئت مدیره، به عنوان یکی از مکانیسم های اصلی داخلی حاکمیت شرکتی، نقش اساسی در نظارت بر رفتار مدیران و مشاوره دادن به آن ها در تعیین و اجرای راهبرد ایفا می کند. این در حالی است که مکانیسم های دیگری از قبیل ساختار مالکیتی و وجود سهامداران عمده و نهادی نیز در حاکمیت شرکتی مناسب مؤثر هستند. ما در این تحقیق بر اساس مکانیزم سرمایه گذاران نهادی حاکمیت شرکتی، شرکت ها را به دو دسته شرکت های دارای سرمایه گذار نهادی و بدون سرمایه گذار نهادی تقسیم می کنیم. تا رابطه بین مدیریت سود و پویایی و سرعت تعدیلات اهرمی را در هر دسته از شرکت ها بسنجیم. انتظار این است که در شرکت های دارای سرمایه گذار نهادی، پویایی سرعت تعدیلات بیشتر از شرکت های بدون سرمایه گذار نهادی باشد.

پیشنه پژوهش

ستایش و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیق با عنوان "تاثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان های نقدی آزاد" دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت ها یعنی ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت را مورد بررسی قرار دادند. آنها ترکیب سهامداران را از طریق چهار متغیر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه گیری کردند و از تحلیل آماری رگرسیون خطی برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده کردند. نمونه آماری پژوهش شامل ۷۵ شرکت بود. یافته های پژوهش نشان داد مالکیت شرکتی به صورت مستقیم و نسبت بدهی به صورت معکوس با جریان نقد آزاد شرکت ها رابطه معناداری دارند. ولی شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت با جریان نقد آزاد شرکت ها مشاهده نکردند.

فتحی و همکاران (۱۳۹۳)، در تحقیقی با عنوان "فرا تحلیل عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در سطح شرکت" به این نتیجه رسیدند که اندازه، ساختار دارایی، فرصت های رشد، سودآوری، نقدینگی و نوسان پذیری نقش تعدیل کننده ای در تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه ایفا می کنند. نتایج این تحقیق با استفاده از اطلاعات ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۶۹ تا ۱۳۹۲ حاصل شده اند.

کریمی و همکاران (۱۳۹۳)، در تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی و حسابداری بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که نرخ ارز^۱، میزان اعتبارات بانکی^۲، میزان پرداخت سود سهام^۳، نسبت بدهی کوتاه مدت و نسبت بدهی بلند مدت بر ساختار سرمایه تأثیر مثبت و نرخ تورم، تولید ناخالص ملی و نرخ بهره بر ساختار سرمایه تأثیر منفی دارند.

باباجانی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهش خود رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. سطح عدم تقارن اطلاعاتی شرکت ها با استفاده از پنج سنجه حجم معاملات، نوسان قیمت سهام، نسبت قیمت به سود، تعداد روزهای معاملاتی و عمر شرکت اندازه گیری گردید. نتایج نشان داد شاخص عدم تقارن اطلاعاتی که ترکیبی از پنج سنجه انتخابی است، بر میزان مدیریت سود تأثیر دارد.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهش خود رابطه مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط نا اطمینانی محیطی را بررسی نمودند. یافته ها نشان داد مدیریت سود و نا اطمینانی محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه دارد و نا اطمینانی محیطی، رابطه مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی را تضعیف میکند.

ژ آن و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان "مدیریت سود، ساختار سرمایه و نقش محیط های نهادی" رابطه بین مدیریت سود و اهرم مالی و چگونگی تاثیر محیط های نهادی بر این رابطه را با بکارگیری داده های پنل مربوط به ۲۵۷۷۷ شرکت از ۳۷ کشور جهان در طول سال های ۱۹۸۹ الی ۲۰۰۹ به این نتیجه رسیدند که در شرکت های با فعالیت های مدیریت سود بالا، اهرم مالی نیز بالاست. و شدت این رابطه با نهادی تر شدن محیط فعالیت آن شرکت بیشتر می شود. همچنین نتیجه تحقیق آن ها حاکی از این بود که اولاً هم بدهی شرکت و هم وجود محیط نهادی می توانند به عنوان مکانیزم های خارجی حاکمیت شرکتی، هزینه های نمایندگی جریان نقدی آزاد را کاهش دهند و دوماً اتکا بر محیط های نهادی قابل اعتمادتر و کم هزینه تر از اتکا بر بدهی های شرکت می باشد.

شانگ ژو و یان هونگ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "مدیریت سود، حاکمیت شرکتی و چسبندگی هزینه با بررسی تاثیر مدیریت سود بر چسبندگی هزینه دریافتند که چسبندگی هزینه در شرکت هایی که مدیریت سود ندارند بیشتر است. در ادامه پژوهش، آنها

¹ Exchange Rate

² Bank Credit

³ Payment of Dividends

هزینه‌ها را به هزینه‌های پژوهش و توسعه، هزینه تبلیغات و سایر هزینه‌های عمومی تقسیم‌بندی کردند و به این نتیجه رسیدند که مدیران عمدتاً هزینه‌های خود را با کاهش هزینه‌های عمومی کنترل می‌کنند. بررسی بیشتر آنها نشان داد که مکانیزم‌های هشت‌گانه حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه‌ها تأثیر می‌گذارد و آنها را کاهش می‌دهد. در نهایت آنها اثرات تعاملی مدیریت سود و حاکمیت شرکتی را بر چسبندگی هزینه مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند چسبندگی هزینه‌ها را بیشتر کنترل کند. هر چند اثر آن به شدت تأثیر مدیریت سود بر کنترل چسبندگی هزینه نیست.

چن و همکاران (۲۰۱۵) بررسی کردند که آیا اصلاحات قانونی دهه اخیر در آمریکا مبنی بر اینکه اکثر اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها باید مستقل باشند، موجب کاهش مدیریت سود شده است یا خیر؟ نتایج آنها نشان داد مدیریت سود در شرکت‌هایی که پیش از اصلاحات یاد شده، اکثریت اعضای هیأت مدیره‌شان مستقل نبوده‌اند و پس از آن مجبور به اصلاح ساختار هیأت مدیره خود شده‌اند، به طور متوسط نسبت به سایر شرکت‌ها کاهش معناداری نداشته است.

کومیر و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی رابطه مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های کانادایی پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد محیط پیچیده و متغیر، رابطه اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی را تضعیف می‌کند و در شرکت‌هایی که دارای نوسان فروش بالایی هستند و در پژوهش و توسعه، سرمایه‌گذاری زیادی کرده‌اند، رابط مثبت بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی تضعیف می‌شود.

صالح و هات (۲۰۱۴)، در تحقیق خود با عنوان کمیته حسابرسی و مدیریت سود، به بررسی ارتباط بین اندازه کمیته حسابرسی، استقلال کمیته حسابرسی، تخصص کمیته حسابرسی و جلسات کمیته حسابرسی با اقلام تعهدی اختیاری مدل دیچو و همکاران در کشور مالزی بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ پرداختند. نتیجه تحقیق آن‌ها حاکی از این بود که کمیته حسابرسی نقش مهم و اثربخشی را در کاهش مدیریت سود در شرکت‌های ایفا می‌کند. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که بین کلیه ویژگی‌های کمیته حسابرسی و مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیات پژوهش

فرضیه اول:

بین مدیریت سود و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم:

بین مدیریت سود در شرکت‌های دارای سرمایه‌گذار نهادی و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی‌داری وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نوع توصیفی و از حیث هدف، پژوهشی کاربردی است. از آنجا که در این پژوهش به منظور بررسی روابط بین متغیرها، از اطلاعات گذشته استفاده خواهد شد، در ردیف مطالعات پس رویدادی قرار می‌گیرد. هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین مدیریت سود و ساختار سرمایه پویا با تأکید بر نقش تعاملی سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران می‌باشد. در این پژوهش از سه دسته متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی استفاده می‌شود. متغیر مستقل، مدیریت سود و سرمایه‌گذار نهادی شرکت‌ها می‌باشد. متغیر وابسته شامل ساختار سرمایه پویا می‌باشد. از اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اهرم مالی نیز به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده می‌شود. ابتدا متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی محاسبه می‌شوند، سپس فرضیه‌های پژوهش مبنی بر وجود رابطه بین شدت چسبندگی هزینه و مدیریت سود شرکت با استفاده از مدل رگرسیونی مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت.

جامعه و نمونه آماری

کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند و فرضیه‌های مورد نظر در رابطه با این جامعه آماری مورد مطالعه و آزمون قرار خواهد گرفت. به علت گستردگی حجم آماری جامعه و وجود برخی

ناهماهنگی ها میان اعضاء جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و از این رو نمونه به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده، شرایط یاد شده عبارتند از:

- ۱- این شرکت ها باید قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس حضور داشته و از ابتدای سال ۱۳۸۷ سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد و معاملاتی باشد.
 - ۲- این شرکت ها نیابستی در طول سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ وقفه عملیاتی داشته و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد (به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه).
 - ۳- شرکت ها در طول این سال ها تغییر سال مالی نداده و اطلاعات مورد نیاز به منظور استخراج داده ها در دسترس باشد.
 - ۴- شرکت ها جزء بانک ها و مؤسسات مالی، شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری و هلدینگ و لیزینگ نباشد، زیرا افشای ساختار راهبری شرکت در آنها متفاوت است و همچنین شرکت ها باید سودده باشند.
- با توجه به شرایط ساده شده، تعداد ۹۱ شرکت در دوره ی زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ به عنوان نمونه انتخابی سیستماتیک و هدفمند انتخاب شد.

جهت جمع آوری اطلاعات مورد نیاز تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. استفاده از منابع کتابخانه‌ای که شامل کتاب، مجلات، پایان نامه ها، مقالات و اینترنت می باشد. این روش برای انجام مطالعات مقدماتی، تدوین فصل ادبیات تحقیق و چارچوب نظری پژوهش بکار می‌رود. سپس برای جمع‌آوری داده های مربوط به فرضیات تحقیق به گروه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مراجعه خواهیم نمود و پس از استخراج اطلاعات مورد نیاز از طریق نرم افزار تدبیر پرداز، ره آورد نوین و بانک های اطلاعاتی سازمان بورس و تجمیع داده‌ها در ستونهای Excel و انتقال آن به نرم افزار Eviews 8 به آزمون و تحلیل و تفسیر نتایج جهت تصمیم‌گیری در خصوص فرضیات پژوهش می‌پردازیم.

مدل ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MtB_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 INST_{it} + \beta_3 EM_{it} * INST_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MtB_{it} + \beta_6 SG_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته

$DYCS_{it}$: پویایی ساختار سرمایه که از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \beta_0 + \lambda (PLEV_{i,t+1} - LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t+1}$$

$LEV_{i,t+1}$: اهرم شرکت در سال $t+1$ که از تقسیم بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام شرکت در سال $t+1$ بدست می‌آید.

$LEV_{i,t}$: اهرم شرکت در سال t که از تقسیم بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام شرکت در سال t بدست می‌آید.

$PLEV_{i,t+1}$: اهرم پیش بینی شده شرکت در سال $t+1$ که از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$PLEV_{i,t+1} = Di,t / (Di,t + Si,t * Pi,t)$$

Di,t : بدهی‌های بهره‌دار شرکت در سال t

Si,t : تعداد سهام در دست عموم شرکت در سال t

$P_{i,t}$: قیمت بازار هر سهم در سال t

λ : نشان دهنده سرعت تعدیلات اهرمی شرکت می‌باشد که بیانگر پویایی ساختار سرمایه شرکت و متغیر وابسته فرضیات می‌باشد.

متغیر مستقل

EM مدیریت سود است که از مدل اصلاح شده جونز محاسبه می‌شود:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_{1t} \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2t} \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{3t} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i$$

که در این رابطه:

TA_{it} : مجموع اقلام تعهدی است برای شرکت i در سال t .

A_{it-1} : کل دارایی شرکت در سال $t-1$.

ΔREV_{it} : تغییر درخالص درآمد از سال $t-1$ تا سال t .

ΔREC_{it} : تغییر در خالص حساب‌ها و اسناد دریافتنی تجاری از سال $t-1$ تا سال t .

PPE_{it} : میزان اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت در سال t است.

ε_i : جمله خطا که نشان دهنده اقلام تعهدی غیر اختیاری است.

اقلام تعهدی اختیاری که بیانگر مدیریت سود است از مابه‌التفاوت کل اقلام تعهدی و اقلام تعهدی غیراختیاری بدست می‌آید.

INST سرمایه‌گذاران نهادی را نشان می‌دهد. بدین ترتیب که اگر سهامدار عمده شرکتی جزو مالکان نهادی باشد کد ۱ و در غیر

اینصورت کد صفر به آن اختصاص داده می‌شود.

متغیرهای کنترلی:

SIZE: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم کل دارایی‌های شرکت

SG: رشد فروش که از تقسیم مابه‌التفاوت هر سال نسبت به فروش سال پیش تقسیم بر فروش سال پیش به دست می‌آید.

MTB: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

ROA: بازده دارایی‌ها که از تقسیم سود خالص به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

LEV: اهرم شرکت که از تقسیم دارایی‌ها بر بدهی‌ها به دست می‌آید.

در مدل اول ضریب β_1 و در مدل دوم ضریب β_3 نشاندهنده تایید یا رد فرضیه‌ها خواهند بود

آماره توصیفی داده‌ها

ما در ابتدا اقدام به بررسی آمار توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش می‌کنیم. آماره‌های گزارش شده در برگیرنده شاخص

ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی شامل انحراف معیار و چولگی و کشیدگی متغیرهای مورد

استفاده در این تحقیق می‌باشد.

جدول ۱ آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

کشید	چولگی	بیشینه	کمینه	انحراف	میانه	میانگی	شرح متغیرها	
۳,۳۴۰	۰,۰۶۵	۰,۲۶۶	-۰,۲۶۴	۰,۱۲۲	-۰,۰۰۴	-۰,۰۰۷	DYCS	ساختار سرمایه پویا
۶,۵۴۵	۱,۷۵۰	۰,۵۳۵	۰,۰۰۲	۰,۱۰۵	۰,۰۸۷	۰,۱۱۴	EM	مدیریت سود
۶,۲۰۰	۱,۶۶۹	۰,۴۹۷	۰,۰۰۰	۰,۱۰۰	۰,۰۶۷	۰,۰۹۲	EM*INST	مدیریت سود در شرکت‌های دارای سهامدار نهادی
۴,۰۵۰	-۱,۷۴۷	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۳۷۷	۱,۰۰۰	۰,۸۲۹	INST	سهامداران نهادی
۲,۵۱۰	۰,۳۲۷	۱,۱۲۱	۰,۲۲۸	۰,۲۳۴	۰,۶۱۰	۰,۶۲۵	LEV	اهرم مالی
۳,۰۴۹	۰,۵۰۲	۵,۱۱۱	-۰,۹۹۹	۱,۴۶۶	۱,۵۳۴	۱,۷۵۰	MtB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۲,۷۹۶	۰,۴۵۲	۰,۳۵۱	-۰,۱۰۶	۰,۱۱۵	۰,۰۸۵	۰,۰۹۹	ROA	بازده داراییها
۲,۷۶۵	۰,۳۷۰	۰,۸۰۰	-۰,۳۸۸	۰,۳۰۱	۰,۱۲۱	۰,۱۳۶	SG	درصد رشد فروش
۳,۵۳۵	۰,۸۰۶	۸,۲۹۸	۴,۳۸۸	۰,۷۳۴	۵,۸۸۸	۶,۰۰۲	SIZE	اندازه شرکت

جدول ۲ میزان همبستگی بین متغیرهای اصلی پژوهش را نشان می‌دهد. اگر ضرایب مثبت باشند نتیجه می‌گیریم که همبستگی بین آن متغیرها مثبت است و بالعکس

جدول ۲ همبستگی بین متغیرهای اصلی پژوهش

SIZE	SG	ROA	MtB	LEV	INST	EM*INST	EM	DYCS	
								۱,۰۰۰	DYCS
							۱,۰۰۰	۰,۰۹۳	EM
						۱,۰۰۰	۰,۶۸۶	۰,۰۴۴	EM*INST
					۱,۰۰۰	۰,۴۱۸	-۰,۰۴۰	-۰,۰۳۲	INST
				۱,۰۰۰	۰,۰۷۸	۰,۰۹۴	۰,۰۸۳	-۰,۰۹۲	LEV
			۱,۰۰۰	-۰,۲۷۵	-۰,۰۴۷	-۰,۰۲۴	-۰,۰۰۳	-۰,۰۸۷	MtB
		۱,۰۰۰	۰,۴۲۶	-۰,۵۱۹	-۰,۰۷۱	۰,۰۱۸	۰,۰۷۱	-۰,۰۳۰	ROA
	۱,۰۰۰	۰,۳۳۲	۰,۱۷۰	-۰,۱۲۸	-۰,۰۱۵	۰,۰۷۴	۰,۰۷۲	-۰,۱۲۶	SG
۱,۰۰۰	۰,۰۳۶	۰,۱۱۹	۰,۰۱۹	۰,۰۱۵	۰,۰۹۱	۰,۰۴۱	-۰,۰۳۷	۰,۰۰۷	SIZE

همانطور که در جدول ۲ می بینیم برای مثال، ضریب همبستگی بین اهرم شرکت با بازده داراییها ۰,۵۱۹- می باشد در حالی که ضریب همبستگی بین درصد رشد فروش شرکت با ارزش بازار به ارزش دفتری ۰,۱۷۰ می باشد. به همین ترتیب می توان ضریب همبستگی و معنی داری آن را برای متغیرهای دیگر از جدول مشاهده کرد. اگر ضریب همبستگی بین صفر تا ۰,۲۵ باشد همبستگی ضعیف است و اگر بین ۰,۲۵ تا ۰,۵۰ باشد همبستگی متوسط است و اگر بین ۰,۵۰ تا ۰,۷۵ باشد همبستگی نسبتاً قوی است و اگر بین ۰,۷۵ تا ۱۰۰ در صد باشد همبستگی خیلی قوی است.

آمار استنباطی

آزمون فرضیه اصلی اول

" بین مدیریت سود و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی داری وجود دارد."

مدل ۱:

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MtB_{it} + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۳ نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فرضیه اول

عامل تورم واریانس VIF	سطح معنی داری	آماره t	مقدار ضریب	ضریب متغیر	نام متغیر	
-	۰,۵۷	۰,۵۶	۰,۰۲	β_0	عدد ثابت	
۱/۰۳	۰,۰۰	۳,۲۲	۰,۱۵	β_1	EM	مدیریت سود
۱/۴۲	۰,۰۰	-۳,۹۰	-۰,۰۹	β_2	LEV	اهرم مالی
۱/۲۳	۰,۰۱	-۲,۳۷	-۰,۰۱	β_3	MtB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۱/۷۵	۰,۳۱	-۰,۹۹	-۰,۰۵	β_4	ROA	بازده داراییها
۱/۱۳	۰,۰۰	-۳,۰۲	-۰,۰۵	β_5	SG	درصد رشد فروش
۱/۰۳	۰,۳۳	۰,۹۶	۰,۰۱	β_6	SIZE	اندازه شرکت
۲۶/۳۳	آماره F			۰,۴۶	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	معنی داری (P-Value)			۰/۴۵	ضریب تعیین تعدیل شده	
۲/۰۸	آماره دوربین واتسون					
۲/۴۵۵۵(۰/۲۹)	آماره جاک-برا			۷,۲۸ (۰,۰۰)	آماره وایت	

مقدار آماره F (۲۶,۳۳) حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت پایین جدول مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۴۶ درصد و ۴۵ درصد. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۴۵ درصد از تغییرات پویایی ساختار سرمایه در شرکت های مورد بررسی توسط متغیرهای

مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر پویایی ساختار سرمایه است.

نتیجه آزمون: مطابق با جدول ۴-۱۱، سطح معنی‌داری (P-value) متغیر مدیریت سود (۰,۰۰) کمتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر (۳,۲۲) بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H₀ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H₁ مبنی بر این که " بین مدیریت سود و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی‌داری وجود دارد." تایید می‌گردد. و این تاثیر بصورت مستقیم می‌باشد.

جدول ۴ نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فرضیه اول بعد از حذف متغیرهای اضافی

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
عدد ثابت	β_0	۰,۰۴	۲,۸۳	۰,۰۰
مدیریت سود	EM	۰,۱۳	۲,۹۲	۰,۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۸	-۳,۶۲	۰,۰۰
ارزش بازار به ارزش دفتری	MtB	-۰,۰۱	-۲,۵۵	۰,۰۱
درصد رشد فروش	SG	-۰,۰۵	-۳,۴۳	۰,۰۰
ضریب تعیین		۰,۴۶	آماره F	۲۸,۳۷
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۴۵	معنی‌داری (P-Value)	۰/۰۰۰
			آماره دوربین واتسون	۲,۰۹

آزمون فرضیه دوم

" بین مدیریت سود در شرکت‌های دارای سرمایه‌گذار نهادی و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی‌داری وجود دارد."

مدل ۲:

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 INST_{it} + \beta_3 EM_{it} * INST_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MtB_{it} + \beta_6 SG_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول ۵ نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون دوم

عامل تورم واریانس VIF	سطح معنی داری	آماره t	مقدار ضریب	ضریب متغیر	نام متغیر	
-	۰,۸۵	۰,۱۹	۰,۰۱	β_0	عدد ثابت	
۳,۶۱	۰,۰	۲,۷۹	۰,۲۶	β_1	EM	مدیریت سود
۲,۰۸	۰,۴۹	۰,۶۸	۰,۰۱	β_2	INST	سهامداران نهادی
۳,۵۵	۰,۱۶	-۱,۴۱	-۰,۱۵	β_3	EM*INST	مدیریت سود در شرکت‌های دارای سهامدار نهادی
۱,۴۳	۰,۰۰	-۳,۹۵	-۰,۰۹	β_4	LEV	اهرم مالی
۱,۲۳	۰,۰۱	-۲,۳۵	-۰,۰۱	β_5	MtB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۱,۷۵	۰,۲۷	-۱,۱۱	-۰,۰۶	β_6	ROA	بازده داراییها
۱,۱۴	۰,۰۰	-۲,۹۴	-۰,۰۵	β_7	SG	درصد رشد فروش
۱,۰۴	۰,۲۶	۱,۱۳	۰,۰۰	β_8	SIZE	اندازه شرکت
۲۵,۰۵	آماره F			۰,۴۶	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	معنی داری (P-Value)			۰,۴۵	ضریب تعیین تعدیل شده	
۲,۰۷	آماره دوربین واتسون					
۲,۹۱۹۹(۰,۲۳)	آماره جاک-برا			۴,۹۱(۰/۰۰)	آماره وایت	

مقدار آماره F (۲۵,۰۵) حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می‌باشد. همان طور که در قسمت پایین جدول مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۴۶ درصد و ۴۵ درصد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۴۵ درصد از تغییرات ساختار سرمایه پویا شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این جدول اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان دهنده میزان تاثیر مستقیم (معکوس) هر یک از متغیرها بر ساختار سرمایه پویا است.

نتیجه آزمون: مطابق با جدول ۴-۱۳، سطح معنی داری (p-value) متغیر مدیریت سود در شرکت‌های با سهامدار نهادی (۰,۱۶) بیشتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰,۰۵) است؛ همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر (۱,۴۲) کوچکتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. لذا فرضیه H₀ در سطح اطمینان ۰,۰۵ پذیرفته

شده و فرضیه H_1 مبنی بر این که بین مدیریت سود در شرکت‌های دارای سرمایه‌گذار نهادی و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی‌داری وجود دارد، "تأیید نمی‌گردد."

نتیجه‌گیری

فرضیه اول: "بین ساختار سرمایه پویا و مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد."

برای تأیید یا رد این فرضیه با توجه به جدول نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فرضیه اصلی اول؛ مقدار آماره F بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیون، می‌باشد. همچنین قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر؛ بزرگتر از نقاط بحرانی t با همان درجه آزادی می‌باشد. بنابراین با رد فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ و تأیید فرضیه H_1 ، می‌توان گفت که فرضیه: "بین ساختار سرمایه پویا و مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد." تأیید می‌گردد.

وجود رابطه مستقیم بین مدیریت سود و پویایی ساختار سرمایه می‌تواند بیانگر کارآ بودن مدیریت سود در بین شرکتها گردد. چون اگر مدیریت سود از نوع کارآ باشد باید منجر به افزایش ارزش شرکت گردد. وجود ساختار سرمایه پویا باعث می‌گردد سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بتوانند میزان و نوع ساختار سرمایه آتی را بهتر پیش بینی نمایند و نسبت به آینده شرکت خوش بین گردند. لذا وجود رابطه مثبت بین مدیریت سود و ساختار سرمایه می‌تواند بر ارزش بازار آتی سهام نیز تاثیر بگذارد.

فرضیه دوم: "بین مدیریت سود در شرکت‌های دارای سرمایه‌گذار نهادی و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی‌داری وجود دارد."

برای تأیید یا رد این فرضیه با توجه به جدول نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فرضیه دوم، مقدار آماره F بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیون، می‌باشد. و قدرمطلق آماره t مربوط به این متغیر؛ کمتر از نقاط بحرانی t با همان درجه آزادی می‌باشد. بنابراین با پذیرش فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ و رد فرضیه H_1 ، می‌توان گفت که فرضیه: "بین مدیریت سود در شرکت‌های دارای سرمایه‌گذار نهادی و ساختار سرمایه پویا رابطه معنی‌داری وجود دارد." تأیید نمی‌گردد.

عدم رابطه بین مالکیت نهادی و ساختار سرمایه پویا تا اندازه‌ای دور از ذهن می‌باشد. چرا که انتظار می‌رفت سرمایه‌گذاران نهادی با کنترل مدیران عامل شرکت‌های تحت سرمایه‌گذاری خود با اعمال کنترل‌های بیشتر مانع از ایستایی ساختار سرمایه شرکت شوند. این عدم رابطه می‌تواند به دلیل عدم علاقه‌مندی سرمایه‌گذاران نهادی به پویایی و قابلیت پیش بینی ساختار سرمایه آتی باشد. سهامداران نهادی قدرت پیش بینی بالاتری از شرکتهای تحت سرمایه‌گذاری خود دارند و ممکن است با اقداماتی مانع از پیش بینی سایر سرمایه‌گذاران از ساختار سرمایه آتی شرکتها گردند تا بدین ترتیب منافع خود را در آینده افزایش دهند.

منابع

۱. احمدپور احمد، جعفری صمیمی احمد، گل محمدی حمزه، تاثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی صنعت خودرو و قطعات)، ۱۳۹۱، مجله مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال اول، شماره ۱، ص ۵۵
۲. پورزمانی زهرا، جهانشاد آریتا، نعمتی علی، فرهودی زارع پروین، بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها، ۱۳۸۹، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۴۶-۲۵
۳. حمید محمودآبادی، شعله منصوری (۱۳۹۰) "نقش اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری در پیش بینی جریان های نقدی عملیاتی آتی"
۴. دکتر محمدرضا شورورزی-دکتر محسن مرادی-علی رستمی(۱۳۹۱). "بررسی رابطه اقلام تعهدی اختیاری و محافظه کاری حسابداری در بازار سرمایه ایران"
۵. رضایی دولت آبادی حسین، امیری عقدایی سید فتح الله، رفعت بتول، ایزدی فاطمه، تاثیرپذیری رابطه ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها از رقابت بازار محصول و نوع استراتژی کسب و کار شرکت‌ها، ۱۳۹۳، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۵۸-۳۹

۶. ستایش محمدحسین، کارگرفرد جهرمی محدثه، بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه، ۱۳۹۰، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۳۱-۹
۷. سهراب آستا، روح اله قیطاسی (۱۳۹۱)، " بررسی اثر چرخه عمر واحد تجاری بر ارقام تعهدی اختیاری بر روی کلیه شرکت های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " سال ۸۸
۸. فخاری، حسین.رسولی، شادی(۱۳۹۲)، " بررسی اثر محافظه کاری و کیفیت ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه گذاری"، پژوهش های تجربی حسابداری، شماره ۸، صص ۸۱-۱۰۰.
۹. ولیزاده و لاریجانی(۱۳۸۶) " بررسی تاثیر مدیریت سود واقعی بر عملکرد عملیاتی آتی شرکت ها"
- Ascioglu, A., Hegde, S.P., Krishnan, G.V., McDermott, J.B., 2012. Earnings management and Athanasakou, V., Strong, N., & Walker, M. (2007). Classificatory income smoothing: The impact of a change in regime of reporting financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26, 387-435.
- Ball, R., Robin, A., Sadka, G., 2008. Is financial reporting shaped by equity markets or by Ball, R., Shivakumar, L., 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *J. Account. Econ.* 39 (1), 83-128.
- Dargenidou, C., McLeay, S., & Raonic, I. (2011). Transparency, disclosure and the pricing of future earnings in the European market. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38, 473-504.
- debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Rev. Acc.*
- Dechow, P., Richardson, S., & Sloan, R. (2008). The persistence and pricing of the cash component of earnings. *Journal of Accounting Research*, 46, 537-566.
- Fengyi Lin et al(2014) "The relations among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation" *Economic Modelling* 37 (2014) 164-174
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol(3), No. 4: 305-360.
- Kovenock, D., & Phillips, G. (1997). Capital structure and product market behaviour: An examination of plant exit and investment decisions. *The Review of Financial Studies*, Vol(10), No. 3: 767-803.
- market liquidity. *Rev. Quant. Finan. Acc.* 38 (2), 257-274.
- Nickell, S. (1996). Competition and corporate performance. *Journal of Political Economy*, Vol(104), No. 4: 724-746.
- Papanastasiopoulos, G. (2014). Accounting accruals and stock returns: Evidence from European equity markets. *European Accounting Review*, 23, 729-768.
- Phillips, P.A., & Sipahioglu, M.A. (2004). Performance implications of capital structure: Evidence from quoted U.K. organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, Vol(24), No. 5: 31-51.
- Wanzenried, G. (2003). Capital structure decisions and output market competition under demand uncertainty. *International Journal of Industrial Organization*, Vol(21), No. 2: 171-20

The role of institutional investors in the dynamic relationship between earnings management and capital structure

M Zinafza1* and M Zolfaghari2 and M Akbarian

1Department of accounting, SowmeSara Branch, Islamic Azad University, SowmeSara ,Iran

Email:Mina.zinafza@gmail.com

2Department of accounting, SowmeSara Branch, Islamic Azad University, SowmeSara ,Iran

Email:Zolfaghari.mhd@gmail.com

3Department of accounting, SowmeSara Branch, Islamic Azad University, SowmeSara ,Iran

**corresponding author*

Abstract

The aim of this study was to investigate the relationship between the dynamic capital structure, institutional ownership and corporate profits is manipulated. For this purpose, we selected a sample of 91 companies from listed companies in Tehran Stock Exchange. By collecting data related to the research during the years 2009-2009, we investigated the research hypotheses. Our dependent variable in this research is dynamic capital structure and our main independent variables in this research are profit management and institutional ownership. The results of the research indicate that there is a direct and significant relationship between dynamic capital structure variable and earnings management. But there was not a meaningful relationship between earnings management in firms with institutional ownership and dynamic capital structure.

Keywords: earnings management, dynamic capital structure, institutional ownership