

## بررسی تاثیر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و واقعی سود بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت

عبدالمهدی انصاری

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه ولی عصر (عج)  
sari1333@yahoo.com

علیرضا خورشیدی

کارشناسی ارشد حسابداری از دانشگاه ولی عصر (عج) رفسنجان (مسئول مکاتبات)  
khorshidi\_alireza@ymail.com

علی شیرزاد

کارشناسی ارشد حسابداری از دانشگاه ولی عصر (عج) رفسنجان  
ishirzad29@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۰/۳ تاریخ پذیرش: ۹۳/۱/۲۷

### چکیده

نقدشوندگی سهام و ارزش شرکتها از معیارهایی است که سرمایه‌گذاران در تصمیمات تشکیل سبد سرمایه گذاری دخالت می دهند و شناخت عوامل تاثیرگذار بر این معیارها از اهمیت بالایی برخوردار است. با توجه به مبانی نظری مطرح شده در این پژوهش انتظار می‌رود مدیریت سود بر این عوامل تاثیرگذار باشد. بنابراین در این تحقیق به بررسی اثر مدیریت سود بر نقدشوندگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. در این پژوهش برای اندازه‌گیری مدیریت سود از مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی براساس مدل تعدیل شده جونز و مدیریت واقعی سود براساس مدل روچودهری و زاروین استفاده می‌شود. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۹ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۰ می‌باشد. نتایج با استفاده از روش رگرسیون‌های چند متغیره و روش داده‌های پانل بیانگر ارتباط مثبت و معنادار میان مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی با معیار عدم نقدشوندگی آمیهد و ارتباط منفی و معنادار با معیار ارزش شرکت می‌باشد و در بخش دیگر نتایج بیانگر رابطه معنادار میان مدیریت واقعی سود و متغیرهای وابسته نمی‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** نقدشوندگی سهام، ارزش شرکت، مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی، مدیریت واقعی سود.

## ۱- مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی جهت ارزیابی واحدهای تجاری، توجه و تمرکز خود را به گزارشگری مالی و به‌خصوص رقم سود خالص گزارش‌شده، معطوف می‌کنند. تحقیق‌های اخیر مشخص کرده است که سرمایه‌گذاران در فرایند تصمیم‌گیری، شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که سود آنها از پایداری بالاتر و در واقع از کیفیت بالاتری برخوردار است. در مواقعی که واحدهای تجاری به لحاظ اقتصادی دچار نوسان می‌شوند و تحت فشارهای جنبی قرار می‌گیرند، مدیران برای سامان بخشیدن به اوضاع شرکت به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم تلاش می‌کنند تا رقم سود منعکس‌شده در صورت‌های مالی را تحت تاثیر قرار دهند و موجب مثبت شدن نگاه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی و به‌ویژه سرمایه‌گذاران شوند. مجموعه این اقدام‌ها به مدیریت سود تعبیر می‌شود که دارای جوانب مثبت و منفی است. جنبه مثبت مدیریت سود شامل فعالیت‌هایی است که در چارچوب قوانین و اخلاق حرفه‌ای قرار می‌گیرد. این در حالی است که جنبه منفی مدیریت سود می‌تواند جامه فریب‌آمیزی بر تن کند و منجر به تقلب و گزارشگری و فساد در شرکت‌ها توسط مدیران شرکت شود.

اطلاعات مایه حیات بازار بوده و سرمایه‌گذاران مخاطره ورود سرمایه‌های به زحمت بدست آورده خود را به این بازار پذیرفته و به اطلاعاتی که از طرف شرکت‌ها منتشر می‌شود تکیه می‌کنند و در آن شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند. آن‌ها به اطلاعات به موقع، قابل فهم، در قالب‌هایی که به راحتی قابل تجزیه و تحلیل باشد نیاز دارند. حال با توجه به این که صورت‌های مالی اطلاعات با ارزشی را برای گروه‌های برون سازمانی فراهم می‌کند، اتکای شدید بر اعداد حسابداری و به ویژه سود، انگیزه‌های قدرتمندی را برای مدیران ایجاد می‌کند تا سود را به نفع خودشان دستکاری کنند و در نتیجه باعث قضاوت نادرست سهامداران و سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد و یا ارزش شرکت می‌شود.

تئوری نمایندگی، وادار کردن یک نماینده به رفتاری است که نماینده، رفاه مالک را بیشینه کند (جانسون و

همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). طبق این تئوری در چارچوب رابطه بین مدیر و سهامدار، مسئولیت تصمیم‌گیری درخصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی و یا انجام خدمتی طی قرارداد مشخصی به مدیر واگذار می‌شود (نمازی، ۱۳۸۴). در این رابطه نوعی تفویض اختیار نسبت به تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان، طی قرارداد استخدامی، منتقل می‌شود. طرفین، همچنین، طی چانه زنی‌های خود سعی دارند به قرارداد بهینه دست یابند. هر یک از طرف‌های نمایندگی (سهامدار و نماینده) به دنبال نفع شخصی خود و در نهایت بیشینه کردن منافع خود هستند. بنابراین، باید یک قرارداد برای این رابطه تنظیم شود. اگر در قرارداد، که می‌توان از آن به عنوان قرارداد بهینه یاد کرد، به تمام جوانب و منافع دو طرف توجه نشود، این امر می‌تواند باعث از بین بردن انگیزه و یا حتی زمین‌های برای فساد مالی، اختلاس و رشوه شود. مدیران می‌توانند از آگاهی خود درباره فعالیت‌های تجاری شرکت برای بهبود اثربخشی صورت‌های مالی، به عنوان ابزاری برای انتقال اطلاعات به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بالقوه، استفاده نمایند. با این حال، چنانچه مدیران برای گمراه کردن استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از طریق اعمال اختیارات خود در زمینه گزینش‌های حسابداری در گزارشگری مالی، انگیزه‌هایی داشته باشند، احتمال می‌رود مدیریت سود رخ دهد.

امروزه مدیریت سود یکی از موضوعات بحث برانگیز و جذاب در پژوهش‌های حسابداری به شمار می‌رود. به دلیل این که سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از فاکتورهای مهم تصمیم‌گیری به رقم سود توجه خاصی دارند، و پژوهش‌های در این زمینه از جنبه رفتاری اهمیت خاص خود را دارد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۴). بنابراین با توجه به اهمیت موضوعات مطرح شده، در این پژوهش به بررسی تجربی رابطه میان مدیریت سود، نقدشوندگی و ارزش شرکت‌ها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

هنگامی که شرکت‌ها در وضعیت نامطلوب اقتصادی تحت فشار فزاینده قرار می‌گیرند، مدیران آن‌ها از واحد حسابداری درخواست می‌نمایند که سطر آخر صورت‌های

می‌تواند به عنوان معیاری برای کارایی بازار، به خصوص به لحاظ اطلاعاتی مطرح و به شکل گسترده در بررسی عوامل موثر بر ارائه اطلاعات مفید به کار گرفته شود (چانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). افزایش نقد-شوندگی می‌تواند موجب تقسیم هرچه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه‌های پورتفوی گردانی و انگیزش بیشتر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی آنان و افزایش میزان خرید و فروش سهام آن‌ها شود که در نهایت منجر به افزایش ارزش شرکت شود.

مفهوم نقد شوندگی در بازارهای نوپایی مثل بازار ایران به مراتب از اهمیت بیشتری برخوردار است. نتایج تحقیق‌هایی که در زمینه نقدشوندگی سهام در بازار اوراق بهادار ایران انجام شده است، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ریسک عدم نقدشوندگی را در تصمیمات خود به شدت لحاظ می‌کنند (یحیی زاده فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷)؛ لذا بررسی نقش عوامل موثر بر نقدشوندگی به نام مدیریت سود در بعد تعهدی و واقعی در این خصوص دارای اهمیت بسزایی است.

اسشپرز<sup>۴</sup> (۱۹۸۹) مفهوم مدیریت سود را به این صورت تعریف می‌کند: مداخله عمدی در فرآیند گزارشگری مالی برای بدست آوردن سطح مورد انتظار سود؛ یعنی با توجه به مقاصد و اهداف مختلف مدیریت، ممکن است سود افزایش و یا کاهش یا کاهش یابد و یا هموار شود. مقاصد و انگیزه‌هایی که باعث مدیریت سود شده، در ادبیات حسابداری بسیار بوده است که برخی از آنها به شرح است:

(۱) دریافت پاداش‌های مدیریتی  
این انگیزه بیان می‌کند که اگر بر اساس یکی از معیارهای عملکرد (نظیر سود حسابداری) به مدیر پاداش داده شود، وی تلاش خواهد کرد تا از روشهای حسابداری استفاده کند که سود و در نتیجه پاداش خود را افزایش دهد. اگر مبالغ پرداختی به مدیر به طور مستقیم براساس ارقام حسابداری (مانند سود، فروش، داراییها) محاسبه شود، هر گونه تغییر در روش‌های حسابداری، می‌تواند بر پاداش پرداختی به مدیر تأثیرگذار باشد (اسشپرز، ۱۹۸۹).

مالی (یعنی سود) را بهبود بخشند، و بدین وسیله محتوای اطلاعاتی آن را تغییر دهند. حسابداری با وجود تمامی انعطاف پذیری‌اش، به نظر نمی‌رسد قادر به فراهم آوردن داده‌های مفید برای مدیریت در این قبیل شرایط باشد (هوپ و هوپ<sup>۲</sup>، ۱۹۹۶).

داده‌های مورد نیاز برای ارائه به سرمایه‌گذاران پیچیده می‌باشد، زیرا طیف متنوع استفاده‌کنندگان از آن، نظیر سرمایه‌گذاران (نیاز به دانستن میزان سودآوری و ثبات شرکت قبل از سرمایه‌گذاری در آن دارند)، مدیران (نیاز به اطلاع از وضعیت مالی شرکت دارند)، بانک‌ها و تأمین‌کنندگان مالی (نیاز به اطلاع از توانایی شرکت در بازپرداخت وام) به اطلاعات گوناگونی نیاز دارد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۴).

یکی از اهداف گزارشگری حسابداری، ارائه اطلاعات مفید در مورد عملکرد مالی واحد تجاری برای طیف گسترده‌ای از استفاده‌کنندگان است. صورت سود و زیان، یکی از صورت‌های مالی اساسی است که این هدف را برآورده می‌سازد. محصول صورت سود و زیان، سود خالص است و یکی از اطلاعات مالی بسیار مهمی است که توسط سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی استفاده می‌گردد. عده‌ای معتقدند که سرمایه‌گذاران برای شرکت‌هایی که دارای سود ثابت و پایدار هستند، ارزش بیشتری قائل می‌شوند، در نتیجه ممکن است مدیران برای افزایش قیمت سهام شرکت خود به مدیریت سود روی آورند. با توجه به اهمیت سود گزارش شده، بر تصمیمات اقتصادی و تخصیص منابع کمیاب، مدیریت سود و کیفیت سود گزارش شده، موضوع بسیاری از تحقیقات حسابداری در طول سه دهه گذشته بوده است.

یکی از ویژگی‌های بازارهای کارا و ایده‌آل نبود هزینه‌های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست. هزینه‌های معاملاتی طیف وسیعی از هزینه‌ها به شکل هزینه‌های آشکار، همانند هزینه مالیات و کارگزاری و غیرآشکار ناشی از ناکارایی اطلاعاتی را دربر می‌گیرد. حسابداری یکی از منابع اطلاعاتی است که می‌تواند با ارائه اطلاعات مربوط و قابل اتکا، ناکارایی اطلاعاتی را کمتر کرده، از این طریق بر بهبود شرایط بازار و نقدشوندگی بیشتر سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد. لذا نقدشوندگی سهام

## ۲) کاهش هزینه سیاسی

این فرضیه، پیشبینی می‌کند که شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک، به احتمال زیاد از رویه‌های حسابداری استفاده می‌کنند که سود را کمتر نشان می‌دهند. اندازه و بزرگی شرکت، شاخصی برای توجه و مدنظر بودن وجهه سیاسی آن است. بر این اساس، فرض بر آن است که اگر اشخاص طرف قرارداد شرکت بدانند که سود حسابداری نشان‌دهنده تملک انحصاری مالک نسبت به سود است، در آن صورت ممکن است این آگاهی برای شرکت گران تمام شود. از این رو، اگر مدیران شرکت‌ها حس کنند که در کانون توجهات قرار گرفته‌اند، این انگیزه را دارند تا از روش‌های حسابداری استفاده کنند که سود را کمتر نشان می‌دهد. آنها با این گونه رفتار سعی دارند تا احتمال اقدامات سیاسی علیه شرکت و در نتیجه هزینه‌های مورد انتظار سیاسی را کاهش دهند. هزینه‌هایی که در پی افزایش سود از سوی اتحادیه‌های کارگری به منظور افزایش دستمزد از شرکت‌ها درخواست می‌گردد، از جمله هزینه‌های سیاسی است (اسشیپر، ۱۹۸۹).

## ۳) افزایش ارزش شرکت

یک جریان ثابت سود می‌تواند سطح بالاتری از سود تقسیمی در مقایسه با جریان سود متغیر را تضمین کند که حاصل آن افزایش ارزش شرکت است، زیرا میزان ریسک کل شرکت را کاهش می‌دهد. از آنجا که تغییرپذیری روند سودهای خالص شرکت می‌تواند بر انتظارات ذهنی سرمایه‌گذاران در رابطه با دستاوردهای محتمل آینده، از نظر سود خالص و سود تقسیمی اثر بگذارد، این امکان وجود دارد که مدیر بتواند از طریق هموارسازی سود که یکی از ابزارهای مدیریت سود می‌باشد اثری مطلوب بر ارزش سهام شرکت بگذارد (تئوری بلکویی، ۱۳۸۱).

## ۴) جذب سرمایه

جریان ثابت سود و در نتیجه، سطح بالاتر سود تقسیمی، سبب افزایش تقاضا برای اوراق بهادار شرکت شده، در نتیجه قیمت اوراق بهاداران افزایش و ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان چنین شرکتی را محل امن‌تری برای سرمایه‌گذاری و اعطای اعتبار می‌دانند و

شرکت توانایی بیشتری برای جذب سرمایه خواهد داشت. که افزایش تقاضا برای اوراق بهادار شرکت در واقع همان افزایش خرید و فروش (نقدشوندگی) سهام شرکت می‌باشد (کارلسن و چن چورا میه<sup>۵</sup>، ۱۹۹۷).

باجتیار<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) به بررسی تأثیر اقلام تعهدی بر عدم تقارن اطلاعات که در هزینه‌های تجارتي در بازارهای مالی منعکس می‌شود، پرداخته است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد، کیفیت سود پایین با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان معیار سنجش عدم تقارن اطلاعات، رابطه مثبت و معناداری دارد. در این مقاله برای برآورد کیفیت سود پایین از مدل تعدیل شده جونز استفاده شده است.

گوپتا و همکارانش<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) ادعا می‌کنند، نقدشوندگی بازار برای شرکت‌هایی که سود خود را مدیریت می‌کنند با عدم اطمینان بالاتر درباره صحت ارزش موجودی سهام‌شان روبرو هستند. یافته‌های این پژوهش همچنین نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که سودشان را مدیریت می‌کنند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش وسیع‌تری دارند و هزینه‌های تجارت مؤثر بالاتر را تحمل می‌کنند و سهامشان نقدشوندگی پایین‌تری دارد. چانگ و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۹)، ارتباط مدیریت سود و نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که از مدیریت سود بالاتر برخوردارند، دارای نقدشوندگی سهام پایین‌تری هستند و از آن رنج می‌برند. اسلی و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۲)، پس از برآورد مدیریت سود با استفاده از سه مدل رگرسیون مقطعی اقلام تعهدی اختیاری، هزینه‌های اختیاری غیرعادی و وجوه نقد عملیاتی غیرعادی به بررسی رابطه‌ی این متغیرها با نقدشوندگی بازار پرداختند و آن‌ها نیز به نتایج مشابه پژوهش‌های قبلی دست یافتند. اسلی و همکارانش (۲۰۱۲)، برای بررسی تأثیر مدیریت سود بر نقدشوندگی بازار از سه معیار برای ارزیابی مدیریت سود استفاده کرده‌اند که یکی از معیارها اقلام تعهدی است و دو معیار دیگر مربوط به معیارهای مدیریت سود واقعی هستند که شامل جریان نقد عملیاتی و هزینه‌های اختیاری است و برای ارزیابی نقدشوندگی بازار نیز از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود و معیار کی وی استفاده کردند؛ طبق نتایج به

به این سوال پاسخ می دهند که آیا صرفاً هموارسازی سود باعث افزایش ارزش شرکت می شود و یا اینکه هموارسازان سود همزمان باید کیفیت سود گزارش شده را نیز در نظر بگیرند؟ نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره نشان می دهد سرمایه گذاران برای شرکت های هموارساز سود با کیفیت بالاترین ارزش و برای شرکت های غیر هموارساز سود بدون کیفیت کمترین ارزش را قائل هستند.

چه در داخل کشور و چه در خارج از کشور در مورد مدیریت ارقام تعهدی اختیاری تحقیقات زیادی صورت گرفته است اما در خارج و بلاخص داخل کشور تحقیقات بسیار کمی در حوزه دستکاری فعالیت های واقعی انجام شده است. در این پژوهش با استفاده از معیار مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و واقعی سود به بررسی تأثیر این عوامل بر معیار عدم نقدشوندگی آمیهد و ارزش شرکت پرداخته می شود. در زمینه تحقیقات داخلی تا کنون پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود در تمام ابعاد آن (سطح غیرعادی جریان نقدی عملیاتی، سطح غیرعادی هزینه های تولیدی و سطح غیرعادی هزینه های اختیاری) بر معیار عدم نقدشوندگی و ارزش شرکت پرداخته است و همچنین بررسی چنین موضوعی نیز برای بازار سرمایه ایران مناسب می باشد که آیا مدیریت واقعی سود که با اتخاذ برخی تصمیمات عملیاتی و به عبارت دیگر با دست کاری فعالیت های واقعی به مدیریت واقعی سود روی آورده و به سود مورد نظر خویش دست می یابد بر میزان عدم نقدشوندگی و ارزش شرکت ها موثر است یا خیر؟ یعنی آیا بازار سرمایه (سرمایه گذاران) نسبت به مدیریت واقعی سود واکنش نشان می دهد و آنرا درک می کند؟

از طرفی در بعد مدیریت مبتنی بر سود تعهدی رابطه ای این معیار با متغیر عدم نقدشوندگی آمیهد در تحقیقات داخلی و همچنین رابطه ای آن با ارزش شرکت مورد بررسی در طی دوره زمانی نزدیکتر به واقعیت های اقتصادی بازار سرمایه یعنی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار نگرفته است.

دست آمده، مدیریت سود مبتنی بر هزینه های اختیاری غیرعادی (مدیریت واقعی سود) با معیار عدم نقدشوندگی رابطه مستقیم و معناداری دارد.

مرادزاده فرد و همکارانش (۱۳۸۹)، در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ به بررسی نقش مدیریت ارقام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش آنها از پنج معیار نقدشوندگی استفاده کرده اند که به طور کلی، نتایج پژوهش بیانگر آن است که مدیریت ارقام تعهدی بر معیارهای نقدشوندگی سهام شرکت ها تأثیر منفی و معنادار دارد، یعنی میتوان این چنین بیان کرد که بر معیار عدم نقدشوندگی (عکس نقدشوندگی) تأثیر مثبت و معنادار دارد.

تقوی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی به تبیین رابطه هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. پژوهش حاضر به بررسی این موضوع پرداخته که آیا مدیریت سود بر اساس مدل تعدیل شده جونز در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت منافع شخصی مدیران صورت می گیرد یا در جهت منافع شرکت. در جهت آزمون فرضیه های پژوهش، بعد از انتخاب نمونه ۸۱ عضوی از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۷ ساله مابین سال های ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۶، و جمع آوری داده های مربوط به این شرکت ها، به اندازه گیری متغیرهای پژوهش و آزمون فرضیه های پژوهش پرداختیم. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه های پژوهش، حاکی از آن است که مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از مدیریت سود به عنوان ابزاری در جهت افزایش منافع شخصی خود (و نه افزایش ارزش شرکت) استفاده می کنند، و به عبارتی بهتر، مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرصت طلبانه می باشد و نه سودمند.

دموری و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ارزش شرکت با هموارسازی سود و کیفیت سود گزارش شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۶ پرداخته اند و

## ۳- روش‌شناسی پژوهش

جامعه‌ی مورد نظر در این تحقیق شامل کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۰ می‌باشد که در طی این دوره نیز عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده باشند. به دلیل نامتجانس بودن برخی از اعضای جامعه، از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک برای انتخاب نمونه استفاده می‌شود. برای این منظور محدودیت‌های زیر برای انتخاب نمونه آماری در نظر گرفته می‌شود: شرکت‌های مورد نظر از سال ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته شده باشند، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد، نماد معاملاتی نباید وقفه بیش از ۱۰۰ روز داشته باشد، داده‌های مورد نیاز در بانک‌های اطلاعاتی ره‌آوردنوبین و پایگاه‌های اطلاعاتی بورس در دسترس باشند، دوره مالی شرکت‌ها تغییر نکرده باشد. نهایتاً پس از این محدودیت‌ها تعداد ۹۹ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۰ انتخاب شده است. نرم افزار مورد استفاده در تجزیه و تحلیل داده‌ها spss16 و stata12 در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد.

## ۴- فرضیه‌های پژوهش

- (۱) اثر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر معیار عدم نقدشوندگی آمیهد مثبت و معنادار است.
- (۲) اثر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر ارزش شرکت منفی معنادار است.
- (۳) اثر مدیریت واقعی سود بر معیار عدم نقدشوندگی آمیهد مثبت و معنادار است.
- (۴) اثر مدیریت واقعی سود بر ارزش شرکت منفی معنادار است.

## ۵- مدل‌های پژوهش

(مدل کلی برای فرضیه‌های ۱ و ۳)

$$illiq_{it} = \alpha_t + \beta_1 em_{it} + \beta_2 cum_{it} + \beta_3 nt_{it} + \beta_4 stdret_{it} + e_t$$

(مدل کلی برای فرضیه‌های ۲ و ۴)

$$\ln mb_{it} = \alpha_t + \beta_1 em_{it} + \beta_2 \ln asset_{it} + \beta_3 roa_{it} + \beta_4 leverage_{it} + e_t$$

illiq: معیار عدم نقدشوندگی آمیهد، em: مدیریت سود (مدیریت مبتنی بر ارقام تعهدی، مدیریت واقعی سود)، cum: بازده انباشته شش ماه گذشته، nt: تعداد دفعات معامله، stdret: انحراف معیار بازده ماهانه  
lnmb: لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری صاحبان سهام، em: مدیریت سود (مدیریت مبتنی بر ارقام تعهدی، مدیریت واقعی سود)، lnasset: لگاریتم مجموع دارایی‌ها، roa: نسبت بازده دارایی‌ها، leverage: اهرم (نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام).

متغیرهای وابسته در این پژوهش، مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی (مدل تعدیل شده جونز)، مدیریت سود واقعی می‌باشند.

اندازه‌گیری مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی برای اندازه‌گیری مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی از ارقام تعهدی اختیاری استفاده می‌شود. برای برآورد ارقام تعهدی اختیاری از مدل رگرسیون زیر استفاده می‌شود که در آن جز باقیمانده معادله رگرسیون ( $\epsilon$ ) بیان گر ارقام تعهدی اختیاری است: در این پژوهش مدیریت سود تعهدی جونز تعدیل شده که براساس نماد jones در این پژوهش بکار می‌رود استفاده می‌شود.

مدل جونز تعدیل شده: مدل ۴

$$TA_{crt} / Assets_{t-1} = \alpha + \beta_0 1/Assets_{t-1} + \beta_1 (\Delta Sale_{t-1} - \Delta Rec_{t-1}) / Assets_{t-1} + \beta_2 PPE_{t-1} / Assets_{t-1} + \beta_3 ROA_{t-1} + \beta_4 SG_{t-1} + \epsilon_t$$

مدل ۴، مدل تعدیل شده جونز<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۱) است که توسط دچو و همکاران<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۵) ارایه شده است و در آن:  $TA_{crt} / Assets_{t-1}$ : تفاوت میان سود قبل از ارقام غیرعادی و جریان های نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی در دوره جاری

$Assets_{t-1}$ : جمع دارایی های در ابتدای دوره مالی،  $\Delta sale$ : تغییرات در فروش،  $\Delta Rec$ : تغییرات در دریا فتنی ها، PPE: اموال، تجهیزات و ماشین آلات، ROA: سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی ها، SG: رشد جاری در فروش ها می باشد.

اندازه گیری مدیریت واقعی سود

شپیر (۱۹۸۹) در تحقیق خود عنوان کرد که مدیریت سود می تواند فعالیت های واقعی را نیز شامل گردد. این نوع مدیریت سود از طریق تغییر در فعالیت های عملیاتی با هدف گمراه کردن ذینفعان انجام می شود. دستکاری فعالیت های واقعی بر جریان های نقدی و در پاره ای از موارد بر ارقام تعهدی تأثیر می گذارند (ولی زاده لاریجانی، ۱۳۸۷). رویچودهری (۲۰۰۶) این گونه بیان می کند که اگرچه این گونه انحرافات در عملیات شرکت در رسیدن به اهداف گزارشگری مالی به مدیر کمک می کند، لیکن ارزش شرکت را افزایش نمی دهد. روش های دستکاری فعالیت های واقعی مانند کاهش قیمت فروش محصولات به منظور افزایش فروش و یا کاهش مخارج اختیاری در بحران های اقتصادی، از جمله روش های بهینه ای هستند که به مدیران کمک می کند. ولی اگر مدیران به صورت گسترده و غیرعادی به استفاده از روش های مذکور علاقه نشان دهند، در واقع آن ها به مدیریت واقعی سود تمایل دارند و وجود سرمایه گذاران خیره و آگاه دستکاری فعالیت های واقعی را محدود می کند. بنابراین اگرچه مدیران با انجام چنین فعالیت هایی می توانند به سودهای مورد نظرشان در کوتاه مدت دست یابند لیکن آن ها در بلندمدت نخواهند توانست ارزش شرکت را افزایش دهند (ولی زاده لاریجانی، ۱۳۸۷). کوهن و زاروین (۲۰۰۸) دستکاری در فعالیت های واقعی را اعمالی می دانند که مدیران انجام می دهند و ناشی از روند عادی فعالیت های واحد تجاری است.

در پژوهش حاضر مانند تحقیقات رویچودهری<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۶) و کوهن و زاروین<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۸) جهت اندازه گیری سطح دستکاری فعالیت های واقعی از سه معیار سطح غیرعادی جریان نقدی عملیاتی، سطح غیرعادی هزینه های تولیدی و سطح غیرعادی هزینه های اختیاری استفاده می شود. برای اندازه گیری این سه معیار به ترتیب از مدل های رگرسیون زیر استفاده می شود و در همه آن ها جزء باقیمانده معادله رگرسیون (ε) نشان دهنده سطح غیرعادی متغیر برآورد شده می باشد. در این

پژوهش مدیریت واقعی سود بر اساس نماد Rm بکار می رود.

مدل ۶:

$$CFO_{it}/Assets_{i,t-1} = K_{1t}(1/Assets_{i,t-1}) + K_{2t}(Sales_{it}/Assets_{i,t-1}) + K_{3t}(\Delta Sales_{it}/Assets_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

CFO<sub>it</sub>: جریان نقدی عملیاتی در دوره t

مدل ۷:

$$PROUD_{it}/Assets_{i,t-1} = K_{1t}(1/Assets_{i,t-1}) + K_{2t}(Sales_{it}/Assets_{i,t-1}) + K_{3t}(\Delta Sales_{it}/Assets_{i,t-1}) + K_{4t}(\Delta Sales_{i,t-1}/Assets_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

PROUD<sub>it</sub>: هزینه های تولیدی را در دوره t نشان می دهد و شامل مجموع بهای تمام شده ی کالای فروش رفته و تغییرات در موجودی کالا است.

مدل ۸:

$$DiscExp_{it}/Assets_{i,t-1} = K_{1t}(1/Assets_{i,t-1}) + K_{2t}(Sales_{i,t-1}/Assets_{i,t-1}) + \varepsilon_{it}$$

DiscExp<sub>it</sub>: هزینه های اختیاری در دوره t است و شامل مجموع هزینه ی تبلیغات، هزینه های عمومی فروش و اداری تشکیلاتی می شود. حال برای بدست آوردن متغیر مدیریت واقعی سود، جزء باقیمانده سه معادله رگرسیون (ε) بالا را استاندارد کرده و با یکدیگر جمع می کنیم تا متغیر مدیریت واقعی سود بدست آید (گارسیا و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۲).

### نقدشوندگی سهام

نسبت آمیهود<sup>۱۵</sup> (نسبت عدم نقدشوندگی) (ILLIQ) در سال ۲۰۰۲ آمیهود به دلیل اینکه استخراج داده های زیرساختاری در مورد مبادلات و پیشنهادات قیمت در بسیاری از بازارهای نوظهور و در حال توسعه برای یک مدت زمان طولانی وجود نداشته است، این معیار را جهت اندازه گیری عدم نقدشوندگی (معیار معکوس نقدشوندگی) معرفی نمود. این معیار برای بازارهایی مناسب است که فاقد زیرساختارهای کلان بازار سرمایه هستند و بازار توسعه یافته ای ندارد. داده های این معیار با استفاده از آمار بازده و حجم معاملات در طول دوره های زمانی نسبتا

$Lnmb =$  حاصل تقسیم ارزش بازار سهام عادی در پایان دوره بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام  
 در این پژوهش با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش از متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترل استفاده می‌شود. در بررسی اثر مدیریت سود بر نقدشوندگی از متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترل استفاده می‌شود:  $stdret$  (انحراف معیار بازده ماهانه شرکت‌ها می‌باشد.  $Nt$ : تعداد دفعات معامله سهام در سال.  $Cum$ : بازده انباشته شش ماه گذشته

در بررسی رابطه اثر مدیریت سود بر ارزش شرکت از متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترل استفاده می‌شود: اهرم ( $leverage$ )، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت. متغیر ( $roa$ )، حاصل تقسیم سود خالص به مجموع دارایی‌ها می‌باشد. متغیر ( $Lnasset$ ) که برابر است با لگاریتم ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان سال مالی شرکت.

#### ۵- نتایج پژوهش

نگاره شماره ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته برای کل مشاهدات نشان می‌دهد. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه می‌پردازد و هدف آن محاسبه پارمترهای جامعه است. شاخص‌های مرکزی مانند میانگین و شاخص‌های پراکندگی مانند بیشینه و کمینه داده‌ها در این نگاره ارائه شده است.

نگاره شماره ۱ آمار توصیفی داده‌ها

متغیر	توصیف متغیرها	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
$Lnmb$	لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری صاحبان سهام	۲۶۱	۰/۳۳۶	۰/۸۳۱	-۳/۶۸	۳/۰۵۱
$Rm$	مدیریت واقعی سود	۲۶۱	-۰/۰۵۰	۱/۷۹۱	-۳/۵۰	۱۱/۳۱
$Jones$	مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی (مدل جونز)	۲۶۱	۰/۳۰۷	۱/۱۲۳	-۳/۵۰	۳/۴۵
$Roa$	نسبت بازده دارایی‌ها	۲۶۱	۰/۱۲۳	۰/۱۰۹	-۰/۱۲۷	۰/۶۲۰
$Lnasset$	لگاریتم مجموع دارایی‌ها	۲۶۱	۱۴/۹۴	۱/۴۸۷	۱۲/۱۱	۱۹/۶۱
$Nt$	تعداد دفعات معامله	۲۶۱	۲۲۰/۴۳	۳۲۷۹۷	۵۸۸	۱۷۱۴۳۴
$Leverage$	اهرم	۲۶۱	۰/۵۵۱	۰/۲۲۴	-۰/۱۵۸	۱/۲۸۳
$Stdret$	انحراف معیار بازده ماهیانه	۲۶۱	۰/۱۲۲	۰/۰۶۵	۰/۰۲۴	۰/۵۳۱
$Illiq$	نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود	۲۶۱	۱۸۵/۶۱	۰/۳۱۵	۰/۰۴	۱۴۴۰
$cum$	بازده انباشته شش ماه معوق	۲۶۱	۰/۹۸۳	۰/۴۵۳	۰	۵/۵۶۱

طولانی قابل استخراج می‌باشد. معیار نقدشوندگی در این مدل به عنوان نسبت قدمطلق بازده روزانه به حجم معاملات در همان روز تعریف شده است.

$$ILLIQ = Average \left( \frac{abs(daily\ return)}{daily\ volume} \right) \times 1000000$$

$daily\ return$ : بازده سهام مشخص (i) در روز  
 (d) در سال y  
 $daily\ volume$ : حجم دلاری معاملات سهام i در روز  
 (d) در سال y

هر قدر این نسبت کمتر باشد، نقد شونده گی سهم بیشتر است و یا به طور عکس اندازه بالای این نسبت نشان دهنده عدم نقدشوندگی بیشتر سهم می‌باشد.  
**ارزش شرکت:**

در بسیاری از مطالعات پیشین، لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در مطالعات اخیر به عنوان معیار ارزش شرکت بکار رفته است (لینز<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۳). درحقیقت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نشان می‌دهد که آیا اوراق بهادار با تقسیم ارزش بازار سهام منتشره بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بیشتر یا کمتر قیمت گذاری شده اند، اگر نسبت بیشتر از (کمتر از) یک باشد بنابراین شرکت بیشتر ارزش گذاری شده است. این رابطه همچنین می‌تواند به شکل ارزش دفتری به ارزش بازار محاسبه شود (حسین پور و همکاران، ۱۳۹۰).



## تحلیل رگرسیون

بررسی ناهمسانی واریانس اجزا خطا: برای بررسی ناهمسانی واریانس اجزا خطا در داده‌ها از آزمون والد تعدیل شده و پریش پاگان استفاده می‌شود، که نتایج مربوط به هر مدل در نگاره ۳ آماده است. در هر دو آزمون در صورتی که مقدار سطح معناداری بیش از ۰/۰۵ باشد، ناهمسانی واریانس وجود ندارد. در صورت وجود ناهمسانی واریانس از طریق تصحیح وایت به رفع این موضوع می‌پردازیم.

همبستگی بین اجزا خطا: برای بررسی همبستگی بین اجزا خطا از آزمون والد ریچ و دوربین واتسن استفاده شده است. مقدار این آماره برای هر سه مدل که در نگاره ۳ ارائه شده است، مقدار مناسب برای آزمون دوربین واتسن بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد. در صورت وجود همبستگی بین اجزا خطا از تابع lag استفاده می‌نماییم.

عدم همخطی بین متغیرها: برای بررسی عدم همخطی بین متغیرهای مدل از شاخص عامل تورم واریانس (VIF) استفاده می‌شود. نتایج این آزمون به صورت میانگین برای کل متغیرهای مستقل در نگاره ۳ ارائه شده است.

برای استفاده از داده‌های ترکیبی در تحلیل مدل‌های این پژوهش در مرحله اول به بررسی نوع داده‌های این تحقیق پرداخته می‌شود. پرسشی که هنگام تخمین با استفاده از داده‌های ترکیبی پیش می‌آید این است که باید از کدامیک از روش‌های داده‌های پانل یا کلاسیک استفاده نمود. ابتدا از آماره آزمون F لیمر به منظور تشخیص اینکه داده‌های ما کلاسیک یا پانل است استفاده می‌شود. در صورت انتخاب داده‌های پانل در مرحله دوم در مورد انتخاب یکی از دو روش اثرات ثابت یا تصادفی باید تصمیم‌گیری نمود، که بدین منظور معمولاً از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای هر یک مدل‌های این تحقیق نتایج مراحل تشریح شده در بالا در نگاره ۲ آماده است.

در تحقیقات رگرسیون به منظور کارایی بیشتر و انسجام مناسب نتایج باید مفروضات رگرسیون تحقیق مورد بررسی قرار گیرد.

### نگاره ۲ آزمون F لیمر و هاسمن

فرضیه تحقیق	آزمون F لیمر، انتخاب بین روش کلاسیک (Pooling) یا آزمون هاسمن، انتخاب بین روش اثرات ثابت (Fixed) و اثرات تصادفی (Random)
فرضیه اول	روش کلاسیک (Pooling)
فرضیه دوم	روش تابلویی (Panel)
فرضیه سوم	روش کلاسیک (Pooling)
فرضیه چهارم	روش تابلویی (Panel)

### نگاره ۳ نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و همبستگی بین اجزا خطا و هم خطی بین متغیرها

فرضیه تحقیق	نتایج آزمون والد تعدیل شده و پریش پاگان	نتایج آزمون والد ریچ و دوربین واتسن	میانگین (VIF)
فرضیه اول	مقدار p-value کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. ناهمسانی واریانس وجود دارد.	مقدار آماره دوربین واتسن ۲/۰۵ می‌باشد. بنابراین خود همبستگی وجود ندارد.	۱/۱۰
فرضیه دوم	مقدار p-value کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. ناهمسانی واریانس وجود دارد.	مقدار p-value بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد. خود همبستگی وجود ندارد.	۱/۱۱
فرضیه سوم	مقدار p-value کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. ناهمسانی واریانس وجود دارد.	مقدار آماره دوربین واتسن ۲/۰۲ می‌باشد. بنابراین خود همبستگی وجود ندارد.	۱/۰۸
فرضیه چهارم	مقدار p-value کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. ناهمسانی واریانس وجود دارد.	مقدار p-value بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد. خود همبستگی وجود ندارد.	۱/۱۳

## ۶- آزمون فرضیات

## نگاره ۴ نتایج تخمین فرضیه اول

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	رگرسیون
Jones	۹۸/۴۸	۴/۵۴	۰/۰۰۰	p=۰/۰۰۰ value =۱۴/۳۴ F آماره R2 = ۰/۱۹ تعدیل شده
Cum	۴۱/۵۸۸	۰/۹۵	۰/۳۴۶	
Nt	-۰/۰۰۱	-۵/۴۸	۰/۰۰۰	
Stdret	۱۰۷۹/۸۷	۳/۷۸	۰/۰۰۲	
متغیر وابسته	ILLIQ			

نتایج حاصل از تخمین فرضیه اول بعد از رفع ناهمسانی واریانس در نگاره ۴ بشرح زیر است:

نتایج حاصل از تخمین بیانگر تایید فرضیه رابطه میان مدیریت سود ارقام تعهدی و معیار عدم نقدشوندگی آمیهد در سطح معناداری ۰/۰۵ می باشد. نتایج این فرضیه نشان می دهد که با افزایش میزان مدیریت سود در شرکتها بر میزان عدم نقدشوندگی شرکت افزوده می شود یا از میزان نقدشوندگی شرکت کاسته می شود.

چانگ و همکاران (۲۰۰۹) نیز در بررسی رابطه مدیریت سود و اختلاف قیمت های پیشنهادی خرید و فروش (معیار عدم نقدشوندگی)، به این نتیجه رسیده اند که شرکت هایی که دارای مدیریت سود بیشتری هستند، به دلیل افزایش هزینه های کژگزینی، از نقدشوندگی سهام پایین تری رنج می برند. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۹) که در پژوهش خود از معیار نقدشوندگی استفاده کرده اند و بیان نموده اند که مدیریت ارقام تعهدی بر معیارهای نقدشوندگی سهام شرکت ها تأثیر منفی و معنادار دارد، یعنی می توان این چنین بیان کرد که بر معیار عدم نقدشوندگی (عکس نقدشوندگی) تأثیر مثبت و معنادار دارد. بنابراین نتایج پژوهش با نتایج دو پژوهش بالا سازگار می باشد.

نتایج حاصل از تخمین فرضیه دوم بعد از رفع ناهمسانی واریانس در نگاره ۵ بشرح زیر است.

نتایج حاصل از تخمین بیانگر تایید فرضیه رابطه میان مدیریت سود ارقام تعهدی و ارزش شرکت در سطح معناداری ۰/۰۵ می باشد. نتایج این فرضیه نشان می دهد که با افزایش میزان مدیریت سود در شرکتها از ارزش شرکتها کاسته می شود و البته می توان با توجه به نتایج نگاره ۴ بهتر این نتیجه را تفسیر نمود که شرکت های دارای مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بیشتر دارای عدم نقدشوندگی بیشتر در سهام خود هستند، یعنی سهام آنها کمتر مورد خرید و فروش قرار می گیرد و در نتیجه به علت کاهش میزان معامله از ارزش آن شرکت کاسته می شود. نتایج این پژوهش با نتایج تحقیقات تقوی و همکاران (۱۳۸۹) مشابه می باشد.

## نگاره ۵ نتایج تخمین فرضیه دوم

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	رگرسیون
Jones	-۰/۰۹۴	-۲/۸۳	۰/۰۰۶	p=۰/۰۰۰ value =۲۱/۱۴ F آماره R2 = ۰/۵۵ تعدیل شده
Leverage	۲/۰۰۲	۷/۳۰	۰/۰۰۰	
Lnasset	-۰/۲۶۳	-۱/۲۴	۰/۲۱۷	
roa	۱/۵۲۱	۱/۷۷	۰/۰۰۸	
متغیر وابسته	Lnmb			

نتایج حاصل از تخمین فرضیه سوم بعد از رفع ناهمسانی واریانس در نگاره ۶ بشرح زیر است:

## نگاره ۶ نتایج تخمین فرضیه سوم

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	رگرسیون
Rm	-۷/۶۰۵	-۱/۰۲	۰/۳۱۰	p=۰/۰۰۰ value =۱۰/۲۴ F آماره R2 = ۰/۰۷ تعدیل شده
Cum	۶۶/۶۳۷	۱/۲۰	۰/۲۳۳	
Nt	-۰/۰۰۲	-۵/۸۵	۰/۰۰۰	
Stdret	۸۲/۳۳	۲/۷۱	۰/۰۰۷	
متغیر وابسته	ILLIQ			

نتایج حاصل از تخمین بیانگر رد فرضیه رابطه میان مدیریت واقعی سود و معیار عدم نقدشوندگی آمیهد در سطح معناداری ۰/۰۵ می باشد. نتایج بدست آمده از پژوهش را می توان این چنین تفسیر نمود که مدیران با اتخاذ برخی تصمیمات عملیاتی و به عبارت دیگر با دست کاری فعالیت های واقعی به مدیریت واقعی سود روی

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها از معیارهایی است که سرمایه‌گذاران در تصمیمات خود دخالت می‌دهند و شناخت عوامل تأثیرگذار بر این معیارها از اهمیت بالایی برخوردار است. با توجه به مبانی نظری مطرح شده در این زمینه انتظار می‌رود مدیریت سود بر این عوامل تأثیرگذار باشد. نتایج بیانگر ارتباط مثبت (منفی) و معنادار میان معیار عدم نقدشوندگی (نقدشوندگی) و ارتباط منفی و معنادار میان معیار ارزش شرکت با مدیریت سود ارقام تعهدی می‌باشد. مطابق با مبانی نظری مطرح شده، مدیریت سود ناشی از مدیریت ارقام تعهدی، موجب بروز هزینه‌های نقدشوندگی بالاتر می‌شود، در اینحال، مدیریت سود بیشتر، موجب بروز عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی بالاتر می‌شود؛ بنابراین با توجه به این عدم تقارن اطلاعات، تمایل معامله‌گران و سرمایه‌گذاران، به مبادله سهام شرکت به شدت کاهش یافته و نقدشوندگی سهام شرکت پایین می‌آید و این کاهش خرید و فروش سهام موجب کاهش حجم معاملات و در نتیجه کاهش ارزش شرکت می‌شود. نتایج این دو فرضیه (با توجه به توضیحات مطرح شده در فرضیه اول و دوم) با نتایج پژوهش‌های چانگ و همکاران (۲۰۰۹)، مرادزاده و همکاران (۱۳۸۹)، اسلی و همکاران (۲۰۱۲) و تقوی و همکاران (۱۳۸۹) سازگار است. و در بخش دیگر نتایج بیانگر رابطه معنادار میان مدیریت واقعی سود و متغیرهای وابسته نمی‌باشد. نتایج بیان می‌کند که مدیریت واقعی سود که با اتخاذ برخی تصمیمات عملیاتی و به عبارت دیگر با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی به مدیریت واقعی سود روی آورده و به سود مورد نظر خویش دست می‌یابد این کار مدیران شرکت بوسیله بازار سرمایه ایران (سرمایه‌گذاران) درک نمی‌شود و تأثیر معناداری بر میزان نقدشوندگی (عدم نقدشوندگی) ندارد و شاید می‌تواند ناشی از عدم تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی حاصل از مدیریت واقعی سود بر نقدشوندگی سهام در بورس تهران باشد، به این معنا که شرایط حاکم بر بورس تهران باعث عدم تأثیر این متغیر شده باشد. در این رابطه به نظر می‌رسد پژوهش‌های آتی باید نقشی جدی در علت یابی این موضوع یعنی رابطه میان مدیریت واقعی سود و

آورده و به سود مورد نظر خویش دست می‌یابد و این کار بوسیله بازار سرمایه ایران (سرمایه‌گذاران) درک نمی‌شود و تأثیر معناداری بر میزان نقدشوندگی (عدم نقدشوندگی) ندارد و شاید می‌تواند ناشی از عدم تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی حاصل از مدیریت واقعی سود بر نقدشوندگی سهام در بورس تهران باشد، به این معنا که شرایط حاکم بر بورس تهران باعث عدم تأثیر این متغیر شده باشد. در این رابطه به نظر می‌رسد پژوهش‌های آتی باید نقشی جدی در علت یابی این موضوع داشته باشند. همچنین نتایج بیانگر این است که شرکت‌های دارای انحراف معیار بازده ماهانه بیشتر دارای عدم نقدشوندگی بیشتری هستند، یعنی اینکه شرکت‌های دارای نوسانات بازدهی بیشتر دارای نقدشوندگی سهام کمتری هستند. نتایج این پژوهش در زمینه رابطه مدیریت واقعی سود و معیار عدم نقدشوندگی با پژوهش اسلی و همکاران (۲۰۱۲) سازگار نمی‌باشد. نتایج حاصل از تخمین فرضیه چهارم بعد از رفع ناهمسانی واریانس در نگاره ۷ بشرح زیر است:

نگاره ۷ نتایج تخمین فرضیه چهارم

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	رگرسیون
Rm	-۰/۰۱۰	-۰/۳۲	۰/۷۴۷	p=۰/۰۰۰
Leverage	۲/۰۹۱	۷/۲۳	۰/۰۰۰	value
Lnasset	-۰/۲۰۱	-۰/۹۹	۰/۳۲۳	=۳۱/۳۳
roa	۱/۶۸	۱/۹۷	۰/۰۵۱	آماره F
متغیر وابسته	Lnmb			R2=۰/۵۳
				تعدیل شده

با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه سوم در نگاره ۶ انتظار چنین نتیجه وجود داشته است که نتایج نگاره ۷ تایید کننده این موضوع است. نتایج حاصل از تخمین بیانگر رد فرضیه رابطه میان مدیریت واقعی سود و ارزش شرکت در سطح معناداری ۰/۰۵ می‌باشد. در این زمینه تحقیقی مشابه‌ای در داخل و خارج انجام نشده است.

\* نمازی، محمد. (۱۳۸۴). " بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری نمایندگی". مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز دوره بیست و دوم، شماره دوم، تابستان پیاپی ۴۳

\* مرادزاده فرد، هدی. رضاپور، نرگس. فرزانی، حجت اله. (۱۳۸۹). "بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقد شونددگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش های حسابداری مالی سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی ۵، ۱۰۱-۱۱۶

\* یحیی زاده فر، محمود. خرمیدین، جواد. (۱۳۸۷). "نقش عوامل نقدشوندگی ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، ۱۰۱-۱۱۸

- \* Amihud Y (2002) Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. *J Financ Markets* 5:31-56
- \* Asli, A., Shantaram P. H., Gopal V. K., John B.(2012). " Earnings management and market liquidity". *Rev Quant Finan Acc* (2012) 38:257-274
- \* Bachtiar, S. (2008). *Accrual and Information Asymmetry*. Field Research:Accounting. University of Indonesia.
- \* Carlson, s., and Chenchuramaiah, T B. (1997). "Ownership differences and firm's income smoothing behavior". *Journal of Business finance & accounting*, Vol, 31. No, 9-10.
- \* Chung H., Sheu H., and Wang J., (2009), "Do firms' earnings management practices affect their equity liquidity?", *Finance Research Letters* 6, pp.152-158.
- \* Cohen D. A., Zarowin P. (2008). "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings". Working paper, Available at <http://ssrn.com/abstract=1081939>
- \* Dechow, P. M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney.(1995).Detecting earnings management.*The Accounting Review* 70 (2): 193-225.
- \* García,J. M,and G. Beatriz and F.Penalva. (2012). Accounting conservatism and the limits to earnings management <http://ssrn.com/abstract=2165694>
- \* Gupta, M., Mathur, I. & Mishra, S. (2009). Earnings management: consequences for bid-ask spread and market liquidity. *Southern*

عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آنرا داشته باشند. در پایان پیشنهاد می شود نقش میانجی گری نقدشوندگی در رابطه میان مدیریت سود و ارزش شرکت بررسی شود و همچنین در بررسی چنین رابطه ای از سایر معیارهای نقدشوندگی و ارزش شرکت و مدیریت سود استفاده شود. و همچنین در تحقیقی به تاثیر مدیریت واقعی سود ناشی از ابعاد مختلف آن بر ایجاد عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه ایران پرداخته شود.

### فهرست منابع

- \* بلکویی، احمد ریاحی. (۱۳۹۰). تئوری حسابداری، ترجمه علی پارسائیان، انتشارات ترمه. تهران
- \* تقوی، مهدی. جبارزاده کنگرلویی، سعید. خدایار یگانه، سعید. (۱۳۸۹). " تبیین رابطه هزینه های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره سوم، ۱۰۹-۱۳۳
- \* حسین پور، حمزه. (۱۳۹۰). "عوامل موثر بر میزان افشای اجباری و اختیاری و تاثیر آنها بر ارزش در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان.
- \* دموری، داریوش. عارف منش، زهره. موصولو، خلیل عباس. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین هموارسازی سود، کیفیت سود و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول، شماره پیاپی ۷، ۳۹-۵۴
- \* ولی زاده لاریجانی، زهرا. نتایج مدیریت واقعی سود، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهراء؛ ۱۳۸۷
- \* نوروش، ایرج. نیکبخت، محمدرضا و سپاسی، سحر. (۱۳۸۴). "بررسی مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله علوم اجتماعی و ۱۶۵-۱۷۷، انسانی دانشگاه شیراز شماره ۲

- Illinois University-Edwardsville Department of Economics & Finance. 50, 101-122.
- \* Hope. T. & Hope, J. (1996). Transforming the Botton Line, 2nd Ed. Boston, Harvard Business School Press.
  - \* Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. Journal of Accounting Research 29 (2): 193-228.
  - \* Johson, N.B, and S.Droege. (2004). "Reflections On the Generalization of Agency Theory: Cross-Cultural Considerations, Human Resource Management Review. 14,325-335.
  - \* Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. Journal of Finacial and Quantitative Anlysis. Vol.33, 159-184.
  - \* Roychowdhury, S (2006) Earnings management through real activities manipulation. J Account Econ 42(3):335-370
  - \* Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. Accounting Horizons, 3: 91-102

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Jonson and etal
- <sup>2</sup> Hope & Hope
- <sup>3</sup> Chung and etal
- <sup>4</sup> schipper
- <sup>5</sup> Carlson and chenchuramaiah
- <sup>6</sup> Bachtiar
- <sup>7</sup> Gupta and etal
- <sup>8</sup> Chung and etal
- <sup>9</sup> Asli and etal
- <sup>10</sup> Jones
- <sup>11</sup> Dechow et al
- <sup>12</sup> Roychowdhury
- <sup>13</sup> Cohen and Zarowin
- <sup>14</sup> García and etal
- <sup>15</sup> Amihuds Illiquidity ratio
- <sup>16</sup> Lins