

## مدیریت واقعی سود و ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد: نقش آفرینی فرضیه نظارت کارا و تلفیق تئوری‌های فریب‌کاری میان فردی و علامت‌دهی

شهرام چهارمحالی

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.  
Sh.Chaharmahali@gmail.com

اسماعیل توکل‌نیا

گروه حسابداری، دانشگاه حضرت معصومه (س)، قم، ایران. (نویسنده مسئول)  
Esmail.Tavakolnia@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۲/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۳/۱۹

### چکیده

سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، توجه روبه رشدی هم از جانب اعضای حرفه و هم از جانب دانشگاهیان به خود جلب نموده است. وجود نقایص در بازار، نشانگر این است که سطح نگهداشت وجه نقد شرکت دارای اثری قابل توجه بر بازار است. این در حالی است که وجود سازوکارهای نظارتی موثر در داخل و خارج شرکت، مانع سوءاستفاده از موجودی نقد شرکت و متعاقباً تخریب ارزش موجودی نقد می‌شود. مدیریت واقعی سود، فرضیه نظارت کارا، تئوری فریب‌کاری میان فردی و تئوری علامت‌دهی از مقوله‌های مطرح در فضای نظارتی و اعتمادسازی هستند که در مطالعه حاضر مورد توجه قرار گرفته‌اند. در این مطالعه تلاش شد تا ضمن بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، تأثیر مالکیت نهادی فعال (به‌عنوان مصداقی برای فرضیه نظارت کارا) و چرخش شریک موسسه حسابرسی (به‌عنوان مصداقی برای تلفیق تئوری‌های فریب‌کاری میان فردی و علامت‌دهی) بر رابطه مذکور بررسی گردد. به این منظور از داده‌های ۱۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ و مدل داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که بازار، ارزشی مثبت برای سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها قائل است و مدیریت واقعی سود، باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران، ارزش کمتری برای سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها قائل شوند. همچنین، فرضیه نظارت کارا و تلفیق تئوری‌های فریب‌کاری میان فردی و علامت‌دهی، مورد تأیید قرار گرفتند.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، مدیریت واقعی سود، فرضیه نظارت کارا، تئوری فریب‌کاری میان فردی، تئوری علامت‌دهی.

## ۱- مقدمه

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. همچنین اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجوه نقد می‌تواند برای کنترل میزان دقت ارزیابی‌های گذشته مفید واقع شده و رابطه بین فعالیت‌های واحد تجاری و دریافت‌ها و پرداخت‌های آتی آن را نشان دهد. شرکت‌ها درصد معینی از دارایی‌های خود را به صورت نقدی نگهداری می‌کنند. علاوه بر این، تعداد زیادی از شرکت‌ها سطح نگهداشت وجه نقد خود را افزایش داده‌اند (ژانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، توجه روبه رشدی هم از جانب حرفه‌ای‌های تجارت و هم از جانب پژوهشگران دانشگاهی به خود جلب نموده است. دیوید اینهارن<sup>۲</sup> که یکی از سهامداران فعال شرکت اپل<sup>۳</sup> بوده است، در فوریه ۲۰۱۳، دادخواستی را علیه مدیریت اپل مطرح نمود، با این عنوان که اپل، علی‌رغم این که یکی از سالم‌ترین شرکت‌ها از لحاظ وضعیت مالی در امریکا است و هیچ‌گونه محدودیت مالی ندارد، بیش از ۱۳۷ میلیارد دلار وجه نقد در شرکت نگاه داشته است، به جای این که این مبلغ را بین سهامداران توزیع نماید و این موضوع ناشی از ساختار راهبری ضعیف شرکت است که نظارت موثری بر مدیران ندارد (لی و پارک<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶). اغلب مدیران وجه نقد داخل شرکت را به تأمین مالی برون سازمانی ترجیح می‌دهند (مایرز و ماجلوف<sup>۵</sup>، ۱۹۸۴) که این امر می‌تواند منجر به انبار میزان قابل توجهی وجه نقد شود و سهامداران را درباره اختیارات مدیران در استفاده از این وجوه نقد، نگران کند.

به بیان استیگلیتز<sup>۶</sup> (۱۹۷۴)، در بازار کامل، تصمیمات مالی شرکت‌ها تأثیری بر ارزش آن‌ها ندارد. در این وضعیت، همواره می‌توان تأمین مالی خارجی را بدون هیچ‌گونه مشکلی، با قیمتی معقول، کسب کرد. بر این اساس، نگهداری موجودی نقد، نامربوط خواهد بود و تصمیمات راجع به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نقدی، تأثیری بر ارزش سهامداران نخواهد گذاشت (اوپلر<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۱). البته این موضوع در عمل پذیرفته شده نیست و شواهد موجود، موید چیز دیگری است. وجود نقایص در بازار، نشانگر این است که سطح نگهداشت وجه نقد شرکت دارای اثری قابل توجه بر بازار است (فالكندر و وانگ<sup>۸</sup>، ۲۰۰۶؛ پینکوتر<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۰۶؛ مارتینز-سولا<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۰۹؛ توکل‌نیا و تیرگری، ۱۳۹۳؛ مشکلی و الهی-رودپشتی، ۱۳۹۳).

وجود سازوکارهای نظارتی موثر در داخل و خارج شرکت، مانع سوءاستفاده از موجودی نقد شرکت و متعاقباً تخریب ارزش موجودی نقد می‌شود (کیم<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۵).

مدیریت سود، مالکیت نهادی فعال و چرخش شریک موسسه حسابرسی، سه مورد از مقوله‌های مطرح در فضای نظارتی هستند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹؛ پورحیدری و بدری خیره مسجدی، ۱۳۹۲؛ احمدپور و همکاران، ۱۳۹۴؛ ژئی<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۳؛ کارمنو و وافس<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۵؛ چانگ<sup>۱۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۲؛ هارتزل<sup>۱۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۴) که در مطالعه حاضر به آن‌ها توجه ویژه می‌گردد. براساس فرضیه نظارت کارا، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به طور فعال مدیریت می‌کنند. براساس این نگرش، سرمایه‌گذاران نهادی، سهامدارانی متبخر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات می‌باشند. عموم پژوهش‌های صورت گرفته، این فرضیه را تأیید می‌کنند. این در حالی است که برخی از مطالعات پیشین (برای مثال؛ هارتزل و همکاران، ۲۰۱۴) از نظارت قوی‌تر سرمایه‌گذاران نهادی فعال خبر داده‌اند و لذا به منظور بررسی مصداق فرضیه نظارت کارا، به ارزیابی نقش‌آفرینی سرمایه‌گذاران نهادی فعال در رابطه مدیریت واقعی سود و ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد پرداخته می‌شود<sup>۱۶</sup>. در همین رابطه، مطالعات متعددی استدلال نموده‌اند که شرکت‌های دارای راهبری و حاکمیت ضعیف، ذخایر وجه نقد بیشتری را در قیاس با شرکت‌های دارای راهبری و حاکمیت مناسب دارند (برای مثال؛ کلاسنز<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۲؛ لاپورتا<sup>۱۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۲؛ دیتماز<sup>۱۹</sup> و همکاران، ۲۰۰۳؛ لینز<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۳). علاوه بر این، پینکویتز و همکاران (۲۰۰۶) و پینکویتز و ویلیامسون<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۷) دریافتند که ارزش سطح نگهداشت وجه نقد شرکت در کشورهایی که حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در آن‌ها ضعیف است، کمتر است. به طور مشابه، دیتماز و مارت-اسمیت<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۷) نشان دادند که ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، مشکلات نمایندگی در رابطه با سطح نگهداشت وجه نقد اضافی را کاهش داده و متعاقباً ارزش هر واحد اضافی سطح نگهداشت وجه نقد را می‌افزاید. از سویی دیگر، تئوری فریب‌کاری میان‌فردی، نشان می‌دهد که تمام افراد (برای مثال؛ هم کسانی که حقیقت را می‌گویند و هم کسانی که سعی در فریب دیگران دارند)، هنگامی که از تغییرات در رفتار مشخص سایرین آگاهی می‌یابند تغییر در شریک مسئول کار حسابرسی<sup>۲۳</sup>، افزایش شک و سوءظن دیگران نسبت به خود را درک می‌کنند (بارگون<sup>۲۴</sup> و همکاران، ۱۹۹۵؛ بارگون و همکاران، ۱۹۹۶). گفتنی است تغییر شریک مسئول کار حسابرسی در حالی که موسسه حسابرسی تغییر نکرده است، می‌تواند نشانی از تغییر رفتار موسسه حسابرسی نسبت به صاحبکار باشد (برای مثال؛ تیکل-دگن و روزندال<sup>۲۴</sup>، ۱۹۹۰). تغییر رفتاری که در تغییر برخوردها و میزان و ماهیت

ذی‌نفعان گردد، زیرا امکان دارد که وجه نقد به مدیران اجازه دهد تا در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که مزایای غیرنقدی دارد اما ارزش ذی‌نفعان را تخریب می‌نماید (جنسن و مک‌لینگ<sup>۳۰</sup>، ۱۹۷۶). بنابراین، وجود مقادیر زیاد جریان نقدی می‌تواند باعث رفتارهای خودسرانه یا اختیاری مدیران گردد که برای منافع ذی‌نفعان مضر است (جنسن<sup>۳۱</sup>، ۱۹۸۶؛ استولز<sup>۳۲</sup>، ۱۹۹۰). به‌طور مشابه، ریچاردسون<sup>۳۳</sup> (۲۰۰۶) به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاری اضافی در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان نقد نشان‌دهنده افزایش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد اضافی و متعاقباً انجام مخارج بی‌فایده توسط مدیریت است. قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) نیز گزارش نمودند که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معکوس معناداری هست.

ارزش نهایی وجه نقد، ارزش بازار یک ریال وجوه نقد تحصیل شده می‌باشد. در بازارهای بدون اصطکاک، ارزش نهایی یک ریال وجه نقد برای سهامداران باید دقیقاً برابر یک ریال باشد. دلیل برابری ارزش نهایی و ارزش اسمی در بازارهای مزبور، این است که بازارهای بدون اصطکاک، بازارهای کامل و کارایی هستند که علاوه بر وجود اطلاعات متقارن و نبود هزینه‌های نمایندگی، هزینه معاملات در آن‌ها صفر و یا اندک می‌باشد. در این‌گونه بازارها، منافع حاصل از تحصیل یک ریال وجه نقد برابر هزینه حاصل از تحصیل آن یک ریال وجه نقد می‌باشد (مشکی و الهی‌رودپشتی، ۱۳۹۳). در این مطالعه، مشابه رویکرد به‌کار رفته در مطالعات پیشین (برای مثال؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۵؛ مشکی و الهی‌رودپشتی، ۱۳۹۳)، منظور از ارزش بازار موجودی نقد، ارتباطی است که بین موجودی نقد شرکت و بازده سهام وجود دارد و به عبارت دیگر، ارزشی است که بازار برای یک ریال وجه نقد شرکت قائل است.

## ۲-۲- مدیریت واقعی سود و ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد

مطالعات پیشین درباره سطح نگهداشت وجه نقد، شواهدی ارائه نموده‌اند مبنی بر این‌که شرکت‌های دارای سطح نگهداشت وجه نقد بالا، ارزش پایینی را تجربه می‌کنند، به‌ویژه زمانی‌که سیستم کنترل داخلی ضعیف است (برای مثال؛ پینکویتز<sup>۳۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۶؛ دیتماز و ماهر-اسمیت<sup>۳۵</sup>، ۲۰۰۷؛ کالچوا و لینز<sup>۳۶</sup>، ۲۰۰۷؛ کاسندی<sup>۳۷</sup>، ۲۰۱۱). این درحالی است که یکی از مهمترین اهداف سیستم کنترل داخلی، قابلیت اعتماد گزارشگری مالی شرکت است (برای مثال؛ کوزو<sup>۳۸</sup>، ۱۹۹۴ و ۲۰۱۲؛ رحیمیان و توکل‌نیا، ۱۳۹۱).

شواهدی گردآوری شده تبلور می‌یابد (برای مثال؛ اشمیت و کراس<sup>۳۹</sup>، ۲۰۱۴). این موضوع می‌تواند به کاهش رفتار فرصت-طلبانه و افزایش کیفیت نتایج فرآیند حسابرسی منتج گردد<sup>۴۰</sup>. این در حالی است که به بیان والاس<sup>۴۱</sup> (۱۹۸۰)، حسابرسی با کیفیت می‌تواند علامتی مثبت از سوی مدیریت به بازار باشد. بنابراین، چرخش شریک مسئول کار حسابرسی به‌واسطه افزایش کیفیت حسابرسی می‌تواند علامتی مثبت به بازار دهد. بنابراین، در این مطالعه تلاش می‌شود تا ضمن بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، تأثیر مالکیت نهادی فعال (به‌عنوان مصدق برای فرضیه نظارت کارا) و چرخش شریک موسسه حسابرسی (به‌عنوان مصدق برای تلفیق تئوری‌های فریب‌کاری میان فردی و علامت‌دهی) بر رابطه مذکور در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی گردد. به این ترتیب، مهمترین ارزش‌افزوده علمی و دانش‌افزایی پژوهش حاضر، طرح و آزمون عملیاتی فرضیه نظارت کارا و تئوری‌های فریب‌کاری میان فردی و علامت‌دهی به‌عنوان مبانی نظری روان‌شناسی، در مطالعات حسابداری از طریق متغیرسازی در قالب رویکردهای کمی می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد

شرکت به‌منظور اجرای فعالیت‌های خود، بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی و برخورد با رویدادهای پیش‌بینی نشده آتی، به وجه نقد نیاز دارد. علاوه بر این، نگهداری وجه نقد به معنای کاهش وابستگی شرکت به تأمین مالی هزینه بر خارجی است. با توجه به مشکلات و هزینه‌های تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها سلسله مراتبی را در فرآیند تأمین مالی ایجاد می‌کنند و منابع گردآوری شده داخلی را ترجیح می‌دهند (مایرز و ماجلوف<sup>۴۲</sup>، ۱۹۸۴). وجود وجه نقد می‌تواند مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی را تسکین دهد و علاوه بر این، احتمال تحمل هزینه‌های درماندگی مالی در زمانی که عملیات شرکت جریان نقدی کافی برای تعهدات پرداخت بدهی فراهم نمی‌کند را کاهش می‌دهد (فالكندر و وانگ<sup>۴۳</sup>، ۲۰۰۶). در همین راستا، روحی و فخاری (۱۳۹۲) از تأثیر مثبت سطح نگهداشت وجه نقد بر مازاد بازده سهام در بازار سرمایه ایران خبر داده‌اند.

از سویی دیگر، با توجه به ادبیات پیشین، بازده پایین وجه نقد را می‌توان به عنوان هزینه نگهداری دارایی‌های جاری قلمداد کرد (هزینه فرصت). علاوه بر این، وجود مقادیر زیاد وجه نقد می‌تواند موجب مشکلات نمایندگی بین مدیران و

## ۲-۳- فرضیه نظارت کارا؛ مالکیت نهادی فعال، مدیریت

### واقعی سود و ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد

سرمایه‌گذاران نهادی، نقشی مهم در حاکمیت شرکتی ایفا می‌کنند. پاند<sup>۴۸</sup> (۱۹۸۸) به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاران و مدیریت سود پرداخت و سه فرضیه جایگزین ارائه نمود: فرضیه نظارت کارا<sup>۴۹</sup>، فرضیه هم‌راستایی استراتژیک<sup>۵۰</sup> و فرضیه تضاد منافع<sup>۵۱</sup>. فرضیه نظارت کارا ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی دارای تخصص بیشتری هستند و با هزینه کمتری نسبت به سهامداران فردی می‌توانند بر مدیران نظارت کنند که می‌تواند به صورتی کارا، رفتار مدیریت سود مدیران را محدود سازد. فرضیه هم‌راستایی استراتژیک ادعا می‌کند که احتمال دارد سرمایه‌گذاران نهادی با مدیران و به هزینه سهامداران، همکاری کنند و مدیران این انگیزه را دارند که سود را دستکاری کنند. فرضیه تضاد منافع ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی به طرح‌هایی رأی می‌دهند که منافع شخصی آنان را تأمین نماید و لذا با افزایش مدیریت سود مدیران همراه خواهد بود. به این ترتیب، تئوری‌های متضادی در رابطه با نقش آفرینی سرمایه‌گذاران نهادی در قابل مدیریت سود تشریح شده است. در رابطه با شواهد تجربی در این حوزه، گفتنی است رویچادوری و واتز<sup>۵۲</sup> (۲۰۰۷)، فاروق و جای<sup>۵۳</sup> (۲۰۱۲) و استا (۱۳۹۰) به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند دستکاری سود شرکت را کاهش دهند و مهرانی و همکاران (۱۳۹۱) از تأثیر افزایش مالکیت نهادی بر مربوط بودن اطلاعات صورت سود و زیان خبر داده‌اند و منصورفر و همکاران (۱۳۹۷)، مالکیت نهادی را کاهنده ریسک سقوط قیمت سهام ارزیابی نمودند. به اعتقاد لین<sup>۵۴</sup> و همکاران (۲۰۱۴) نیز سرمایه‌گذاران نهادی دارای تیم‌های تخصصی و حرفه‌ای بزرگتری هستند و می‌توانند بر شرایط عملیاتی مدیران نظارت کنند. در همین رابطه، ایم<sup>۵۵</sup> و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهش تجربی خود از تأثیر افزایش مالکیت نهادی بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد خبر دادند. لذا با استناد به فرضیه نظارت کارا انتظار بر این است که ارتباطی معکوس بین مالکیت نهادی و مدیریت سود برقرار باشد.

از سویی دیگر، این امکان وجود دارد که مدیران منفعت-طلب، تمایل به مصرف موجودی نقد اضافی شرکت در راستای منافع شخصی خود داشته باشند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۵۶</sup>، ۱۹۷۶) و به این ترتیب، سهامداران این انگیزه را خواهند داشت که کیفیت حاکمیت شرکتی را در راستای تسکین مشکلات نمایندگی، بهبود بخشند. به این ترتیب، این امکان وجود دارد که سهامداران در صورت محافظت مناسب از طریق سازوکارهای حاکمیت شرکتی، به مدیریت اجازه دهند وجه نقد

همچنین، مطالعات پیشین استنتاج نموده‌اند معمولاً شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بیشتری دارند، مدیریت سود بیشتری نیز خواهند داشت (کراتچلی و هانسن<sup>۳۹</sup>، ۱۹۸۹؛ بادالا<sup>۴۰</sup> و همکاران، ۱۹۹۴؛ وارفیلد<sup>۴۱</sup> و همکاران، ۱۹۹۵؛ لئوز<sup>۴۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۳؛ فان و گودوین، ۲۰۱۳). بنابر شواهد موجود (برای مثال؛ باسو<sup>۴۳</sup>، ۱۹۹۷؛ کیم<sup>۴۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۳)، کیفیت حسابرسی به‌عنوان یکی از سازوکارهای مهم کاهنده هزینه‌های نمایندگی، مدیران را به‌عنوان مدیرانی که به دنبال ارائه اطلاعات مالی با کیفیت بالا هستند، معرفی می‌کند و لذا نظرات برون‌سازمانی توسط سهامداران و ارزیابی عملکرد و فعالیت‌های تجاری را تسهیل می‌نماید (کیم و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین، وجود مدیریت سود می‌تواند نشانی از افزایش هزینه‌های نمایندگی و متعاقباً کاهش ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها باشد.

در همین رابطه، گفتنی است که مدیریت واقعی سود بر خلاف مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، در کوششی به-منظور افزایش سود دوره جاری، عملیات واقعی شرکت را تغییر می‌دهد. این قبیل اقدامات می‌توانند منجر به تخریب چرخه عملیاتی نرمال شرکت شوند که ارزش آتی شرکت را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهند. مطالعات جدید یافته‌اند که ورود شرکت‌ها به مدیریت واقعی سود، تأثیر منفی گسترده‌ای بر بازده سهام و بازده حسابداری آنان در سال‌های بعدی خواهد داشت. علاوه بر این، تضعیف عملکرد شرکت ناشی از مدیریت واقعی سود، شدیدتر از تضعیف عملکرد ناشی از مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی است (رویچادوری<sup>۴۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۲؛ کوهن و زاروین<sup>۴۶</sup>، ۲۰۱۰). در مطالعه‌ای تجربی، کیم و همکاران (۲۰۱۵) از تأثیر افزایش شهرت حسابرسان بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد خبر دادند و چانگ<sup>۴۷</sup> و همکاران (۲۰۱۸)، تأثیر مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد را کاهنده ارزیابی نمودند. مشکی و رودپشتی (۱۳۹۳) و احمدزاده و سروش‌یار (۱۳۹۴) نیز از تأثیر افزایش محافظه-کاری حسابداری بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد خبر داده‌اند. گفتنی است همچنین احمدزاده و سروش‌یار (۱۳۹۴)، تأثیر کیفیت سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد را منفی ارزیابی نموده‌اند و ستایش و همکاران (۱۳۹۶) از تأثیر مستقیم مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها خبر دادند.

بیشتری را در اختیار نگاه دارد (هارفورد<sup>۵۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). بنابراین، مالکیت نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، می‌تواند افزایش ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را موجب گردد. باتوجه به تأثیر کاهشی مالکیت نهادی بر مدیریت سود و همچنین تأثیر مثبت آن بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، می‌توان انتظار داشت که مالکیت نهادی موجب تضعیف اثر منفی مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد گردد. لازم به ذکر است که برخی از انواع سرمایه‌گذاران نهادی، باتوجه به تفاوت‌هایی که برای مثال در اهداف، اطلاعات و مهارت دارند، در فراهم‌سازی نظارت و تقویت حاکمیت شرکتی، اثربخش‌تر هستند. برخی از مطالعات پیشین (برای مثال؛ المازان<sup>۵۸</sup> و همکاران، ۲۰۰۵؛ چن<sup>۵۹</sup> و همکاران، ۲۰۰۷؛ فریرا و ماتوس<sup>۶۰</sup>، ۲۰۰۸؛ چانگ و همکاران، ۲۰۱۲؛ هارتزل و همکاران، ۲۰۱۴) از نظارت قوی‌تر سرمایه‌گذاران نهادی فعال خبر داده‌اند و شواهدی ارائه نموده‌اند مبنی بر این‌که سرمایه‌گذاران نهادی فعال، نظارت‌کنندگانی فعال با مزایای رقابتی در نظارت بر مدیران هستند (چانگ<sup>۶۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). در همین راستا، در مطالعه حاضر نیز از سرمایه‌گذاران نهادی فعال به‌عنوان سازوکار نظارتی اثربخش در حاکمیت شرکتی استفاده می‌گردد.

۲-۴- تالیف تئوری‌های فریب‌کاری میان فردی و علامت‌دهی؛ چرخش شریک موسسه حسابرسی، مدیریت واقعی سود و ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد

تئوری فریب‌کاری میان فردی، می‌تواند توصیف‌گر این باشد که چرا مدیران با مشاهده تغییر در حسابرس مسئول کار، احساس می‌کنند که ریسک افزایش یافته است. بر اساس پژوهش‌های رفتار سازمانی می‌دانیم که مدیران تلاش دارند از تغییراتی که در محیط اطرافشان رخ می‌دهد و امکان دارد بر آنان اثر گذارد، به‌عنوان نمادی برای تعیین این‌که رفتار خودشان چه باشد، سر در بیاورند و معنای آن را بفهمند (ویک<sup>۶۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). این فعالیت معنابخشی، مطابق با پژوهش‌های تجربی اقتصادی در حسابرسی است که استدلال می‌نمایند حسابرسان و مدیران در پیش‌بینی رفتار دیگران، به‌صورتی استراتژیک عمل می‌کنند (برای مثال، زیملمن و والر<sup>۶۳</sup>، ۱۹۹۹). تئوری فریب‌کاری میان فردی، نشان می‌دهد که تمام افراد (برای مثال؛ هم کسانی که حقیقت را می‌گویند و هم کسانی که سعی در فریب دیگران دارند)، هنگامی که از تغییرات در رفتار مشخص سایرین آگاهی می‌یابند [با توجه به این‌که

تغییر شریک مسئول کار حسابرسی می‌تواند به نوعی بیانگر تغییر رفتار موسسه حسابرسی در قبال صاحبکار باشد]. افزایش شک و سوءظن دیگران نسبت به خود را درک می‌کنند (بارگون<sup>۶۴</sup> و همکاران، ۱۹۹۵؛ بارگون و همکاران، ۱۹۹۶). بنابراین، تغییرات حسابرسی افزایش ارزش اکتشافی، باعث می‌شوند به‌هنگام ارزیابی اقدامات بالقوه متقابلانه توسط حسابرسان، مدیران، افزایش شک و سوءظن از سوی حسابرسان را احساس کنند. علاوه بر این، زمانی که افراد در حال دروغ گفتن هستند یا قصد دروغ‌گویی دارند، نسبت به زمانی که در حال گفتن حقیقت هستند یا قصد گفتن حقیقت را دارند، تغییر در رفتار مشخص دیگران را به میزان بیشتری نشان از افزایش شک و سوءظن آنان نسبت به خود تلقی می‌کنند (بارگون و همکاران، ۱۹۹۵). به این ترتیب، مدیرانی که دستکاری سود متقابلانه (نمونه‌ای از یک دروغ) را مورد نظر دارند، نسبت به کسانی که چنین قصدی ندارند، به‌هنگام مشاهده تغییر حسابرس مسئول کار که ممکن است نشانی از تلاش برای بهبود کیفیت حسابرسی باشد و مستلزم تلاش بیشتر تیم شریک مسئول کار جدید برای آشنایی با واحد مورد رسیدگی است، به احتمال بیشتری احساس می‌کنند که مورد سوءظن قرار گرفته‌اند و متعاقباً از انجام این قبیل اقدامات، خودداری خواهند نمود. گفتنی است تغییر شریک مسئول کار حسابرسی در حالی که موسسه حسابرسی تغییر نکرده است، می‌تواند نشانی از تغییر رفتار موسسه حسابرسی نسبت به صاحبکار باشد (برای مثال؛ تیکل-دگن و روزندال، ۱۹۹۰، گرملر و گوینر<sup>۶۵</sup>، ۲۰۰۰). تغییر رفتاری که در تغییر برخوردها و میزان و ماهیت شواهدی گردآوری شده تبلور می‌یابد (برای مثال؛ دپوچ<sup>۶۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۱؛ وانگ و تاتل<sup>۶۷</sup>، ۲۰۰۹؛ هاتفیلد<sup>۶۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۱؛ اشمیت و کراس، ۲۰۱۴). از سویی دیگر، والاس (۱۹۸۰)، تقاضا برای خدمات حسابرسی با کیفیت بالا را در چارچوب تئوری علامت‌دهی در عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه مورد بررسی قرار داده است. در چارچوب نظریه علامت‌دهی، اگر خریداران اوراق بهادار نتوانند میان اوراق بهادار با کیفیت و بی‌کیفیت تفاوت قائل شوند، قیمت بازار اوراق بهادار به گونه‌ای تعدیل می‌شود تا متوسط کیفیت مورد انتظار اوراق بهادار آماده برای فروش را منعکس سازد. پیامد چنین اقدامی، خروج اوراق بهادار باکیفیت از بازار است. در واقع، چنان‌چه مدیران بر کیفیت نسبی اوراق بهادار خود آگاه باشند، انگیزه لازم را برای انتقال یک پیام و علامت مشخص از طریق حسابرسی صورت‌های مالی باکیفیت بالا خواهند داشت. این پیام انعکاس‌دهنده فراتر بودن کیفیت اوراق بهادار آن‌ها از متوسط کیفیت مورد انتظار بازار است. به این

ترتیب، می‌توان استدلال نمود که چرخش شریک موسسه حسابداری، علامتی خواهد بود از طرف شرکت و تصمیم‌گیرندگان آن برای بازار سرمایه، مبنی بر این‌که آنان به دنبال افزایش حداکثری کیفیت حسابداری می‌باشند.

در همین رابطه، لازم به توضیح است که یکی از راهبردهای مورد توصیه مراجع حرفه‌ای و بورس‌های اوراق بهادار اغلب کشورها برای حل مسئله استقلال حسابرسان و افزایش کیفیت خدمات حسابداری، چرخش موسسات حسابداری بوده است. فرآیند چرخش موسسات حسابداری به معنای تغییر حسابرس پس از انجام چند دوره حسابداری یک شرکت است که بر اساس مقررات با تصمیم مجامع عمومی آن شرکت انجام می‌شود. چرخش موسسات حسابداری بر سه عامل تأثیر می‌گذارد که هر یک از این عوامل خود موجب تغییر در کیفیت خدمات حسابداری می‌شوند. عوامل مزبور عبارتند از ارتباط با مدیریت صاحبکار، توجه به فرآیند حسابداری سال‌های قبل و اشتیاق برای راضی نگه‌داشتن صاحبکار (جعفری و رضوانی‌فرد، ۱۳۸۹). شواهد موجود (برای مثال؛ ملکیان و عبدی‌پور، ۱۳۹۳؛ کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۹۷؛ جکسون<sup>۶۹</sup> و همکاران، ۲۰۰۸؛ مصطفی<sup>۷۰</sup>، ۲۰۱۰؛ ایمگی و اولادوتیر<sup>۷۱</sup>، ۲۰۱۸)، موید تأثیر مثبت چرخش حسابرس بر کیفیت حسابداری می‌باشند. به بیان فیرث<sup>۷۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲)، چرخش موسسه حسابداری، از طرفی موجب افزایش استقلال حسابرس، به جهت کاهش آشنایی و انس بین حسابرس و صاحبکار و از طرفی موجب کاهش شناخت حسابرس از صاحبکار و فعالیت آن می‌گردد. با این اوصاف، چرخش شریک موسسه حسابداری، ضمن حفظ این شناخت، می‌تواند موجب کاهش آشنایی و انس بین حسابرس و صاحبکار گردد. لذا با این استدلال می‌توان ادعا نمود که چرخش شریک موسسه حسابداری، تأثیری مثبت بر کیفیت حسابداری دارد و حتی این تأثیر، به مراتب گسترده‌تر از تأثیر چرخش موسسه حسابداری است. پورحیدری و بدری خیره-مسجدی (۱۳۹۲) نیز گزارش نمودند که چرخش موسسات حسابداری بر تعدیلات سنواتی تأثیر ندارد و چرخش شریک حسابرس باعث کاهش تعدیلات سنواتی می‌شود. در همین راستا، به برخی مطالعات موید نقش نظارتی حسابداری باکیفیت اشاره می‌گردد. کیم و همکاران (۲۰۰۳) خاطرنشان نمودند که "چهار موسسه حسابداری بزرگ، کنترل اثربخش‌تری را اعمال می‌کنند به هنگامی که مدیران، مشوق‌ها و انگیزه‌هایی برای دستکاری افزایشی سود دارند". بنابراین، این نوع از حسابرسان (موسسات حسابداری بزرگ)، توانایی نظارت و کشف رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی را دارند (ممیس و جتناک<sup>۷۳</sup>، ۲۰۱۲).

علاوه بر این، برخی از مطالعات به این نتیجه رسیدند که اطلاعات منتشرشده توسط شرکت‌های حسابداری شده توسط چهار موسسه حسابداری بزرگ، مربوط‌تر است و به عبارتی، ارتباطی مستقیم بین چهار موسسه حسابداری بزرگ و مربوط بودن نتایج حسابداری برقرار است (تئو و وانگ<sup>۷۴</sup>، ۱۹۹۳؛ کرمانیس و لنوکس<sup>۷۵</sup>، ۲۰۰۸؛ چن<sup>۷۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). این در حالی است که وندرباوه<sup>۷۷</sup> و همکاران (۲۰۰۳) در بلژیک، جنونگ و رهو<sup>۷۸</sup> (۲۰۰۴) در کره جنوبی، پیوت و جانین<sup>۷۹</sup> (۲۰۰۴) در فرانسه و مجتهدزاده و بابایی (۱۳۹۱) در ایران نیز ارتباط معکوس بین کیفیت حسابداری و مدیریت سود را تأیید کرده‌اند. از سویی دیگر، حسابداری باکیفیت بالا، انتظام برون-سازمانی را تسهیل می‌نماید و لذا مانع سوءاستفاده از موجودی نقد شرکت و متعاقباً تخریب ارزش موجودی نقد می‌شود. حسابداری با کیفیت بالا، مدیران را به‌عنوان مدیرانی که به دنبال ارائه اطلاعات مالی با کیفیت بالا هستند، معرفی می‌کند و لذا نظارت برون‌سازمانی توسط سهامداران و ارزیابی عملکرد و فعالیت‌های تجاری را تسهیل می‌نماید (کیم و همکاران، ۲۰۱۵). به این ترتیب، نقش نظارتی موثر کیفیت حسابداری می‌تواند موجب ارزش‌گذاری مثبت سطح نگهداشت وجه نقد شرکت گردد. باتوجه به تأثیر کاهشی چرخش شریک موسسه حسابداری بر مدیریت سود و همچنین تأثیر مثبت آن بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، می‌توان انتظار داشت که چرخش شریک موسسه حسابداری موجب تضعیف اثر منفی مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد گردد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب مذکور در ادبیات پژوهش، فرضیه‌های زیر مطرح می‌شوند:

**فرضیه نخست:** افزایش مدیریت واقعی سود، موجب کاهش ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌گردد.

**فرضیه دوم:** ارتباط معکوس مدیریت واقعی سود و ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، متأثر از فرضیه نظارت کارا است.

**فرضیه سوم:** ارتباط معکوس مدیریت واقعی سود و ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، متأثر از تلفیق تئوری‌های فریب‌کاری میان‌فردی و علامت‌دهی است.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی پژوهش بر مبنای هدف از نوع کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

سطوح عادی مخارج اختیاری با استفاده از تخمین مدل زیر محاسبه می‌گردد:

$$\frac{DISX_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن‌ها:  $A_{i,t-1}$  = کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$ ؛  $S_{i,t}$  = درآمد فروش شرکت  $i$  در سال  $t-1$ ؛  $\Delta S_{i,t}$  = تغییرات درآمد فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$ ؛  $PROD_{i,t}$  = حاصل جمع تغییرات موجودی کالا و بهای تمام شده کالای فروخته شده شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $CFO_{i,t}$  = جریان نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $DISX_{i,t}$  = هزینه‌های اختیاری (هزینه-های عمومی، اداری و فروش) شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛ در گام دوم، مقادیر غیرعادی هزینه‌های تولیدی (APROD)، مخارج اختیاری (ADISX) و جریان نقد عملیاتی (ACFO) طبق معادلات زیر محاسبه می‌گردند:

$$APROD_{i,t} = \frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[ \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right]$$

$$ACFO_{i,t} = \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[ \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right]$$

$$ADISX_{i,t} = \frac{DISX_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[ \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right]$$

متغیر مستقل:

$Suspect_{i,t}$  = مشکوک بودن شرکت  $i$  در سال  $t$  به مدیریت سود. به این منظور، دو طبقه از شرکت‌هایی که انگیزه مدیریت سود افزایشی دارند را شناسایی خواهیم کرد. در ابتدا داده‌ها را بر اساس گزارش سود مثبت و اندک دسته‌بندی می‌کنیم زیرا گزارش سود مثبت و اندک، نشان‌دهنده وجود انگیزه‌ای برای احتراز از گزارش زیان است. در طبقه‌بندی دوم، شرکت‌هایی هستند که افزایش اندکی در بازده دارایی‌ها داشته باشند که آن هم نشان‌دهنده انگیزه‌ای برای احتراز از گزارش کاهش سود می‌باشد. در این راستا، در طبقه‌بندی اول، شرکت‌سال‌هایی که بازده دارایی‌های آنان بین صفر تا ۱/۵ درصد است، به‌عنوان مشکوک به مدیریت سود در نظر گرفته می‌شوند. در طبقه-بندی دوم نیز شرکت‌سال‌هایی به‌عنوان مشکوک به مدیریت سود در نظر گرفته می‌شوند که نسبت تغییرات در سودخالص

همبستگی است. بنابراین از روش رگرسیون چندمتغیره برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌گردد. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکا بودن نتایج، از آزمون‌های پیش‌فرض استفاده از رگرسیون، استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و نمونه آماری به روش حذفی بر اساس شرایط زیر برگزیده شده است: (۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد؛ (۲) در طی دوره پژوهش در بورس حضور داشته باشد؛ (۳) سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد؛ و (۴) از شرکت‌های بیمه، سرمایه-گذاری، موسسات مالی و اعتباری، بانک‌ها و لیزینگ نباشد. با اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۵۶ شرکت به‌عنوان نمونه برگزیده شدند و داده‌های مربوط به ۷ سال آن‌ها (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶) از صورت‌های مالی و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است.

#### ۴-۱- مدل‌های پژوهش

پیش از آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل زیر استفاده می‌شود تا صحت انجام مدیریت واقعی سود در سطح شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأیید گردد:

$$RM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MV_{i,t} + \beta_1 MtB_{i,t-1} + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_1 Suspect_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

متغیر وابسته:

$RM_{i,t}$  = مدیریت واقعی سود شرکت  $i$  در سال  $t$  است که برای محاسبه آن از قدرمطلق دستکاری فعالیت‌های واقعی استفاده می‌گردد:

$$RM_{i,t} = APROD_{i,t} - ACFO_{i,t} - ADISX_{i,t}$$

در گام نخست، سطوح عادی هزینه‌های تولیدی (PROD)، مخارج اختیاری (DISX) و جریان نقد عملیاتی (CFO) با استفاده از تخمین مدل‌های زیر در سطح کلیت داده‌ها محاسبه می‌گردد:

سطوح عادی هزینه‌های تولیدی با استفاده از تخمین مدل زیر محاسبه می‌گردد:

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

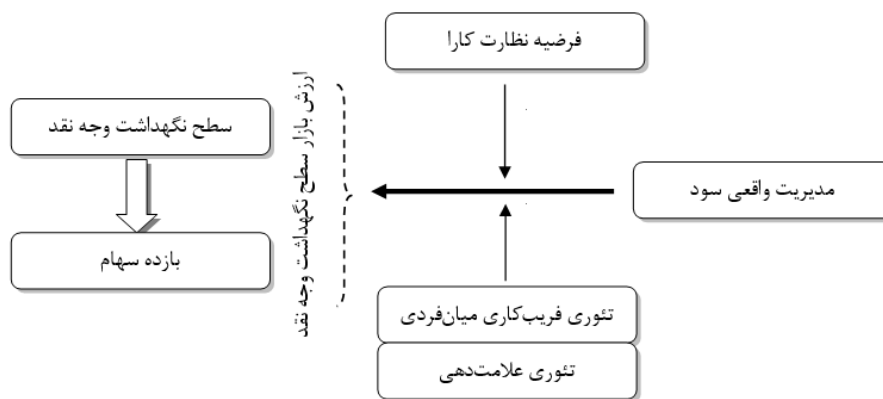
سطوح عادی جریان نقد عملیاتی با استفاده از تخمین مدل زیر محاسبه می‌گردد:

لازم به توضیح است، همانطور که پیشتر اشاره شد، منظور از ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، ارتباطی است که بین سطح نگهداشت وجه نقد و بازده سهام شرکت برقرار است و ارزیابی تأثیر مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد، با استفاده از متغیر حاصلضرب مدیریت واقعی سود و سطح نگهداشت وجه نقد در بین متغیرهای مستقل، سنجیده می‌شود. لازم به توضیح است که گریس مارتین<sup>۸۱</sup> (۲۰۰۰) در خبرنامه شماره چهارم واحد مشاوره آماری کرنل دانشگاه کرنل نیویورک ایالات متحده که راجع به تفسیر متغیرهای مستقل برگرفته از حاصلضرب دو متغیر مستقل دیگر بوده است، تشریح نمود که پس از افزودن متغیر حاصلضرب، تأثیر متغیرهای اصلی فاقد معنا نخواهد بود. توضیح این‌که برای بررسی اثر تعدیلی متغیر x بر تأثیر متغیر y بر متغیر z، باید متغیرهای x و y در مدل به صورت مستقل قرار گیرند و متغیر حاصلضرب آن‌ها نیز در مدل حضور داشته باشد. از همین رویکرد در راستای بررسی اثر تعدیلی متغیرهای مالکیت نهادی فعال و چرخش شریک موسسه حسابرسی نیز استفاده شده است. بنابر توضیحات ارائه شده، مدل مفهومی مطالعه حاضر به صورت شکل شماره یک قابل ترسیم است.

به دارایی‌های آنان بین صفر تا یک درصد باشد. گفتنی است برای شناسایی شرکت - سال‌های مشکوک به مدیریت سود، از هر دو طبقه‌بندی استفاده می‌شود. اگر شرکت - سالی مشکوک به مدیریت سود باشد، متغیر مذکور برای آن برابر یک قرار داده می‌شود و در غیراین صورت برابر صفر خواهد بود (ژو و هانگ<sup>۸۰</sup>، ۲۰۱۶). اگر این متغیر دارای تأثیر معنادار بر متغیر وابسته باشد، به این معنا است که در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت واقعی سود صورت می‌گیرد.

### متغیرهای کنترلی

$MV_{i,t-1}$  = لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t-1 است.  
 $MtB_{i,t-1}$  = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t-1 است.  
 $ROA_{i,t-1}$  = بازده دارایی‌ها (نسبت سودخالص به دارایی‌ها) شرکت i در سال t-1 است.



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

منبع: یافته‌های پژوهش

$$ARET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 RM_{i,t} + \beta_3 CASH*RM_{i,t} + \beta_4 AIOWN_{i,t} + \beta_5 CASH*AIOWN_{i,t} + \beta_6 CASH*RM*AIOWN_{i,t} + \beta_7 AFPR_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} DIV_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

باتوجه به توضیحات ارائه شده، در ادامه، به منظور آزمون فرضیه اول مطالعه حاضر، از مدل زیر استفاده می‌شود ( $\beta_3$ ):

به منظور آزمون فرضیه سوم مطالعه حاضر، از مدل زیر استفاده می‌شود ( $\beta_7$ ):

$$ARET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 RM_{i,t} + \beta_3 CASH*RM_{i,t} + \beta_4 AIOWN_{i,t} + \beta_5 AFPR_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 DIV_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$ARET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH_{i,t} + \beta_2 RM_{i,t} + \beta_3 CASH*RM_{i,t} + \beta_4 AIOWN_{i,t} + \beta_5 AFPR_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

به منظور آزمون فرضیه دوم مطالعه حاضر، از مدل زیر استفاده می‌شود ( $\beta_6$ ):



نسبت به سال قبل، تغییر کرده باشند برابر با یک می‌باشد و در غیر این صورت، برابر صفر است.

#### متغیرهای کنترل

$ROA_{i,t}$  = سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت سودخالص به دارایی‌ها؛  
 $SIZE_{i,t}$  = اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌ها؛  
 $DIV_{i,t}$  = سودتقسیمی شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت کل سودتقسیمی به دارایی‌ها؛ و  
 $LEV_{i,t}$  = اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

##### ۵-۱- آمار توصیفی

در این قسمت، ویژگی‌های کیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه و آماره ایم، پسران‌وشین بررسی می‌گردد. پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به این منظور، در این تحقیق از آزمون ایم، پسران و شین استفاده شده است. ویژگی‌های کیفیت متغیرهای پژوهش در جدول شماره یک ارائه شده است.

با توجه به جدول شماره یک، مقادیر میانگین و میانه متغیرهای کمی پژوهش به یکدیگر نزدیک بوده و ضمناً داده‌های پرت که بر کیفیت تحلیل‌ها اثر منفی می‌گذارند، حذف شده‌اند. همچنین مقدار سطح معناداری آزمون ایم، پسران و شین تمام متغیرهای پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است و بنابراین، همگی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند.

$$\beta_6 \text{CASH} * \text{AFPR}_{i,t} + \beta_7 \text{CASH} * \text{RM} * \text{AFPR}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{10} \text{DIV}_{i,t} + \beta_{11} \text{LEV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن‌ها:

#### متغیر وابسته

$ARET_{i,t}$  = نشان‌دهنده بازده سهام مازاد شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$  می‌باشد که از تفاضل بازده کل سهام با بازده بازار در طی یک دوره مشخص به دست می‌آید. بازده کل هر سهم عادی با توجه به نوسان قیمت سهام، سود نقدی، سود سهمی و افزایش سرمایه محاسبه می‌شود. بازدهی سهام بر حسب این که افزایش سرمایه قبل از تاریخ تشکیل مجمع عادی یا بعد از آن باشد، به ترتیب با توجه به روابط زیر قابل محاسبه است:

$$r_{it} = \frac{[(P_t + D_t)(1 + \alpha + \beta)] - (P_{t-1} + C_\alpha)}{(P_{t-1} + C_\alpha)} \times 100$$

$$r_{it} = \frac{D_t + P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C_\alpha)}{(P_{t-1} + C_\alpha)} \times 100$$

در رابطه فوق،  $\alpha$  نشان‌دهنده درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی،  $\beta$  به معنای درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود انباشته و  $C$  مبین مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سهامدار از محل آورده نقدی یا مطالبات،  $P_t$  مبین قیمت سهم در پایان دوره،  $P_{t-1}$  نشانگر قیمت سهم در ابتدای دوره و  $D_t$  به معنای سود نقدی تقسیم شده در طی دوره می‌باشد. در نهایت بازده غیرعادی از رابطه زیر به دست آمده است:

$$ABRET_{i,t} = R_{i,t} - RM_t$$

در رابطه فوق،  $R_{i,t}$  نشانگر بازده شرکت  $i$  در دوره  $t$  و  $RM_t$  نشانگر بازده بازار در دوره  $t$  است.

#### متغیرهای مستقل

$\text{CASH}_{i,t}$  = سطح نگهداشت وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با نسبت موجودی نقد به دارایی‌ها.  
 $\text{AIOWN}_{i,t}$  = مالکیت نهادی فعال شرکت  $i$  در سال  $t$  که برابر است با درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی دارای نماینده در هیئت مدیره (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).  
 $\text{AFPR}_{i,t}$  = چرخش شریک مسئول کار حسابرسی شرکت  $i$  در سال  $t$  که اگر موسسه حسابرسی کننده شرکت همان موسسه حسابرسی کننده سال قبل باشد و یکی از شرکای مسئول کار

جدول ۱- بررسی ویژگی‌های کیفی متغیرها

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	آماره ایم، پسران وشین	
						آماره t	معناداری
مدیریت واقعی سود	۰/۲۲۶	۰/۱۹	۰/۶۸۹	۰/۰۰۰۲	۰/۱۶۵	-۱۲/۶۳۶	۰/۰۰۰
مشکوک به مدیریت سود	۰/۱۴۷	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۵۵	-۱۳/۷۴۴	۰/۰۰۰
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۱۲/۶۹۳	۱۲/۸۲۷	۱۸/۸۶۲	۹/۲۸۷	۱/۵۸۸	-۱۳/۸۸۴	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۲/۱۶	۱/۷۸	۷/۹۷۲	۰/۲۹۸	۱/۴۱۴	-۱۴/۲۸۹	۰/۰۰۰
بازده غیرعادی سهام	۰/۰۰۹	-۰/۱۴۷	۴/۸۴۶	-۲/۱۱۵	۰/۸۵۶	-۱۰/۷۶۹	۰/۰۰۰
سطح نگهداشت وجه نقد	۰/۰۳۸	۰/۰۲۶	۰/۲۶۱	۰/۰۰۰۶	۰/۰۴	-۱۰/۹۶۲	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی فعال	۳۲/۳۹	۲۰/۰۰۰	۹۸/۱۵	۰/۰۰۰	۳۳/۵۹۶	-۱۱/۴۹۵	۰/۰۰۰
چرخش شریک مسئول کار حسابرسی	۰/۳۲۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۶۷	-۱۳/۱۱۹	۰/۰۰۰
سودآوری (بازده دارایی‌ها)	۰/۰۹۲	۰/۰۸۲	۰/۶۳۱	-۰/۴۳۹	۰/۱۴۴	-۹/۰۶۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۱۳/۵۶۳	۱۳/۴۳۵	۱۸/۸۱۷	۱۰/۰۳۱	۱/۴۶	-۱۵/۵۰۱	۰/۰۰۰
سود تقسیمی	۰/۰۹۶	۰/۰۶۸	۰/۶۲۳	۰/۰۰۰	۰/۱۰۲	-۱۲/۰۴۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۶۱۸	۰/۶۳۵	۰/۹۸۶	۰/۱۴۶	۰/۱۸۲	-۹/۵۹۶	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

۵-۲- آمار استنباطی

۵-۲-۱- تخمین ضرایب مدل‌های محاسبه مدیریت

واقعی سود

در ابتدا به تخمین مدل‌های مدیریت واقعی سود پرداخته می‌شود. نتیجه تخمین مدل مذکور در جداول شماره دو، سه و چهار ارائه شده است. با استفاده از ضرایب به دست آمده در این مدل‌ها، اقدام به محاسبه مقادیر مدیریت واقعی سود می‌نماییم. در جدول شماره دو، به تخمین مدل جریان نقد عملیاتی غیرعادی پرداخته شده است. گفتنی است که در تخمین مدل

مذکور، بنابر نتیجه آزمون چاو و آزمون هاسمن از مدل اثرات ثابت استفاده شد.

در جدول شماره سه، به تخمین مدل هزینه‌های غیرعادی تولید پرداخته شده است. لازم به ذکر است که در تخمین مدل مذکور، بنابر نتیجه آزمون چاو و آزمون هاسمن از مدل اثرات تصادفی استفاده شد.

در جدول شماره چهار، به تخمین مدل هزینه‌های اختیاری غیرعادی پرداخته شده است. لازم به ذکر است که در تخمین مدل مذکور، بنابر نتیجه آزمون چاو و آزمون هاسمن از مدل اثرات ثابت استفاده شد.

جدول ۲- تخمین مدل جریان نقد عملیاتی غیرعادی

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت	۰/۰۶۱	۰/۰۲	۳/۰۷۳	۰/۰۰۲
$1/A_{i,t-1}$	۲۴۱۳/۶۸۵	۲۳۲۱/۵۵۸	۱/۰۳۹	۰/۲۹۸
$S_{it}/A_{i,t-1}$	۰/۰۷۳	۰/۰۲۳	۳/۱۸۴	۰/۰۰۱
$\Delta S_{it}/A_{i,t-1}$	-۰/۰۰۱	۰/۰۲۸	-۰/۰۴	۰/۹۶۷
آماره $F = ۵/۰۸۴$		ضریب تعیین = ۰/۴۸		
سطح معناداری = ۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۳۸۶		
آماره دوربین و آنتسون = ۱/۹۴۳				
سطح معناداری آزمون چاو = ۰/۰۰۰		سطح معناداری آزمون هاسمن = ۰/۰۰۱		
مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی				

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۳- تخمین مدل هزینه‌های غیرعادی تولید

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت	-۰/۰۷۵	۰/۰۱۷	-۴/۲۷۹	۰/۰۰۰
$1/A_{i,t-1}$	-۲۱۲۷/۱۲۹	۲۰۶۰/۱۳۱	-۱/۰۳۲	۰/۳۰۲
$S_{i,t}/A_{i,t-1}$	۰/۹۰۴	۰/۰۲۱	۴۲/۴۹۸	۰/۰۰۰
$\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}$	-۰/۰۷۹	۰/۰۲۸	-۲/۷۸۸	۰/۰۰۵
$\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1}$	-۰/۰۵۱	۰/۰۲۸	-۱/۸۳۲	۰/۰۶۷
آماره F = ۱۲۲۱/۲۴۵		ضریب تعیین = ۰/۸۵۴		
سطح معناداری = ۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۸۵۳		
آماره دوربین واتسون = ۱/۸۶۶				
سطح معناداری آزمون چاو = ۰/۰۰۰		سطح معناداری آزمون هاسمن = ۰/۰۹۵		
مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی				

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۴- هزینه‌های اختیاری غیرعادی

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت	۰/۰۳۷	۰/۰۰۴	۸/۴۵۶	۰/۰۰۰
$1/A_{i,t-1}$	-۵۲۵/۸۴۸	۱۰۵۰/۵۸۱	-۰/۵	۰/۶۱۶
$S_{i,t}/A_{i,t-1}$	۰/۰۲۱	۰/۰۰۲	۷/۴۲۵	۰/۰۰۰
آماره F = ۱۸/۹۴۴		ضریب تعیین = ۰/۸۱۲		
سطح معناداری = ۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۷۶۹		
آماره دوربین واتسون = ۱/۶۳۴				
سطح معناداری آزمون چاو = ۰/۰۰۰		سطح معناداری آزمون هاسمن = ۰/۰۰۰		
مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی				

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۵-۲-۲- بررسی مصداق پدیده مدیریت واقعی سود

در این مرحله، با استفاده از مقادیر به دست آمده و طبق رویکرد پیش گفته، اقدام به محاسبه مقادیر مدیریت واقعی سود می‌شود. در گام بعدی، به بررسی مصداق پدیده مدیریت واقعی سود در بازار سرمایه ایران پرداخته می‌شود. نتیجه تخمین مدل مربوطه در جدول شماره پنج ارائه شده است. لازم به ذکر است که در تخمین مدل مذکور، بنابر نتیجه آزمون چاو و آزمون هاسمن از مدل اثرات ثابت استفاده شد.

همان‌طور که در جدول شماره ۵ مشاهده می‌شود، ارتباطی مستقیم و معنادار بین مشکوک به مدیریت سود بودن شرکت و میزان مدیریت واقعی سود برقرار است. به این ترتیب می‌توان گفت که شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه ایران برای دستکاری نتایج پایان سال خود، از مدیریت فعالیت‌های واقعی به عنوان یک راهکار استفاده می‌کنند.

## ۵-۲-۳- آزمون فرضیه‌ها

نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول شماره شش ارائه شده است. گفتنی است بنابر نتیجه آزمون چاو از مدل داده‌های تابلویی و بنابر نتیجه آزمون هاسمن از مدل اثرات ثابت استفاده شده است.

باتوجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره شش، مشهود است که در مدل‌های سه‌گانه، ارتباطی مستقیم و معنادار بین سطح نگهداشت وجه نقد و بازده سهام برقرار است. نتیجه مذکور نشان می‌دهد که بازار، ارزشی مثبت برای سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها قائل است. این درحالی است که متغیر حاصل ضرب سطح نگهداشت وجه نقد و مدیریت واقعی سود، دارای تأثیری معکوس و معنادار بر بازده سهام است. بنابراین می‌توان گفت که سطح نگهداشت وجه نقد و مدیریت واقعی سود دارای اثر همزمان معکوس بر بازده سهام می‌باشند و به تفسیری، مدیریت واقعی سود می‌تواند موجب تضعیف ارزش مثبت سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده

دیگر نتیجه مطالعه حاضر، تأثیر مستقیم و معنادار متغیر حاصلضرب سطح نگهداشت وجه نقد، مدیریت واقعی سود و چرخش شریک موسسه حسابرسی بر بازده سهام بوده است که نشان می‌دهد چرخش شریک موسسه حسابرسی نیز همانند مالکیت نهادی فعال می‌تواند تأثیر منفی مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تضعیف نماید و یا به سمت مثبت، حرکت دهد (تأیید فرضیه سوم).

در بورس اوراق بهادار تهران گردد. به این ترتیب، فرضیه نخست این پژوهش، پذیرفته می‌شود. از سویی دیگر، متغیر حاصلضرب سطح نگهداشت وجه نقد، مدیریت واقعی سود و مالکیت نهادی فعال دارای تأثیر مستقیم و معنادار بر بازده سهام است که به این ترتیب، مالکیت نهادی فعال می‌تواند موجب تضعیف اثر منفی مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها گردد و حتی این تأثیر منفی را خنثی سازد (تأیید فرضیه دوم).

جدول ۵- مصداق پدیده مدیریت واقعی سود

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت	-۰/۰۳۳	۰/۰۹۷	-۰/۳۴۵	۰/۷۳
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۰۱۸	۰/۰۰۷	۲/۳۶	۰/۰۱۸
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	-۱/۶۹۳	۰/۰۹۱
بازده دارایی‌ها	۰/۳۹۳	۰/۰۵۷	۶/۸۳۸	۰/۰۰۰
مشکوک به مدیریت سود	۰/۰۳۲	۰/۰۰۹	۳/۲۷۸	۰/۰۰۱
آماره F = ۲۱/۱۵۲		ضریب تعیین = ۰/۸۵		
سطح معناداری = ۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۸۱		
آماره دوربین واتسون = ۱/۹۱۷				
سطح معناداری آزمون چاو = ۰/۰۰۰		سطح معناداری آزمون هاسمن = ۰/۰۰۰		
مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی				

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۶- آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه سوم		فرضیه دوم		فرضیه اول		متغیر
معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	
۰/۰۱۳	۰/۲۲۵	۰/۰۰۱	۰/۲۶	۰/۰۲۵	۰/۲۷۶	ضریب ثابت
۰/۰۰۰	۵/۹۷۸	۰/۰۰۰	۶/۵۹۹	۰/۰۰۰	۴/۸۹۶	سطح نگهداشت وجه نقد
۰/۰۳۷	۱/۰۸۲	۰/۰۳۳	۰/۸۱۶	۰/۰۶۱	۰/۹۴۱	مدیریت واقعی سود
۰/۰۰۰	-۱۸/۹۶۶	۰/۰۰۰	-۱۹/۱۲۴	۰/۰۰۰	-۱۷/۴۱۶	سطح نگهداشت وجه نقد* مدیریت واقعی سود
۰/۰۰۰	۰/۲۳۱	۰/۰۰۰	۰/۲۳۱	۰/۰۰۰	۰/۲۶۸	مالکیت نهادی فعال
-	-	۰/۱۲۵	۰/۰۵۸	-	-	مالکیت نهادی فعال* سطح نگهداشت وجه نقد
-	-	۰/۳۵۹	۰/۰۰۵	-	-	مدیریت واقعی سود* مالکیت نهادی فعال
-	-	۰/۰۰۷	۰/۲۴۸	-	-	سطح نگهداشت وجه نقد* مدیریت واقعی سود* مالکیت نهادی فعال
۰/۰۰۱	۰/۳۲۴	۰/۰۰۰	۰/۲۳۵	۰/۰۰۲	۰/۲۲۱	چرخش شریک مسئول کار حسابرسی
۰/۰۱۴	-۶/۵۰۹	-	-	-	-	سطح نگهداشت وجه نقد* چرخش شریک مسئول کار حسابرسی
۰/۰۴۳	-۰/۸۸۵	-	-	-	-	مدیریت واقعی سود* چرخش شریک مسئول کار حسابرسی
۰/۰۱۷	۱۴/۵۸۵	-	-	-	-	سطح نگهداشت وجه نقد* مدیریت واقعی سود* چرخش شریک مسئول کار حسابرسی
۰/۰۵۵	-۰/۳۲۱	۰/۱۱۷	-۰/۳۲۱	۰/۰۸۵	-۰/۳۰۸	سودآوری (بازده دارایی‌ها)
۰/۳۶۸	-۰/۰۱۲	۰/۰۶۴	-۰/۰۲۶	۰/۴۴۷	-۰/۰۲۹	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۰/۱۵۴	۰/۰۰۰	۰/۱۴۶	۰/۰۰۰	۰/۲۱۹	سود تقسیمی
۰/۰۰۰	-۰/۳۱۸	۰/۰۰۰	-۰/۳۴۱	۰/۰۰۰	-۰/۳۲۱	اهرم مالی

فرضیه اول	
ضریب تعیین = $0/532$	آماره $F = 26/755$
ضریب تعیین تعدیل شده = $0/512$	سطح معناداری = $0/000$
آماره دوربین واتسون = $2/113$	
سطح معناداری آزمون هاسمن = $0/000$	سطح معناداری آزمون چاو = $0/000$
مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی	
فرضیه دوم	
ضریب تعیین = $0/626$	آماره $F = 27/244$
ضریب تعیین تعدیل شده = $0/61$	سطح معناداری = $0/000$
آماره دوربین واتسون = $2/127$	
سطح معناداری آزمون هاسمن = $0/000$	سطح معناداری آزمون چاو = $0/000$
مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی	
فرضیه سوم	
ضریب تعیین = $0/577$	آماره $F = 27/138$
ضریب تعیین تعدیل شده = $0/552$	سطح معناداری = $0/000$
آماره دوربین واتسون = $2/15$	
سطح معناداری آزمون هاسمن = $0/000$	سطح معناداری آزمون چاو = $0/000$
مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی	

منبع: یافته‌های پژوهش

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

در این مطالعه تلاش شد تا ضمن بررسی رابطه مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها، اثر تعدیلی مالکیت نهادی فعال و چرخش شریک موسسه حسابرسی بر رابطه مذکور، مورد بررسی قرار گیرد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که بازار، ارزشی مثبت برای سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها قائل است که مطابق با نتایج کیم و همکاران (۲۰۱۵) و مشکی و رودپشتی (۱۳۹۳) است. در این رابطه لازم به توضیح است که شرکت به منظور اجرای فعالیت‌های خود، بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی و برخورد با رویدادهای پیش‌بینی نشده آتی، به وجه نقد نیاز دارد. علاوه بر این، نگهداری وجه نقد به معنای کاهش وابستگی شرکت به تأمین مالی هزینه بر خارجی است. این در حالی است که وقوع مدیریت واقعی سود (دستکاری فعالیت‌های واقعی)، موجب کاهش ارزشی می‌شود که بازار برای هر ریال سطح نگهداشت وجه نقد شرکت قائل است. نتیجه مذکور نشان می‌دهد که افزایش دستکاری فعالیت‌های واقعی، باتوجه به آثار منفی بر عملکرد آتی شرکت (کیم و پارک<sup>۸۲</sup>، ۲۰۱۴)، آشکارسازی عدم صداقت مدیریت شرکت (کیم و پارک، ۲۰۱۴) و همچنین افزایش هزینه‌های نمایندگی (برای مثال؛ فان و گودوین، ۲۰۱۳)، باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران، ارزش کمتری برای سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها قائل شوند. در این رابطه

گفتنی است که مطالعات جدید یافته‌اند ورود شرکت‌ها به مدیریت واقعی سود، تأثیر منفی گسترده‌ای بر بازده سهام و بازده حسابداری آنان در سال‌های بعدی خواهد داشت. علاوه بر این، تضعیف عملکرد شرکت ناشی از مدیریت واقعی سود، شدیدتر از تضعیف عملکرد ناشی از مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی است. از منظر تأثیر مثبت بهبود نظارت بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه، می‌توان نتیجه مذکور را در انطباق با نتایج کیم و همکاران (۲۰۱۵) و مشکی و رودپشتی (۱۳۹۳) دانست.

دیگر نتیجه مطالعه حاضر، اثر تضعیف‌کننده مالکیت نهادی فعال بر اثر منفی مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها بوده است که البته می‌تواند حتی این تأثیر منفی را خنثی سازد. نتیجه مذکور، موید اثر نظارتی اثربخش مالکیت نهادی فعال از منظر بازار سرمایه و متعاقباً تأیید فرضیه نظارت کارا در سطح بازار سرمایه ایران و با استفاده از متغیرهای مالکیت نهادی فعال، مدیریت واقعی سود، سطح نگهداشت وجه نقد و بازده سهام است. فرضیه نظارت کارا ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی دارای تخصص بیشتری هستند و با هزینه کمتری نسبت به سهامداران فردی می‌توانند بر مدیران نظارت کنند که می‌تواند به صورتی کارا، رفتار مدیریت سود مدیران را محدود سازد. نتیجه مذکور موید این موضوع است که سرمایه‌گذاران نهادی فعال دارای تخصص

در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۸ (۴)، ۹۳-۱۰۶.

\* احمدزاده، حمید و سروش یار، افسانه. (۱۳۹۴). ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۲۱، ۱۵۵-۱۷۶.

\* استا، سهراب. (۱۳۹۰). بررسی رابطه ساختار مالکیت و مدیریت سود. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳ (۲)، ۹۳-۱۰۶.

\* پورحیدری، امید و بدری خیره مسجدی، احد. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین چرخش مؤسسات و شریک حسابرس با کیفیت حسابرسی و تعدیلات سنواتی. پیشرفت‌های حسابداری، ۵ (۲)، ۱-۲۴.

\* توکل‌نیا، اسماعیل و تیرگری، مهدی. (۱۳۹۳). اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: بررسی روابط غیرخطی و سلسله مراتبی. حسابداری مدیریت، ۲۲، ۳۵-۵۱.

\* جعفری، ولی‌اله و رضوانی‌فرد، سعید. (۱۳۸۹). چرخش مؤسسات و شرکای حسابرسی (تاریخچه، قوانین و تجربه بورس‌ها). روزنامه دنیای اقتصاد. شماره ۲۲۵۶، تاریخ ۱۳۸۹/۱۰/۰۴.

\* رحیمیان، نظام‌الدین و توکل‌نیا، اسماعیل. (۱۳۹۱). نقش حسابرسی داخلی در کیفیت سیستم کنترل داخلی. مجله حسابرسی، ۵۹، ۱۰۴-۱۱۳.

\* روحی، قاسم و فخاری، حسین. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر وجه‌نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت‌ها. دانش حسابداری، ۱۴، ۲۷-۴۹.

\* ستایش، محمدحسین؛ تقی زاده، رضا و جوکار، محمد. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت واقعی سود بر ریسک سقوط قیمت سهام. دانش حسابداری مالی، ۴ (۱)، ۲۳-۴۴.

\* قربانی، سعید و عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۱). نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. دانش حسابداری، ۳ (۸)، ۱۳۱-۱۴۹.

\* کاشانی‌پور، محمد؛ رجب بیگی، محمدعلی؛ چندقی قمی، محمد. (۱۳۹۷). گردش شرکای مؤسسه حسابرسی، کیفیت سود و محافظه‌کاری. دانش حسابداری مالی، ۵ (۲)، ۱۵۱-۱۷۳.

بیشتری نسبت به سایر سرمایه‌گذاران هستند و با هزینه کمتری نسبت به سایر سهامداران می‌توانند بر مدیران نظارت کنند. این نتیجه را می‌توان در انطباق با نتایج المازان و همکاران (۲۰۰۵)، چن و همکاران (۲۰۰۷)، فریرا و ماتوس (۲۰۰۸)، چانگ و همکاران (۲۰۱۲)، هارتزل و همکاران (۲۰۱۴) و چانگ و همکاران (۲۰۱۵) دانست. از سویی دیگر، نتایج بررسی‌ها نشان داد که چرخش شریک مؤسسه حسابرسی نیز همانند مالکیت نهادی فعال می‌تواند تأثیر منفی مدیریت واقعی سود بر ارزش بازار سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تضعیف نماید و یا به سمت مثبت، حرکت دهد. این نتیجه نیز نشان می‌دهد که بر اساس کاربرد پیش‌گفته برای تئوری‌های فریب‌کاری میان‌فردی و علامت‌دهی در مقوله رابطه حسابرس و صاحبکار، چرخش مؤسسه حسابرسی، از طرفی موجب افزایش استقلال حسابرس، به جهت کاهش آشنایی و انس بین حسابرس و صاحبکار و از طرفی موجب کاهش شناخت حسابرس از صاحبکار و فعالیت آن می‌گردد. لذا تلفیق تئوری‌های فریب‌کاری میان‌فردی و علامت‌دهی نیز با استفاده از متغیرهای چرخش شریک مؤسسه حسابرسی، مدیریت واقعی سود، سطح نگهداشت وجه نقد و بازده سهام مورد تأیید قرار می‌گیرد. به این ترتیب، استفاده تلفیقی از تئوری‌های فریب‌کاری میان‌فردی و علامت‌دهی در سطح بازار سرمایه و همچنین مباحث استقلال و کیفیت حسابرسی، دارای ارزش و مفید خواهد بود. با این اوصاف، چرخش شریک مؤسسه حسابرسی، ضمن حفظ این شناخت، می‌تواند موجب کاهش آشنایی و انس بین حسابرس و صاحبکار گردد. این نتیجه را می‌توان در انطباق با نتایج فیث و همکاران (۲۰۱۲) و پورحیدری و بدری خیره‌مسجدی (۱۳۹۲) دانست.

نتایج مطالعه حاضر، در راستای بیشینه‌سازی ارزش بازار شرکت برای مدیران قابل استفاده خواهد بود. توضیح این‌که مدیران و تصمیم‌گیرندگان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از نتایج این مطالعه خواهند توانست که از برخی راهکارهای افزایش بازدهی سهام شرکت مطلع گردند. علاوه براین، نتایج این مطالعه می‌تواند برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز مورد استفاده سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران قرار گیرد.

#### فهرست منابع

\* احمدپور، احمد؛ توکل‌نیا، اسماعیل؛ تکتم، معصومی. (۱۳۹۴). بررسی اثر تعدیلی تخصص حسابرس در صنعت بر ارتباط بین راهبری هیئت مدیره و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی: شواهد تجربی از شرکت‌های پذیرفته شده

- agency perspectives. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 47-64.
- \* Chen, C. Y., Lin, C. J. and Lin, Y. C. (2008). Audit partner tenure, audit firm tenure, and discretionary accruals: Does long auditor tenure impair earnings quality? *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 415-445.
- \* Chen, X., Harford, J. and Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86 (2), 279-305.
- \* Chung, R., Fung, S. and Hung, S. K. (2012). Institutional investors and firm efficiency of Real Estate Investment Trusts. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45 (1), 171-211.
- \* Chung, W.M. Fung, R. and Fung, S. (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211-231.
- \* Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P. and Lang, L.H. (2002). Disentangling the incentives and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57 (6), 2741-2771.
- \* Cohen D., Dey, A. and Lys, T. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre and post Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83, 757-787.
- \* Cohen, D. and Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offering. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.
- \* Committee on Sponsoring Organization of the Treadway Commission. (1994). *Internal Control Integrated Framework*, COSO Report. 1-163.
- \* Committee on Sponsoring Organization of the Treadway Commission. (2012). *Internal Control Integrated Framework*, COSO Report. 1-150.
- \* Crutchley, C. and Hansen, R. (1989). A test of agency theory managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends". *Financial Management*, 18, 36-46.
- \* Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83 (3), 599-634.
- \* Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), 111-133.
- \* Dopuch, N., King, R.R. and Schwartz, R. (2001). An experimental investigation of retention and rotation requirements. *Journal of Accounting Research*, 39 (1), 93-117.
- \* Farooq, O. and Jai, H.E. (2012). Ownership structure and earningsmanagement: evidence from the Casablanca stock exchange. *Int. Res. J. Financ. Econ.* 84, 95-105.
- \* Faulkender M. and Wang R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, 4, 1957-1990.
- \* Ferreira, M.A., and Matos, P. (2008). The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World. *Journal of Financial Economics*, 88, 499-533.
- \* مجتهدزاده، ویدا و بابایی، زهرا. (۱۳۹۱). تأثیر کیفیت حسابرسی مستقل بر مدیریت سود و هزینه سرمایه سهام. *دانش حسابداری مالی*، ۲ (۶)، ۹-۲۸.
- \* مشکئی، مهدی و رودپشتی، سمانه الهی. (۱۳۹۳). بررسی اثر محافظه‌کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴ (۱۳)، ۲۳-۴۳.
- \* ملکیان، اسفندیار و عبدی‌پور، فرازنده. (۱۳۹۳). رابطه بین تغییر موسسه حسابرسی و گزارشگری سودهای محافظه-کارانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۱ (۴۱)، ۱۵۷-۱۷۳.
- \* منصورفر، غلامرضا؛ عبدی، سهراب و قادری، بهمن. (۱۳۹۷). مالکیت نهادی، هموارسازی سود و ریسک سقوط آتی قیمت سهام: هموارسازی به قصد تحریف یا انتقال اطلاعات. *چشم‌انداز و حسابداری و مدیریت مالی*، ۱ (۱)، ۲۹-۴۵.
- \* مهرانی، ساسان؛ فعال قیومی، علی؛ مرادی، محمد. (۱۳۹۱). رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری. *دانش حسابداری*، ۱۱، ۳۱-۵۵.
- \* مهرانی، ساسان؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲ (۳)، ۴۷-۶۲.
- \* Almazan, A., Hartzell, J. and Starks, L. (2005). Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial Management*, 34 (4), 5-34.
- \* Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1), 3-37.
- \* Bathala, C., Moon, K. and Rao, R. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency theory perspective. *Financial Management*, 23, 38-50.
- \* Burgoon, J. K., Buller, D. B., Dillman, L., & Walther, J. B. (1995). Interpersonal deception IV. Effects of suspicion on perceived communication and nonverbal behaviour dynamics. *Human Communication Research*, 22(2), 163-196.
- \* Burgoon, J. K., Buller, D. B., Ebesu, A. S., White, C. H. and Rockwell, P. A. (1996). Testing interpersonal deception theory: Effects of suspicion on communication behaviours and perceptions. *Communication Theory*, 6 (3), 243-267.
- \* Caramanis, C. and Lennox, C. (2008). Audit effort and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 116-138.
- \* Chang, C., Kao, L. and Chen, H. (2018). How does real earnings management affect the value of cash holdings? Comparisons between information and

- of Office-level Auditor Industry Specialization. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34 (2), 27-57.
- \* Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, 554-570.
- \* La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57 (3), 1147-1170.
- \* Lee, C. and Park, H. (2016). Financial Constraints, Board Governance Standards, and Corporate Cash Holdings. *Review of Financial Economics*, 28, 21-34.
- \* Leuz, C., Nandab, D. and Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- \* Lin, F., Wu, C., Fang, T. and Wun, J. (2014). "The relations among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation". *Economic Modelling*, 37, 164-174.
- \* Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- \* Martinez-Sola, C., Garcia-Teruel, P. J., and Martinez-Solano, P. (2009). Corporate cash holding and firm value, (Program: PCRTRM 07-10). Research project 08822/PHCS/08. Available At: <http://tandfonline.com>.
- \* Memis, M. U. and Jetenak, E. H. (2012). Earnings management, audit quality and legal environment: An international comparison. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 460-469.
- \* Mostafa, D. (2010). The Impact of the Auditor Rotation on the Audit Quality: A Field Study from Egypt. Available at SSRN.
- \* Myers, S. and Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187 - 221.
- \* Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (2001). Corporate Cash Holdings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 55-67.
- \* Pinkowitz, L. and Williamson, R. (2007). What is the market value of a dollar of corporate Cash? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19 (3), 74-81.
- \* Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61 (6), 2725-2751.
- \* Piot, C. and Janin, R. (2004). *Qualite de l'audit, gouvernance et gestion du resultat comptable en France*. 25eme Congres de l'Association Francophone de Comptabilite, Orleans, Mai, 147-175.
- \* Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *J. Financ. Econ.* 20, 237-265.
- \* Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11 (2-3), 159-189.
- \* Firth, M., Rui, O.M. and Wu, X. (2012). How Do Various Forms of Auditor Rotation Affect Audit Quality? Evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 47, 109-138.
- \* Grace-Martin, K. (2000). *Interpreting Interactions in Regression*, Cornell University, Cornell Statistical Consulting Unit, Stat News #40. Available at: <http://www.scsu.cornell.edu>.
- \* Graham, J., Harvey, C. and Rajgopal, S. (2005). The economics implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- \* Gremler, D.D. and Gwinner, K.P. (2000). Customer-employee rapport in service relationships. *Journal of Service Research*, 3 (1), 82-104.
- \* Harford, J., Mansi, S.A. and Maxwell, W.F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87, 535-555.
- \* Hartzell, J. C., Sun, L. and Titman, S. (2014). Institutional investors as monitors of corporate diversification decisions: Evidence from real estate investment trusts. *Journal of Corporate Finance*, 25, 61-72.
- \* Hatfield, R.C., Jackson, S.B. and Vandervelde, S.D. (2011). The effects of prior auditor involvement and client pressure on proposed audit adjustments. *Behavioral Research in Accounting*, 23 (2), 117-130.
- \* Im, H., Park, H., Pathan, S. and Yu, S. (2018). Institutional ownership and the value of cash holdings. Available at: [maconferences.org](http://maconferences.org).
- \* Imegi, J.C. and Oladutire, E.O. (2018). Mandatory auditor rotation and audit quality in the Nigeria financial sector. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 6 (1), 67-75.
- \* Jackson, A.B., Moldrich, M. and Roebuck, P. (2008). Mandatory Audit Firm Rotation and Audit Quality. *Managerial Auditing Journal*, 23 (5), 420 - 437.
- \* Jensen, M. C. (1986). Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- \* Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3 (4), 305-360.
- \* Jeong, S. W. and Rho, J. (2004). Big six auditors and audit quality: The Korean evidence. *The International Journal of Accounting*, 39(2), 175-196.
- \* Kalcheva, I. and Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20 (4), 1087-1112.
- \* Karamanou, I. and Vafeas, N. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*, 43, 453-486.
- \* Kim, J.-B., Chung, R. and Firth, M. (2003). Auditor conservatism, asymmetric monitoring, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 20 (2), 323-359.
- \* Kim, J.-B., Lee, J. and Park, J. (2015). Audit Quality and the Market Value of Cash Holdings: The Case



## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Zhang

<sup>2</sup> David Einhorn

<sup>3</sup> Apple Inc.

<sup>4</sup> Lee and Park

<sup>5</sup> Myers and Majluf

<sup>6</sup> Stiglitz

<sup>7</sup> Opler

<sup>8</sup> Faulkender and Wang

<sup>9</sup> Pinkowitz

<sup>10</sup> Martínez-Sola

<sup>11</sup> Kim

<sup>12</sup> Xie

<sup>13</sup> Karamanou and Vafeas

<sup>14</sup> Chung

<sup>15</sup> Hartzell

<sup>16</sup> لازم به توضیح است که به منظور تحقق بهینه‌ترین نتایج، پس از انجام آزمون-های متعدد و استفاده از شاخص‌های گوناگون راجع به مالکیت نهادی اعم از درصد مالکیت نهادی، تعداد مالکان نهادی، درصد مالکیت نهادی فعال، تعداد مالکان نهادی فعال، تعداد مالکان نهادی غیرفعال، تمرکز مالکیت نهادی، متغیر مالکیت نهادی فعال به‌عنوان بهترین معیار برای آزمون فرضیه نظارت کارا برگزیده شد.

<sup>17</sup> Claessens

<sup>18</sup> La Porta

<sup>19</sup> Dittmar

<sup>20</sup> Lins

<sup>21</sup> Pinkowitz and Williamson

<sup>22</sup> Dittmar and Mahrt-Smith

<sup>23</sup> Burgoon

<sup>24</sup> Tickle-Degnen and Rosenthal

<sup>25</sup> Schmidt and Cross

<sup>26</sup> گفتنی است در مورد متغیر چرخش حسابرس نیز فرآیندی مشابه متغیر مالکیت نهادی طی گردید و انواع چرخش موسسه حسابرسی از جمله چرخش موسسه حسابرسی، چرخش از سازمان حسابرسی به سایر موسسات حسابرسی عضو جامعه و بالعکس، چرخش از موسسات حسابرسی عضو جامعه به یکدیگر، چرخش از موسسات حسابرسی رتبه الف به سایر موسسات حسابرسی و بالعکس، چرخش از موسسات رتبه الف و سازمان حسابرسی به سایر موسسات حسابرسی و بالعکس و نهایتاً چرخش شریک موسسه حسابرسی اجرا گردید و در نهایت، متغیر چرخش شریک موسسه حسابرسی دارای بهترین اثربخشی در راستای سنجش نقش تلفیقی تئوری‌های فریبکاری میان فردی و علامت‌دهی بوده است و متعاقباً برگزیده شد.

<sup>27</sup> Wallace

<sup>28</sup> Myers and Majluf

<sup>29</sup> Faulkender and Wang

<sup>30</sup> Jensen and Meckling

<sup>31</sup> Jensen

<sup>32</sup> Stulz

<sup>33</sup> Richardson

<sup>34</sup> Pinkowitz

<sup>35</sup> Dittmar and Mahrt-Smith

<sup>36</sup> Kalcheva and Lins

<sup>37</sup> Kusnadi

<sup>38</sup> Committee on Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO)

<sup>39</sup> Crutchley and Hansen

<sup>40</sup> Bathala

<sup>41</sup> Warfield

<sup>42</sup> Leuz

<sup>43</sup> Basu

<sup>44</sup> Kim

<sup>45</sup> Roychowdhury

<sup>46</sup> Cohen and Zarowin

<sup>47</sup> Chang

<sup>48</sup> Pound

<sup>49</sup> Efficient Monitoring Hypothesis

<sup>50</sup> Strategic Alignment Hypothesis

<sup>51</sup> Conflict of Interest Hypothesis

<sup>52</sup> Roychowdhury and Watts

<sup>53</sup> Farooq and Jai

\* Roychowdhury, S. and Watts, R.L. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1), 2–31.

\* Roychowdhury, S., Kothari, S. and Mizik, N. (2012). Managing for the moment: The role of real activity versus accruals earnings management in SEO valuation. Available at SSRN.

\* Schmidt, R. N. and Cross, B. E. (2014). The effects of auditor rotation on client management's negotiation strategies. *Managerial Auditing Journal*, 29 (2), 110-130.

\* Stiglitz, J. E. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. *The American Economic Review*, 64 (6), 851-866.

\* Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26 (1), 3-27.

\* Teoh, S. H. and Wong, T. J. (1993). Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *The Accounting Review*, 68 (2), 346–366.

\* Tickle-Degnen, L. and Rosenthal, R. (1990). The nature of rapport and its nonverbal correlates. *Psychological Inquiry*, 1 (4), 285-293.

\* Vander Bauwhede, H., Willekens, M. and Gaeremynck, A. (2003). Audit firm size, public ownership, and firm's discretionary accruals management. *The International Journal of Accounting*, 38 (1), 1–22.

\* Wallace, W. A. (1980). *The Economic Role of the Audit in Free and Regulated Markets*. New York: University of Rochester.

\* Wang, K.J. and Tuttle, B.M. (2009). The impact of auditor rotation on auditor-client negotiation. *Accounting, Organizations and Society*, 34, 222-243.

\* Warfield, T., Wild, J. and Wild, K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61–91.

\* Weick, K. E., Sutcliffe, K. M. and Obstfeld, D. (2005). Organizing and the process of sensemaking. *Organization Science*, 16 (4), 409–451.

\* Xie, B., Davidson, W. and DaDalt, P.J. (2003). Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316.

\* Xue, S. and Hong, Y. (2016). Earnings management, corporate governance and expense stickiness. *China Journal of Accounting Research*, 9 (1), 41-58.

\* Zhang, J. (2011). *The Relationship Between Working Capital Management And The Corporate Cash Holdings*. University of Eastern Finland, Faculty of Social Sciences and Business Studies, Master's thesis. Available at: <http://epublications.uef.fi>.

\* Zimbelman, M. F. and Waller, W. S. (1999). An experimental investigation of auditor-auditee interaction under ambiguity. *Journal of Accounting Research*, 37 (Suppl.), 135–155

- <sup>54</sup> Lin
- <sup>55</sup> Im
- <sup>56</sup> Jensen and Meckling
- <sup>57</sup> Harford
- <sup>58</sup> Almazan
- <sup>59</sup> Chen
- <sup>60</sup> Ferreira and Matos
- <sup>61</sup> Cheung
- <sup>62</sup> Weick
- <sup>63</sup> Zimbelman and Waller
- <sup>64</sup> Burgoon
- <sup>65</sup> Gremler and Gwinner
- <sup>66</sup> Dopuch
- <sup>67</sup> Wang and Tuttle
- <sup>68</sup> Hatfield
- <sup>69</sup> Jackson
- <sup>70</sup> Mostafa
- <sup>71</sup> Imegi and Oladutire
- <sup>72</sup> Firth
- <sup>73</sup> Memis and Jetenak
- <sup>74</sup> Teoh and Wong
- <sup>75</sup> Caramanis and Lennox
- <sup>76</sup> Chen
- <sup>77</sup> Vander Bauwhede
- <sup>78</sup> Jeong and Rho
- <sup>79</sup> Piot and Janin
- <sup>80</sup> Xue and Hong
- <sup>81</sup> Grace-Martin
- <sup>82</sup> Kim and Park