

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

## بررسی تاثیر مدیریت سود از طریق وجوه نقد عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سعید فتحی<sup>۱</sup>، عباس هاشمی<sup>۲</sup>، زهرا فیروزکوهی<sup>۲</sup>، زهرا خواست خدایی<sup>۱</sup> و علیرضا عجم<sup>۳</sup>

### چکیده

نقدشوندگی سهام از معیارهایی است که سرمایهگذاران در تصمیمات تشکیل سبد سرمایه گذاری دخالتی می دهند. از عواملی که میتواند بر نقدشوندگی سهام تاثیر گذار باشد، مدیریت سود است. مدیریت سود میتواند از جنبههای مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و مدیریت سود واقعی مورد ارزیابی قرار گیرد. لذا هدف این پژوهش آورد مدیریت سود بر اساس وجوه نقد عملیاتی در شرکت های تجاری و بررسی تاثیر آن بر نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. پژوهش حاضر با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده های ترکیبی انجام می شود و فرضیه های پژوهش مورد آزمون قرار می گیرند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه پژوهش نشان می دهد که وجوه نقد عملیاتی شرکت های تجاری تاثیر منفی و معنی داری بر نقدشوندگی سهام داشتند. در نتایج پژوهش به بررسی تاثیر متغیرهای تعدیلگر (انحراف بازده روزانه سهام، متوسط حجم معاملات روزانه سهام، متوسط آخرین قیمت معامله سهام، متوسط تعداد معاملات روزانه سهام و ارزش بازار شرکت) بر رابطه وجوه نقد عملیاتی غیرعادی شرکت های تجاری نقدشوندگی سهام نیز پرداخته شده است که تاثیر آنها تایید نشد.

**واژه های کلیدی:** مدیریت سود، وجوه نقد عملیاتی غیرعادی، نقدشوندگی سهام.

طبقه بندی موضوعی: G14, G32

۱. استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، fathiresearch@yahoo.com

۲. استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان

۳. کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی<sup>۳</sup> مالی دانشگاه اصفهان

۴. کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی-مالی دانشگاه اصفهان

۵. کارشناسی مدیریت بازرگانی دانشگاه اصفهان

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

## مقدمه

بهبود کلی، در بازارها دو نوع واکنش نسبت به اطلاعات میتواند روی دهد: اولین واکنش، اثر قیمتی اطلاعات بر اوراق بهادار و دومین واکنش، اثر حجمی نسبت به اطلاعات می باشد که این اثر در شاخصهای «نقدشوندگی» نمایان می شود (چانگ<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۹).

به طور کلی نقدشوندگی عبارت از میزان سهولت در خرید و فروش یک کالا بدون تغییر قابل ملاحظه در قیمت آن است (اعتمادی و رسائیان، ۱۳۸۹، ۳۱-۵۹).

افزایش نقدشوندگی میتواند موجب تقسیم هر چه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه های پورتنفوی گردانی و انگیزه بیشتر سرمایهگذاران در تصمیمگیریهای معاملاتی آنان شود (لیم و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸).

با افزایش نقدشوندگی، هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهد آمد. نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی میکند. مفهوم نقدشوندگی در بازارهای نوپایی مثل بازار ایران از اهمیت زیادی برخوردار است. نتایج پژوهشها در زمینه نقدشوندگی سهام در بازار اوراق بهادار ایران نشان میدهد که سرمایهگذاران ریسک عدم نقدشوندگی را در تصمیمات خود به شدت لحاظ میکنند (اسلامی بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷، ۳-۱۶؛ یحیی زاده و خرمدین، ۱۳۸۷، ۱۰۱-۱۱۸). بنابراین بررسی نقش عوامل موثر بر نقدشوندگی از اهمیت بسزایی برخوردار است. یکی از عواملی که میتواند بر نقدشوندگی سهام تاثیرگذار باشد، مدیریت سود است. برای پی بردن به اهمیت مدیریت سود بهتر است ابتدا به میحث سود توجه کرد. زیرا سهامداران به عنوان مهمترین گروه استفاده کننده از صورت های مالی، منافع خود را در اطلاعات سود جستجو میکنند. به خاطر جایگاه و اهمیت سود برای استفاده کنندگان صورت های مالی، مدیریت نیز از گذشته، توجه خاصی به نحوه تهیه و گزارش رقم مذکور داشته و در مقابل رفتار و عکس العمل سرمایهگذاران و سایرین در برابر سود گزارش شده، واکنش متقابلی

6.Chung et al

7.Lim et al

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

از خود بروز داده و سعی نمود هاند با استفاده از روشهای مدیریت سود، مانند هموارسازی سود، تصویر با ثباتتری از شرکت ارائه ده (لوقوان و ریتز<sup>۸</sup>، ۱۹۹۷؛ رنگان<sup>۹</sup>، ۱۹۹۸؛ تیو و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۸؛ لی و همکاران، ۲۰۰۸).

این پیش فرض وجود دارد که مدیریت سود بیشتر، موجب بروز هزینه‌های نقدشوندگی بالاتر می‌شود. چنین هزینه‌هایی به وضوح در رسوایی‌های حسابداری شرکت‌ها مشاهده شده است (چانگ و همکاران، ۲۰۰۹).

پژوهش‌های انجام شده در مورد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و مدیریت سود توسط پژوهشگران مختلف نشان دهنده وجود همبستگی مثبت و معنی‌دار بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و مدیریت سود می‌باشد (ریچاردسون<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۰؛ دی‌چو و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۰؛ ترومن و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۱۹۸۸).

چانگ و همکاران نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مدیریت سود فزاینده باعث کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود (چانگ و همکاران، ۲۰۰۹). همچنین، اشیوگلو و همکارانش<sup>۱۴</sup> پس از برآورد مدیریت سود با استفاده از سه مدل رگرسیون مقطعی (اقدام تعهدی اختیاری، هزینه‌های اختیاری غیرعادی و وجوه نقد عملیاتی غیرعادی) به بررسی رابطه این متغیرها با نقدشوندگی بازار پرداختند و آنها نیز به نتایج مشابه پژوهشهای قبلی دست یافتند (اشیوگلو و همکاران، ۲۰۱۱).

با توجه به مطالب بیان شده، در این پژوهش مانند پژوهش انجام شده توسط اشیوگلو و همکارانش (اشیوگلو و همکاران، ۲۰۱۱)، مدیریت سود از جنبه مدیریت سود مبتنی بر وجوه نقد غیر عملیاتی مورد بررسی قرار گرفته است. سپس تاثیر وجوه نقد عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام (که با استفاده از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌دست آمده است)، مورد سنجش قرار گرفته است.

8. Loughran and Ritter
9. Rangan
10. Teoh et al
11. Richardson
12. Dechow et al
13. Trueman et al
14. Ascioglu et al

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

همچنین با توجه به این موضوع که مدل بررسی شده در این پژوهش برگرفته از مدل چانگ و همکاران میباشد، در پژوهش حاضر به بررسی روابط بین متغیرهای موجود در پژوهش فوق پرداخته شده است (چانگ و همکاران، ۲۰۰۹)؛ اما باید این نکته را خاطر نشان کرد، متغیرهایی که در مدل پژوهش فوق به عنوان متغیر کنترل (شامل ریسک بازده روزانه سهام، متوسط حجم معاملات روزانه سهام، متوسط آخرین قیمت معامله سهام، متوسط تعداد معاملات روزانه و ارزش بازار شرکت) آورده شده‌اند، در پژوهش حاضر به عنوان متغیر تعدیلگر مورد سنجش قرار گرفته‌اند و تاثیر هر یک از این متغیرها بر رابطه وجوه نقد غیرعادی و نقدشوندگی سهام به صورت جدا مورد بررسی قرار گرفته است.

### پیشینه پژوهش

اشیوگلو و همکارانش به بررسی تاثیر مدیریت سود بر نقدشوندگی بازار از سه معیار برای ارزیابی مدیریت سود استفاده کرده‌اند که یکی از معیارها اقلام تعهدی میباشد و دو معیار دیگر به معیارهای مدیریت سود واقعی مربوط هستند که شامل جریان نقد عملیاتی و هزینه‌های اختیاری می باشد و برای ارزیابی نقدشوندگی بازار نیز از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود و معیار کی وی<sup>۱۵</sup> استفاده کردند. طبق نتایج بهدست آمده، مدیریت سود مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی با معیار عدم نقدشوندگی رابطه مستقیمی داشت (اشیوگلو و همکاران، ۲۰۱۱).

چانگ و همکاران ارتباط میان مدیریت سود و نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. نتایج نشان می دهد، شرکت‌هایی که از مدیریت سود بالاتر برخوردارند، دارای نقدشوندگی سهام پایین تری هستند و از آن رنج می‌برند (چانگ و همکاران، ۲۰۰۹).

جگی و همکاران<sup>۱۶</sup> در پژوهشی به اثبات رساندند که هیئت مدیره حقوقی مستقل شرکت‌های هنگ کنگی، نظارت موثری از لحاظ مدیریت سود فراهم می کنند که نشان می‌دهد با وجود تفاوت‌هایی در محیط‌های سازمانی، استقلال هیئت مدیره شرکت برای تضمین گزارش‌های مالی با کیفیت مهم است (جگی و همکاران، ۲۰۰۹).

15. KV

16. Jaggi et al

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

گوپتا و همکارانش<sup>۱۷</sup> نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که نقدشوندگی بازار برای شرکت‌هایی که سود خود را مدیریت می‌کنند، با عدم اطمینان بالاتر در مورد صحت ارزش موجودی سهام‌شان روبرو هستند. یافته‌های این پژوهش همچنین نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که سودشان را مدیریت می‌کنند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش وسیع تری دارند و هزینه‌های تجارت موثر بالاتر را تحمل می‌کنند و سهام‌شان نقدشوندگی پایین تری دارد (گوپتا و همکاران، ۲۰۰۹).

کارامانیز و لنوکس<sup>۱۸</sup> به بررسی اثر تلاش ممیزی در مدیریت سود با استفاده از یک پایگاه داده منحصر به فرد پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که وقتی ساعات حسابرسی (ممیزی) پایین است، اقلام تعهدی غیر طبیعی بیشتر مثبت هستند تا منفی، اقلام تعهدی غیر طبیعی مثبت، بزرگتر هستند و شرکتها به احتمال زیاد تمایل به مدیریت سود رو به بالا به منظور غلبه و یا مواجهه با محک سود صفر دارند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که تلاش حسابرسی (ممیزی) کم، حوزه‌ای را افزایش می‌دهد که مدیران را قادر به گزارش سودهای بسیار بالا می‌کند (کارامانیز و لنوکس، ۲۰۰۸).

مرادزاده‌فر و همکارانش به بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به طور کلی، نتایج پژوهش بیانگر آن است که مدیریت اقلام تعهدی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تاثیر منفی و معنادار دارد (مرادزاده و همکاران، ۱۳۸۹، ۱۰۱-۱۱۶). ایزدی‌نیا و رسائیان به بررسی رابطه درصد سهام بلوکی در دست سهامداران (معیاری از پراکندگی مالکیت) به عنوان متغیر مستقل و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر وابسته، در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر این است که بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود ندارد (ایزدی‌نیا و رسائیان، ۱۳۸۹، ۳-۲۲).

زارع استخریجی و همکاران به بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران به ویژه در میان شرکت‌های فعال، جذابیت و قابلیت نقدشوندگی سهام از میان ویژگی‌های فردی سهام در درجه اول تا حد زیادی

17. Gupta et al

18. Caramanis and Lennox

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

با حجم معاملات سهام و در درجه دوم با ارزش شرکت مرتبط است که در واقع نشان دهنده عمق بازار سهام شرکت می باشد (زارع استخریجی و همکاران، ۱۳۸۹).

نوروش و میرحسینی در پژوهشی رابطه بین کیفیت افشای شرکتی (شامل قابلیت اتکا و به موقع بودن) و مدیریت سود را بررسی کردند. یافته های این پژوهش نشان می دهد که بین کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی معنی دار وجود دارد. همچنین یافته های پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی معنی دار بین به موقع بودن افشای شرکتی و مدیریتی سود می باشد (نوروش و میرحسینی، ۱۳۸۵).

### فرضیه های پژوهش

- با توجه به اینکه هدف کلی پژوهش، تحلیل تاثیر جریان نقدی عملیاتی غیرعادی شرکت های تجاری بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، فرضیه اصلی این پژوهش به صورت زیر می باشد:
- ۱- جریانهای نقدی عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می گذارد و از آنجایی که بررسی اثر متغیرهای تعدیل گر انحراف بازده روزانه سهام، متوسط حجم معاملات روزانه سهام، متوسط آخرین قیمت معامله سهام، متوسط تعداد معاملات روزانه سهام و ارزش بازار شرکت بر رابطه جریان های نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام، بخش دیگری از این مطالعه است؛ فرضیه هایی نیز برای ارزیابی تاثیر این متغیرها به صورت زیر تدوین شده است:
  - ۲- انحراف معیار بازده روزانه سهام، رابطه بین وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تاثیر قرار میدهد.
  - ۳- متوسط حجم معاملات روزانه سهام، رابطه بین وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تاثیر قرار میدهد.
  - ۴- متوسط آخرین قیمت معامله سهام، رابطه بین وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تاثیر قرار میدهد.

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

- ۵- متوسط تعداد معاملات روزانه سهام، رابطه بین وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تاثیر قرار میدهد.
- ۶- ارزش بازار شرکت، رابطه بین وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تاثیر قرار میدهد.

### روش شناسی پژوهش

این مطالعه بر اساس مبانی نظری و ادبیات موضوع به شناسایی و تصریح مدل مناسب برای تاثیر وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد و می تواند سرمایه گذاران را در راستای تصمیمات سرمایه گذاری یاری کند. بنابراین از لحاظ هدف کاربردی است و از نظر روش انجام پژوهش، توصیفی از نوع همبستگی است. این پژوهش، یک مطالعه اکتشافی از نوع کتابخانه ای و در حوزه پژوهشهای علی است. بنابراین برای جمع آوری مبانی نظری موضوع پژوهش از روش کتابخانه ای استفاده شده است. همچنین روش گردآوری داده ها، روش اسناد کاوی است. داده های مورد نیاز شرکت های عضو جامعه آماری نیز از طریق اطلاعات مالی مندرج در صورت های مالی و یادداشتهای همراه آنها منتشر شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و سایر منابعی چون سایت ها و بانک اطلاعاتی شرکت تدبیر پرداز جمع آوری شده است. شرکت های جامعه آماری مورد بررسی شامل تمامی شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده که حائز شرایط زیر باشند:

- الف) قبل از سال ۱۳۸۲ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۲، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد. ب) معاملات آنها در بورس نباید طی سال های ۱۳۸۷-۱۳۸۲، دچار وقفه شده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت ها باید در طول سال های مذکور در بورس فعال باشد و طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد. ج) سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ باشد و نباید در فاصله سال های ۱۳۸۷-۱۳۸۲ تغییر سال مالی داده باش. د) جزء شرکتهای سرمایه گذاری و تأمین مالی نباشند. ه) دسترسی لازم به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی همراه آنها وجود داشته باشد.

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

از آن جایی که در زمان تحلیل پژوهش، داده‌های نقدینگی مربوط به بعد از سال ۱۳۸۷ در دسترس نبود، قلمرو زمانی پژوهش تا سال ۱۳۸۷ در نظر گرفته شد. با توجه به شرایط و محدودیت های مطرح شده، جامعه مورد مطالعه مشتمل بر ۸۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که بدلیل دسترسی به کل جامعه آماری، نیازی به نمونه‌گیری نیست و کل جامعه در این پژوهش در نظر گرفته شده است.

هدف پژوهش، بررسی تاثیر وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به مطالب گفته شده، از مدل رگرسیون زیر برای آزمون فرضیه اول استفاده می‌شود:

$$\text{Model 1: } \text{PSP}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ACFO}_{it} + \epsilon_{it}$$

که در این مدل داریم:  $\text{PSP}_{it}$  معیار محاسبه شده برای نقدشوندگی سهام (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام) برای شرکت  $i$  در سال  $t$   $\text{ACFO}_{it}$  وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی شرکت  $i$  در سال  $t$ . برآورد وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی به صورت رابطه ۱ می‌باشد (اسلامی بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷، ۳-۱۶):

$$\frac{\text{CFO}_{i,t}}{A_{i,t-1}} = K_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + K_2 \frac{\text{SALES}_{i,t}}{A_{i,t-1}} + K_3 \frac{\text{SALES}_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۱}$$

که در این مدل داریم:  $\text{CFO}_{i,t}$  وجوه نقد عملیاتی واقعی برای شرکت  $i$  در سال  $t$   $\text{SALES}_{i,t}$  فروش شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\text{SALES}_{i,t-1}$  فروش شرکت  $i$  در سال  $t-1$   $A_{i,t-1}$  مجموع دارایی‌های شرکت در سال  $t-1$   $\epsilon_{i,t}$  باقی مانده مدل رگرسیون چندگانه که سطح وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی برای شرکت  $i$  در سال  $t$  را نشان می‌دهد و در مدل‌های مورد بررسی با نماد  $\text{ACFO}$ <sup>۱۹</sup> نشان داده شده است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام با استفاده از رابطه ۲ که در پژوهش راین<sup>۲۰</sup> به کار گرفته شده است، به دست می‌آید (راین، ۱۹۹۶):

19. Abnormal Cash Flow from Oprations

20. Ryan



سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

$$BA_{i,t} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{AP_{i,t} + BP_{i,t}} \quad \text{رابطه ۲}$$

در این رابطه:  $BA_{i,t}$  اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام ،  $AP_{i,t}$  معرف بهترین قیمت پیشنهادی فروش برای شرکت  $i$  در روز  $t$  است،  $BP_{i,t}$  نشان دهنده بهترین قیمت پیشنهادی خرید برای شرکت  $i$  در روز  $t$  است. در نهایت از ارقام به دست آمده برای روزهای مختلف میانگینگیری می شود و رقم نهایی در تحلیل آماری برای سال مورد نظر به کار برده می شود. فرضیه های مربوط به متغیرهای تعدیلگر این پژوهش به بررسی تاثیر هر یک از این متغیرها بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. با توجه به فرضیه های مربوط به متغیرهای تعدیلگر که شامل فرضیه های ۲ تا ۶ می - باشد و مطالب گفته شده در مورد روش های آماری، از مدلهای رگرسیون زیر برای آزمون این فرضیه ها استفاده شده است:

$$\text{Model 2: } PSP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACFO_{it} + \beta_2 SDRET_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Model 3: } PSP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACFO_{it} + \beta_2 LNTV_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Model 4: } PSP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACFO_{it} + \beta_2 LNCLP_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Model 5: } PSP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACFO_{it} + \beta_2 LNTR_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Model 6: } PSP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACFO_{it} + \beta_2 LNMV_{it} + \epsilon_{it}$$

که در این مدلهای رگرسیون داریم:  $SDRET_{it}$  انحراف بازده روزانه سهام برای شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $LNTV_{it}$  لگاریتم طبیعی متوسط حجم معاملات روزانه سهام برای شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $LNCLP_{it}$  لگاریتم طبیعی متوسط آخرین قیمت معامله سهام برای شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $LNTR_{it}$  لگاریتم طبیعی متوسط تعداد معاملات روزانه سهام برای شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $LNMV_{it}$  لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت برای شرکت  $i$  در سال  $t$ .

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

برای محاسبه انحراف بازده روزانه سهام ابتدا بازده روزانه سهام با استفاده از رابطه ۳ بهدست آمده است و سپس برای شرکت  $i$  انحراف معیار بازده سهام برای سال  $t$  محاسبه شده است:

$$R_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t-1}/P_{i,t-1} \quad \text{رابطه ۳}$$

که در این رابطه داریم:  $R_{i,t}$  بازده سهام شرکت  $i$  در روز  $t$ ،  $P_{i,t}$  قیمت سهام شرکت  $i$  در روز  $t$ ،  $P_{i,t-1}$  قیمت سهام شرکت  $i$  در روز  $t-1$ .

### یافته‌های پژوهش

تکیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرضهای مدل رگرسیون از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمیتوان از آن برای تصمیم‌گیری‌ها استفاده کرد. بنابراین قبل از انجام هر گونه تفسیر نتایج رگرسیون باید برای تصدیق صحت نتایج، مفروضات مدل را بررسی نمود. قبل از برآورد مدل رگرسیون بر روی داده‌ها، لازم است مانایی تک تک متغیرها بررسی شود چون نامانای بودن متغیرها باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این پژوهش برای بررسی مانایی متغیرها در داده‌های ترکیبی، از آزمون فیشر-ADF استفاده شده است. با توجه به نتایج حاصل، تمامی متغیرهای پژوهش حاضر مانا بودند. با توجه به اینکه در این پژوهش از روش رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است، در مواردی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، از مفروضات مدل رگرسیون، دو فرض همسانی واریانس و فرض نبود خودهمبستگی بین جملات خطا موضوعیت پیدا می‌کند. برای آزمون خود همبستگی بین متغیرها از آزمون دورین و اتسون استفاده می‌شود و برای بررسی ناهمسانی واریانس نیز از آزمون وایت استفاده شد. نتایج حاصل از اجرای آزمون‌ها در جدول ۱ خلاصه شده است. با توجه به نتایج بدست آمده، هیچ کدام از مدل‌های مورد آزمون دارای خود همبستگی نمی‌باشد و در مورد ناهمسانی واریانس نیز تنها سطح معنی داری بهدست آمده از آزمون وایت برای فرضیه دو برابر  $0/000$  بود که بعد از رفع ناهمسانی واریانس، مقدار سطح معنی داری به  $0/91$  افزایش یافت که بیشتر از  $5/0$  میباشد. بنابراین ناهمسانی واریانس در این فرضیه رفع شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، همه فرضیه‌ها در سطح داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار می‌گیرند؛ اما

قبل از تخمین مدلها لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. برای این منظور از آزمون F لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر، آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده شده است و برای مشاهداتی که ضریب معناداری آنها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده شده است. خود روش تابلویی می تواند با استفاده از دو مدل «اثرات ثابت» و «اثرات تصادفی» انجام شود. برای تعیین مدل مورد استفاده، آزمون هاسمن به کار برده شده است. در مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، از مدل اثرات ثابت و در مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ است، از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده شده است. با توجه به نتایج حاصل (طبق جدول ۱) نوع مدل اقتصادسنجی مورد استفاده برای آزمون فرضیه ها مشخص شده است.

جدول ۱: اطلاعات مربوط به تعیین روش تحلیلی مورد استفاده برای هر یک از مدل های

پژوهش

روش تحلیل	نتایج آزمون F لیمر		نتایج آزمون هاسمن		نتایج آزمون وایت	نتایج آزمون دورین-واتسون	شماره مدل
	معناداری	آماره	معناداری	آماره			
داده های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۳۴۷	۱/۷۵۷۸	۰/۰۱۵۱	۰/۶۶۴۲	۰/۹۹	۲/۱۳۴۷	مدل ۱
داده های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۲۱	۱/۷۷۱	۰/۰۲۹	۴/۰۹۵	۰/۰۰۰	۲/۱۴۷	مدل ۲
داده های تابلویی با اثرات تصادفی	۰/۰۲۹	۱/۷۰۹	۰/۲۲۸	۲/۹۴۹	۰/۸۱	۱/۹۰۷	مدل ۳
داده های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۱۶	۱/۲۳۸	۰/۰۰۰	۳۱/۳۱۸	۰/۲۴	۲/۱۶۲	مدل ۴
داده های تابلویی با اثرات تصادفی	۰/۰۱۳	۱/۶۷۵	۰/۲۴۱	۲/۸۴۴	۰/۲۴	۱/۸۹۱	مدل ۵
داده های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۱۳	۰/۷۱۸	۰/۰۴۹	۰/۸۰۶	۰/۳۳	۲/۱۶۱	مدل ۶

بر اساس روش‌های حاصل از جدول ۱، هر کدام از مدل‌ها در نرم‌افزار Eviews اجرا و نتایج زیر بدست آمد (جدول شماره ۲).

جدول ۲: نتایج حاصل از اجرای مدل برای فرضیه‌های پژوهش

متغیر	C	ACFO	SDRET	LNTV	LNCLP	LNTR	LNMV	F
مدل ۱	۰/۱۵۲۹ (۰/۰۰۰)	۰/۰۹۳۹۹ (۰/۰۴۵۶)						8/78 (۰/۰۰۴۷)
مدل ۲	۰/۱۵۴ (۰/۰۰۰)	۰/۰۹۱ (۰/۶۶۴)	-۰/۰۰۰۲ (۰/۲۳۷)					5/79 (۰/۰۴۵)
مدل ۳	۰/۴۴۵ (۰/۰۰۰)	-۰/۰۴۱ (۰/۳۱۹)		-۰/۰۱۶ (۰/۰۰۰)				11/97 (۰/۰۰۰)
مدل ۴	۰/۸۵۴ (۰/۰۰۰)	-۰/۰۱۷ (۰/۷۱۳)			-۰/۰۸۵ (۰/۰۰۰)			1/53 (۰/۰۰۳)
مدل ۵	۰/۲۶۶ (۰/۰۰۰)	-۰/۰۶۷ (۰/۱۰۹)				-۰/۰۱۱ (۰/۰۰۶)		5/68 (۰/۰۰۳)
مدل ۶	۰/۵۲۸ (۰/۰۰۰)	-۰/۰۸۸ (۰/۰۶۵)					-۰/۰۲۹ (۰/۰۰۷)	3/87 (۰/۰۱۲)

• اعداد خارج از پرانتز مقدار ضریب و اعداد داخل پرانتز ضریب معناداری است.

در مورد فرضیه اول، مقدار عددی سطح معنیداری (p-value) و جوه نقدی عملیاتی غیرعادی (ACFO) برابر با ۰/۰۴۵ میباشد که کمتر از ۵٪ است. میتوان نتیجه گرفت، فرضیه اول مبنی بر تاثیر وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی نقدشوندگی سهام، تایید شده است و این تاثیر منفی میباشد. در ادامه به بررسی ۵ فرضیه بعدی مربوط به تاثیر متغیرهای تعدیلگر پرداخته می‌شود. برای بررسی میزان تاثیر گذاری و اثر متغیرهای تعدیل گر، آزمون t به کار برده می‌شود. مقدار محاسبه شده آماره آزمون با استفاده از رابطه ۴ به دست می‌آید و در مورد تاثیر متغیر تعدیل گر تصمیم گیری می‌شود. در

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

سطح معنی داری ۰/۰۵ اگر مقدار  $t$  به دست آمده بیشتر از ۲ یا کمتر از ۲- باشد، می توان نتیجه گرفت که میزان تاثیر این متغیر بر رابطه بین متغیر مستقل و وابسته قابل ملاحظه بوده و آن را تعدیل کرده است، ولی اگر مقدار آن بین ۲ و ۲- باشد، تاثیر متغیر مربوطه ناچیز بوده و می توان اثر تعدیل گر بودن آن را نادیده گرفت. روش محاسبه  $t$  با استفاده از رابطه ۴ می باشد (پالانی و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸):

$$t = \frac{\alpha_1 - \beta_1}{(SD_1 - SD_2)/2} \quad \text{رابطه ۴}$$

که در این رابطه ۱ و ۱ به ترتیب نشانگر ضریب تاثیر متغیرهای مستقل قبل و بعد از اعمال متغیر تعدیلگر می باشد.  $SD_1$  و  $SD_2$  نیز به ترتیب معرف انحراف استاندارد آماره قبل و بعد از اعمال متغیر تعدیلگر میباشد. حال، نتایج آزمون هر یک از مدل های ارائه شده برای فرضیه ۲ تا ۶ در ادامه توضیح داده می شود.

در مورد فرضیه دوم، مقدار  $t$  محاسبه شده برابر ۰/۰۱ و کوچکتر از ۲ است. بنابراین میتوان نتیجه گرفت که فرضیه دوم رد می شود. یعنی انحراف معیار بازده روزانه سهام، رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام را تحت تاثیر قرار نمیدهد. در مورد فرضیه سوم، مقدار  $t$  محاسبه شده برابر ۰/۲۸ و کوچکتر از ۲ است. میتوان نتیجه گرفت که فرضیه سوم رد می شود. یعنی متوسط حجم معاملات روزانه سهام، رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام را تحت تاثیر قرار نمیدهد.

با توجه به مقدار  $t$  محاسبه شده برای فرضیه چهارم که برابر ۰/۴ و کوچکتر از ۲ است؛ میتوان نتیجه گرفت که فرضیه چهارم رد می شود؛ یعنی متوسط آخرین قیمت معامله سهام، رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام را تحت تاثیر قرار نمیدهد. در مورد فرضیه پنجم، مقدار  $t$  محاسبه شده برابر ۰/۱۴ و کوچکتر از ۲ است و میتوان نتیجه گرفت که فرضیه پنجم رد می شود. یعنی متوسط تعداد معاملات روزانه سهام، رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام را تحت

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

تاثیر قرار نمی‌دهد. با توجه به مقدار t محاسبه شده برای فرضیه ششم که برابر ۰/۰۳ و کوچکتر از ۲ است؛ میتوان نتیجه گرفت که فرضیه ششم رد می‌شود . یعنی ارزش بازار شرکت در پایان دوره، رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام را تحت تاثیر قرار نمیدهد .

### بحث و نتیجه گیری

در این بخش سعی شده است تا توضیح مختصری از نتایج پژوهش حاضر ارائه و نتایج بهدست آمده با یافته‌های سایر پژوهشهای مرتبط با موضوع پژوهش فعلی مورد مقایسه و بحث قرار گیرد. در فرضیه اول به منظور بررسی تاثیر وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی، سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی تاثیر منفی و معناداری بر نقدشوندگی سهام شرکتها دارد که این نتایج با نتایج به دست آمده در پژوهش اشوگلو و همکارانش سازگار است (اشوگلو و همکاران، ۲۰۱۱). در این معنا افزایش فعالیت‌های مرتبط با مدیریت سود مدیران می‌تواند نقدشوندگی سهام شرکت را کاهش دهد. این امر به لحاظ اصول بازاریابی برای سهام شرکت در بازار اثر منفی دارد و انجام آن فقط در صورتی به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود که نقدشوندگی سهام برای آنها مهم نباشد. علاوه بر این به سهامداران توصیه می‌شود هنگام بررسی خرید یا عدم خرید سهام اگر معیار نقدشوندگی برای آنها اهمیت دارد، ابتدا فعالیت‌های مرتبط با مدیریت سود مدیران از طریق وجوه نقد عملیاتی غیرعادی را بررسی و در صورت پایین بودن مقدار آن، وزن سهام شرکت مذکور را در سبد سرمایه‌گذاری خود افزایش دهند. در فرضیه دوم به بررسی میزان تاثیر انحراف معیار بازده روزانه سهام بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج، حاکی از معنیدار نبودن تاثیر این متغیر تعدیلگر بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام میباشد. برای این فرضیه نیز نتایج به دست آمده با نتایج پژوهش اشوگلو و همکارانش و چانگ و همکاران سازگار نمیشد (اشوگلو و همکاران، ۲۰۱۱؛ چانگ و همکاران، ۲۰۰۹). زیرا در پژوهشهای صورت گرفته این متغیر به‌عنوان متغیر کنترل در مدل رگرسیون چندمتغیره همزمان با سایر متغیرهای کنترل آورده شده است. اما در این پژوهش، تاثیر تک تک و جداگانه متغیرها بر رابطه مدیریت سود و نقدشوندگی سهام بررسی شده است. همچنین با توجه به این موضوع که

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

شرایط بازار بورس ایران از نظر وسعت معاملات و شرکت‌های عضو آن با سایر بازارهای بورس در کشورهای دیگر متفاوت است، امکان یافتن نتایج متفاوت با پژوهش‌های قبل دور از انتظار نبوده است. فرضیه سوم نیز به منظور ارزیابی میزان تاثیر متوسط حجم معاملات روزانه سهام بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام تدوین شد. نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه فوق نشان داد که این متغیر (متوسط حجم معاملات روزانه سهام) رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام را تعدیل نمی‌کند. یعنی میزان اثرگذاری آن ناچیز بوده و میتوان نتیجه گرفت که فرضیه سوم رد می‌شود.

فرضیه چهارم نیز به منظور ارزیابی میزان تاثیر متوسط آخرین قیمت معامله سهام بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام تدوین شد. نتایج به دست آمده از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  محاسبه شده کمتر از ۲ بوده و در نتیجه میزان تاثیر این متغیر بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پایین بوده و در نتیجه این فرضیه نیز رد شده است.

فرضیه پنجم نیز به منظور ارزیابی میزان تاثیر متوسط تعداد معاملات روزانه سهام بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام تدوین شد. برای ارزیابی این فرضیه از روش اثرات تصادفی استفاده شد. نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه فوق نشان داد که با توجه به آماره  $t$  محاسبه شده، میزان اثرگذاری متوسط تعداد معاملات روزانه سهام ناچیز و قابل چشم‌پوشی است و میتوان نتیجه گرفت که فرضیه پنجم رد می‌شود.

فرضیه ششم نیز به منظور ارزیابی میزان تاثیر تایلورزش بازار شرکت‌بر رابطه وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی و نقدشوندگی سهام تدوین شد. نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه فوق نشان داد که محاسبه شده کمتر از ۱ است. یعنی میزان اثرگذاری آن نیز پایین می‌باشد و میتوان نتیجه گرفت که ششم فرضیه رد می‌شود.

### پیشنهادها

در این بخش بر اساس نتایج و یافته‌های پژوهش، دو دسته پیشنهاد مطرح می‌شود. نخست، پیشنهادهای کاربردی که امید می‌رود استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری و مالی به ویژه

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

سرمایه‌گذاران را در امر تصمیم‌گیری یاری نماید و دوم، پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی که می‌تواند راهنمایی برای پژوهش‌های بعدی درباره موضوع پژوهش باشد. به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌شود که با توجه به این موضوع شرکتها میتوانند از روش‌های مختلفی دست به مدیریت سود بزنند و همچنین تاثیر منفی مدیریت سود مبتنی بر وجوه نقدی عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام و پیامدهای منفی آن، به کیفیت سود گزارش شده توجه داشته باشند و مدیریت سود را از جنبه‌های مختلف در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ نمایند تا بدین وسیله ریسک عدم نقدشوندگی پورتفوی سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند. برای پژوهش‌های آتی نیز پیشنهاد می‌شود که پژوهش حاضر به تفکیک صنایع مختلف انجام و نتایج بدست آمده در صنایع مختلف بررسی و تجزیه و تحلیل شود. در این پژوهش برای ارزیابی نقدشوندگی تنها از معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شده است. بنابراین پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از سایر مدلها و متغیرها در تعریف و ارزیابی نقدشوندگی و مدیریت سود استفاده شود. در پژوهش حاضر، روابط مدیریت سود و نقدشوندگی سهام شرکتها برای ۶ سال بررسی شد. بنابراین پیشنهاد می‌شود تا این رابطه برای دوره - های زمانی کوتاهمدت دو سال و یا کمتر از یک سال بررسی شود.

### منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و سارنج، علیرضا. (۱۳۸۷). «انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره‌ی ۱۵.
- اعتمادی، حسین و رسائیان ، امیر. (۱۳۸۹). «رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام». مجله توسعه و سرمایه. شماره ۵.
- ایزدی نیا، ناصر و رسائیان ، امیر. (۱۳۸۹). «پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره ۶۰.



سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

- زارع استخریجی، مجید و بقایی، علی و راعی، علی. (۱۳۸۹). «بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع)، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت.
- مرادزاده فرد، مهدی و رضاپور، نرگس و فرزانی، حجت اله. (۱۳۸۹). «بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله پژوهشهای حسابداری مالی. شماره ۳.
- نوروش، ایرج و میرحسینی، سیدعلی. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه بین کیفیت افشا (قابلیت اتکا و به موقع بودن) و مدیریت سود». پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
- یحیی زاده فر، محمود و خرممدین، جواد. (۱۳۸۷). «نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران». بررسیهای حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵.
- Ascioğlu, Asli, Hegde, Shantaram P. Krishnan, Gopal V. McDermott, John B. (2011). Earnings management and market liquidity . *Rev Quant Finan Acc*. 10. 9.
- Caramanis, Constantinos, Lennox, Clive. (2008). "Audit effort and earnings management . *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 45.
- Chung, Huimin. Sheu, Her-Jiun, Wang, Juo-Lien. (2009). Do firms earnings management practices affect their equity liquidity? . *Finance Research Letters*. Vol. 6.
- Dechow, Patricia M., Skinner, Douglas J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators . *Accounting Horizons*. Vol. 14.
- Gupta, Manu. Mathur, Ike. Mishra, Suchi. (2009). Earnings management: consequences for bid-ask spread and market liquidity . *Southern Illinois University-Edwardsville Department of Economics & Finance*. Vol. 50.

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

- Jaggi,Bikki. Leung, Sidney. Gul,Ferdinand. (2009). Family control, board independence and earnings management: evidence based on Hong Kong firms .*Journal Account. Public Policy*. Vol.28.
- Lim,CheeYeow. Thong,Tiong Yang. Ding, David K. (2008). Firm diversification and earnings management: evidence from seasoned equity offerings . *Rev Quant Finan Acc*. Vol 30.
- Loughran T, Ritter J. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings . *J Finance*. Vol.52.
- Palani- RajanKadapakkam, P.C. Kumar, Leigh,. A. Riddick. (1998). The impact of cash flows and firms size on investement: The internatnaional evidence . *Journal of Banking and Finance*.Vol. 22.
- Rangan S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings . *J Financ Econ*.
- Richardson, Vernon J. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence . *Review of Quantitative Finance and Accounting*.Vol.15.
- Ryan, H. (1996). The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread *Journal of Financial and Strategic Decisions*.
- Teoh S, Welch I, Wong T J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings . *J Financ Econ*. Vol.50.
- Trueman, Brett, Titman, Sheridan, Newman, Paul. (1988). An explanation for accounting income smoothing; discussion . *Journal of Accounting Research: Supplement*.

سال اول ، شماره ۲	<b>فصلنامه راهبرد مدیریت مالی</b>	تاریخ دریافت ۹۲/۲/۲۴
پاییز ۱۳۹۲	دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی	تاریخ تصویب ۹۱/۵/۲۳

### The Examination Effect of Liquidity trading companies on Stock Liquidity of Companies Listed in Tehran Stock Exchange

Saeed Fathi<sup>22</sup>  
Abbas Hashemi<sup>23</sup>  
Zahra Firoozkoobi<sup>24</sup>  
Zahra Khastkhodaee<sup>25</sup>  
Alireza Ajam<sup>26</sup>

#### Abstract

Stock liquidity is one of the criteria that the investors consider in their portfolio decisions. The earning management is one of the other factors that influences stock liquidity. This could examine in terms of discretionary-related earning management and the real earning management. Therefore the main purpose of this study is to estimate earning management based on the Liquidity trading companies and also examine its effect on stock liquidity of companies listed in Tehran Stock Exchange. This study conducted through regression model based on panel data and then hypotheses tested through this. The results of data analysis and hypotheses test indicated that the Liquidity trading companies significantly influence stock liquidity negatively. Also effect of mediator factors on Liquidity trading companies and stock liquidity has been examined. These factors include standard deviation of daily stock returns, the average daily turnover of stocks, the average closing price of stocks traded, the average number of daily transactions of stocks, and market value of company. Also the results indicated that effects of these factors haven't been accepted.

**Keywords:** Earning Management; Liquidity of Trading Companies; Stock Liquidity  
**JEL:** G14, G32

22. Assistant Professor, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan ,  
Email : fathiresearch@yahoo.com

23. Assistant Professor, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan

24. MSC in Business Administration, University of Isfahan

25. MSC in Business Administration, University of Isfahan

5. BA in Business Administration, University of Isfahan

Recived: 2013/05/14

Accepted: 2013/08/14