

## بررسی تأثیر دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام

### شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

وحدت آقاجانی<sup>۱</sup>، رقیه افشاری<sup>۲</sup>، عیسی اسدی شیشه‌گران<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۷/۱۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۸/۱۸

#### چکیده

سقوط قیمت سهام، یک پدیده‌ی واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود. هدف از تحقیق حاضر بررسی تأثیر دست‌کاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور، از اطلاعات ۱۳۸ شرکت مورد پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته شده است. همچنین بررسی هر یک از فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره و از داده‌های پانلی استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق بیانگر این است که دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارد. با افزایش دستکاری جریان نقد عملیاتی، ابهام اطلاعاتی شرکت افزایش یافته و به نوعی اخبار بد پیرامون شرکت پنهان می‌باید که این امر سبب افزایش خطر سقوط قیمت سهام در آینده را افزایش می‌دهد.

**کلمات کلیدی:** دستکاری جریان نقد عملیاتی، خطر سقوط قیمت سهام

<sup>۱</sup> دکتری حسابداری، واحد اردبیل، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران، اردبیل

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، موسسه آموزش عالی شمیم دانش نوین، ایران، اردبیل

<sup>۳</sup> دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی شمیم دانش نوین، ایران اردبیل



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

۱. مقدمه

یکی از بارزترین تعارض‌های موجود در روابط نمایندگی، تعارض بین مدیران و سهامداران شرکت است. طیف وسیعی از انگیزه‌ها نظیر قراردادهای پاداش و مسائل مربوط به دوره تصدی وجود دارد که مدیران را تشویق می‌کند تا از افشای اطلاعات منفی خودداری کرده و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت نمایند چنانچه مدیران برای یک دوره طولانی اقدام به نگهداری و انباشت اخبار بد در داخل شرکت کنند، بین قیمت ذاتی سهام شرکت و ارزش تعیین شده برای آن توسط سرمایه‌گذاران، یک شکاف بزرگ (حباب قیمتی سهام) ایجاد می‌شود. هنگامی که توده اخبار منفی انباشت شده به نقطه انفجار می‌رسد، به یکباره وارد بازار شده و به ترکیدن حباب‌های قیمتی و نهایتاً سقوط قیمت سهام می‌انجامد (احمدپور و همکاران ۱۳۹۳).

مدیران واحدهای اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوب در خصوص شرکت متمایل هستند؛ سعی در پنهان نمودن اخبار بد نیز دارند. این انگیزه‌های متفاوت افشاجاری از عوامل گوناگونی ریشه می‌گیرد، مثل قراردادهای پرداخت پاداش و نگرانی‌های شغلی. اگر مدیران قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت زمان طولانی باشند، به نظر می‌رسد که اطلاعات منفی درون یک شرکت ذخیره خواهد شد. باین وجود، یک محدودیت برای مدیران از لحاظ میزان اخبار بدی که می‌توانند جذب کنند و به‌طور موفقیت‌آمیزی پنهان کنند وجود دارد. این محدودیت به این دلیل است که اگر در یک زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع‌آوری شده به یک آستانه و یا حد مشخص و ویژه‌ای رسید، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آن‌ها یا بسیار پرهزینه بوده و یا به‌طور کلی غیرممکن خواهد شد. زمانی که جمع‌آوری اخبار بد به آخرین نقطه (نقطه سرازیری) رسید، همه آن‌ها به‌طور ناگهانی انتشار یافته و موجب بازده‌های منفی بالا، برای سهامی می‌شود که بازار با آن‌ها سازگاری یافته است و این همان پدیده سقوط قیمت سهام است که همواره چالش بزرگ سهام‌داران و مدیران می‌باشد (فروغی و میرزایی ۱۳۹۱).

از نگاهی دیگر به مسئله تحقیق حاضر باید گفت که جریان نقدی عملیاتی یک منبع اطلاعاتی مهم در ارزیابی شرکت است زمانی که جریان نقدی عملیاتی به عنوان یک منبع مالی مستقل حاوی اطلاعات مفید باشد، به انتشار اطلاعات برای بازار کمک می‌کند و افشای هرچه بهتر اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی عملیاتی باعث ارزیابی بهتر شرکت

توسط سرمایه‌گذاران و بستانکاران به‌عنوان دو گروه اصلی استفاده‌کننده از صورت‌های مالی می‌شود (فخاری و همکاران ۱۳۹۶).

مدیران توان انجام عملیاتی را دارند که می‌تواند آن‌ها را در مدیریت جریان وجه نقد عملیاتی درگیر کند. جریان وجه نقد عملیاتی، وجوهی است که از فعالیت‌های عملیاتی تکراری کسب‌وکار حاصل می‌شود. مدیریت جریان وجه نقد را به توانایی مدیران در انتخاب فعالیت‌هایی به‌منظور تغییر در گزارشگری مالی به‌منظور گمراه کردن استفاده‌کنندگان خارجی با ایجاد نتایج مثبت به‌منظور دستیابی به قراردادهای پاداش تعریف می‌کنند. بسیاری از مسائل نمایندگی عدم تقارن اطلاعاتی منجر خواهد شد که تداوم عدم تقارن اطلاعات ضریب احتمال وقوع خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد (فرانسس و همکاران<sup>۴</sup> ۲۰۱۶).

در تبیین چرایی مسئله تحقیق، تئوری‌های مختلفی در ادبیات حسابداری و مالی مطرح شده است. از بین این عوامل، جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی (دست‌کاری شده) که ممکن است، حاکی از مدیریت سود از طریق اقلام واقعی باشد، از جمله عواملی است که با تئوری‌های نمایندگی قابل توضیح است. مدیریت جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی، ناشی از آن دسته فعالیت‌های واقعی است که در محاسبه جریان‌های نقدی عملیاتی عادی منظور شده است، اما ناشی از فعالیت‌های عملیاتی نیست که ما از آن به‌عنوان جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی یاد می‌کنیم برای مثال، سود حاصل از فروش دارایی‌های ثابت، می‌تواند به سود غیرعملیاتی منجر شود که در محاسبات مربوط به جریان‌های نقدی عملیاتی منظور شده است. از آنجاکه انتظار داریم جریان‌های نقدی عملیاتی، ناشی از تغییرات فروش باشد، وجود این اقلام در جریان‌های عملیاتی می‌تواند به جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی منجر شود که این امر موجب احتکار اخبار بد شده که احتمال سقوط قیمت سهام را در مرور زمان افزایش می‌دهد. (فرانسس و همکاران<sup>۵</sup> ۲۰۱۶).

سقوط قیمت سهام و دیدگاه‌های مختلف موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام طی سال‌های اخیر و به‌ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از مطالعات را به خود جلب کرده است. این تغییرات عمدتاً به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ

<sup>4</sup> Francis, B

<sup>5</sup> Francis, B

می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش بیشتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است (فروغی و میرزایی ۱۳۹۱).

موضوع سقوط قیمت سهام به قدری با اهمیت است که حتی سال‌ها پس از سقوط قیمت جلسات و سمینارهایی تشکیل می‌شود تا به بررسی علل و عوامل وقوع سقوط آتی قیمت سهام نقد و بررسی شود. با توجه به موارد ذکر شده و اهمیت موضوع تحقیق در این تحقیق درصددان می‌باشیم که به بررسی تأثیر دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازیم انجام چنین تحقیقی که نتایج حاصل در اختیار بورس اوراق بهادار، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در امر سرمایه‌گذاری و تجزیه و تحلیل بهتر عملکرد شرکت‌ها کمک کند قاعدتاً ضروری به نظر می‌رسد. حال در این تحقیق درصدد پاسخگویی به این سؤال اساسی می‌باشیم که دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تأثیری دارد؟

## ۲. مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

### ۲.۱. جریان نقد عملیاتی

جریان‌های نقد آزاد یک اصطلاح جدید برای همان جریان‌های نقد است و به‌عنوان ابزار اساسی جهت ارزیابی واقعی سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین برای اعتباردهندگان معیاری برای ارزیابی توان بازپرداخت بدهی می‌باشد. تحلیلگران بر اینکه جریان‌های نقد آزاد معیار خوبی برای ارزیابی قدرت سودآوری گذشته، حال و آینده شرکت‌هاست، اتفاق نظر دارند؛ اما در تجزیه و تحلیل موضوعات، جریان‌های نقد آزاد را به‌طور متفاوت تعریف می‌نمایند. جریان نقدی حاصل از عملیات پس از کسر مالیات بدون احتساب بدهی‌ها و هزینه‌های بهره شرکت است؛ بنابراین جریان نقد آزاد، وجوه نقدی است که بعد از پوشش دادن نیازهای سرمایه‌گذاری و سرمایه در گردش و با فرض نبود بدهی، در دسترس شرکت قرار می‌گیرد. در شرکت‌های بدون بدهی یا فاقد اهرم مالی، جریان نقد آزاد، همان جریان نقدی حقوق صاحبان سهام است. جریان نقد آزاد برای صاحبان سرمایه نشانگر وجوه نقد در دسترس پس از کسر هزینه‌ها و بدهی‌های بازپرداخت شده است که در شرکت باقی می‌ماند و می‌تواند در اختیار صاحبان سرمایه قرار گیرد. در تعریفی دیگر، جریان نقد آزاد

از جمله معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری و معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. در صورت جریان وجوه نقد معمولاً وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بیانگر توانایی شرکت برای ایجاد جریان‌های نقدی است. با این وجود بسیاری از تحلیلگران مالی معتقدند وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی وجوهی هستند که نه تنها باید در دارایی‌های ثابت جدیدی سرمایه‌گذاری شده تا شرکت بتواند سطح جاری فعالیت‌های عملیاتی خود را حفظ نماید، بلکه بخشی از این وجوه نیز باید به منظور رضایت سهامداران تحت عنوان سود سهام و یا بازخرید آن بین آن‌ها توزیع گردد. لذا وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به تنهایی نمی‌تواند به عنوان توانایی واحد تجاری برای ایجاد جریان‌های نقدی تلقی گردد. از این رو لازم است به منظور ارزیابی واحد تجاری در کنار وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، جریان‌های آزاد آن نیز محاسبه و مورد ارزیابی قرار گیرد. (خداحرمی و حامدی ۱۳۹۷).

جریان نقد آزاد معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها است و وجه نقدی را نشان می‌دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی‌ها، در اختیار دارد. جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جستجو کند که ارزش سهامدار را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نمی‌باشد. اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی یک واحد تجاری برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در فراهم کردن مبنایی به منظور ارزیابی توان آن واحد در ایجاد وجوه نقد و نیازهای آن واحد در به‌کارگیری این وجوه سودمند است. همچنین تصمیمات اقتصادی که توسط استفاده‌کنندگان اتخاذ می‌شود مستلزم ارزیابی توانایی واحد تجاری در ایجاد وجوه نقد، زمان‌بندی و اطمینان از آن است. بسیاری از تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران معتقدند در هنگام بررسی سلامت مالی و اندازه‌ای شرکت، معیارهای جریان نقدی، از جمله جریان‌های نقد آزاد بسیار مفید است. جریان نقد آزاد از این دیدگاه دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد فرصت‌هایی را جست‌وجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه

نقد توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. (خدارحمی و حامدی ۱۳۹۷)

نظریه جریان نقد که توسط جنسن<sup>۶</sup> (۱۹۸۶) مطرح گردید، بیان می‌دارد که وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. در این حالت، آن‌ها به موافقت سهامداران نیاز ندارند و برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌ها برحسب اختیار خود آزاد هستند. مدیران مایل به پرداخت وجه نقد (مثل سود سهام) نبوده، دارای انگیزه برای سرمایه‌گذاری هستند؛ حتی زمانی که هیچ سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت موجود نباشد. جریان نقد آزاد جریان نقدی است، مازاد بر آنچه برای تأمین مالی تمامی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت که با نرخ هزینه سرمایه مربوطه تنزیل می‌شود، باقی می‌ماند. تضاد منافع بین سهامداران و مدیران در خصوص سیاست‌های پرداخت سود سهام، مخصوصاً زمانی که سازمان‌ها جریان‌های نقد آزاد قابل‌توجهی دارند، بیشتر است. مسئله اینجاست که چگونه می‌توان مدیران را به‌جای سرمایه‌گذاری یا اسراف در مصرف جریان نقد آزاد، مجبور به پرداخت سود سهام کرد. پرداخت به سهامداران از قدرت مدیران می‌کاهد و از سوی دیگر، ممکن است در صورت نیاز به تأمین سرمایه توسط بازارهای سرمایه، تحت کنترل و نظارت قرار گیرند، درحالی‌که تأمین مالی داخلی مدیران را قادر می‌سازد از این نظارت شانه خالی کنند. همچنین، اگر مدیران جریان‌های نقدی آزاد را به‌جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم بازده توزیع نمایند، سبب می‌شود در مورد چگونگی استفاده از جریان‌های نقدی آتی هم تصمیم‌گیری نمایند، چراکه اگر در آینده سود پرداخت نکنند، قیمت سهام آن‌ها به‌شدت کاهش خواهد یافت. بر اساس این نظریه، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده، بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. به همین دلیل، با وجه نقد شرکت فعالیت می‌کنند تا از این طریق مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند؛ هرچند مدیران ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهامداران داشته باشد (فریرا و ویلا<sup>۷</sup> ۲۰۰۴).

<sup>۶</sup> Jensen

<sup>۷</sup> Ferreira, M; A. Vilela, A. S

## ۲.۲. تأثیر دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام

جنسن (۱۹۸۶) معتقد است مشکل بودن انجام نظارت توسط سهامداران بر رفتار فرصت طلبانه مدیران، این امکان را به مدیران می‌دهد که وجه نقدی را که در درون شرکت ایجاد شده، به نفع خودشان و نه در جهت حداکثر سازی ارزش شرکت، خرج کنند. در واقع طبق نظر جنسن، حجم بالای جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می‌تواند سبب تشدید تضاد و ناهم‌سویی منافع مدیران و سهامداران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران گردد. جنسن به منظور جلوگیری از این تمایل مدیریت و کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیریت، بر اهمیت سیستم‌های کنترلی شرکت، تأکید می‌کند (لی<sup>۸</sup> ۲۰۱۲).

در مطالعات انجام شده دربارهٔ جریان وجوه نقد، بیشتر نویسندگان معتقدند جریان وجوه نقد عملیاتی در مقایسه با سود خالص، کمتر قابل دستکاری و یا مدیریت است؛ زیرا جریان وجوه نقد منعکس‌کنندهٔ جریان واقعی دریافت و پرداخت وجه نقد از سوی واحد تجاری است. از این رو، جریان وجوه نقد قابل‌اتکاتر از سود خالص است؛ اما مطالعات اخیر نشان می‌دهد مدیران می‌توانند جریان وجوه نقد عملیاتی را همانند سود، مدیریت کنند (فخاری و همکاران ۱۳۹۶).

ریسک ریزش قیمت سهام در بازار یکی از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران است و تحقیق در این زمینه می‌تواند برای بازار سرمایه حائز اهمیت باشد. افزایش پدیده ریزش قیمت سهام، سبب بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود که این مسئله در نهایت می‌تواند سبب خارج ساختن منبع سرمایه‌گذاران توسط آن‌ها از بورس اوراق بهادار شود؛ بنابراین دانستن علل وجود این پدیده، راه‌کارهایی که از بروز این پدیده در بازارهای سرمایه جلوگیری به عمل می‌آورد و نیز مدل‌هایی که بتواند این پدیده را پیش‌بینی کند از اهمیت بسزایی برای اداره‌کنندگان بازار سرمایه که همواره در پی رونق این بازار از طریق جذب سرمایه‌های راکد است، برخوردار است. لذا با توجه به مطالب ذکر شده، هدف این تحقیق بررسی نقش برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است (ودیدی و رستمی ۱۳۹۳).

در تکمیل مطالب بالا لازم به ذکر است که حسینی و کاشفی (۱۴۰۰) در تحقیقی به

<sup>8</sup> Lee, L



بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بررسی تأثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که توانایی مدیریتی اثر مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد به طوری که اگر توانایی مدیریتی یک واحد افزایش یابد کارایی سرمایه‌گذاری ۰/۵ واحد افزایش می‌یابد؛ ریسک سقوط قیمت سهام معیار اول سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری اثر منفی بر خطر سقوط سهام دارد به طوری که اگر ریسک سقوط قیمت سهام معیار اول سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری یک واحد افزایش یابد خطر سقوط سهام به ترتیب ۰/۸ و ۱۰۵۴ واحد کاهش می‌یابد؛ ریسک سقوط قیمت سهام معیار دوم سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری اثر منفی معنادار بر خطر سقوط سهام دارد به طوری که اگر ریسک سقوط قیمت سهام معیار دوم سال قبل و کارایی سرمایه‌گذاری یک واحد افزایش یابد خطر سقوط سهام به ترتیب ۰/۷ و ۱۰۸۱ واحد کاهش می‌یابد. آزادی و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی اثر خوانائی صورت‌های مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و رفتار سهامداران نتایج نشان دادند که بین خوانائی گزارش‌های مالی با ریسک سقوط قیمت سهام و همچنین رفتار سهامداران، ارتباط معناداری وجود دارد؛ اما نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که خوانایی تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین ریسک نوسان قیمت سهام و رفتار سهامداران ندارد. کاشی (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد؛ اما مالکیت متمرکز و مالکیت نهادی بر رابطه قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد. قصونی و همکاران در سال (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان همبستگی میان مدیریت سود و میزان اجتناب از مالیات با ریسک سقوط قیمت سهام با لحاظ کردن نقش قدرت مدیرعامل انجام دادند. یافته‌ها نشان داد که قدرت مدیرعامل اثر معناداری بر همبستگی میان مدیریت سود و ریسک سقوط قیمت سهام ندارد، در حالی که قدرت مدیرعامل کمپانی بر رابطه‌ی اجتناب از مالیات و ریسک سقوط قیمت سهام اثر معناداری دارد. تقی‌زاده خانقاه و طالب‌نیا (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان تأثیر سررسید بدهی در خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم

تقارن اطلاعاتی انجام دادند. نتایج نشان داد تأثیر منفی بدهی‌های کوتاه‌مدت در خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی زیاد، بیشتر است. به‌طور کلی، یافته‌ها نشان داد بدهی‌های کوتاه‌مدت نه تنها از منافع سهامداران محافظت می‌کند، ارزش سهامداران را نیز حفظ می‌کند. ژانگ و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های هنگ‌کنگ پرداختند نتایج نشان داد که هر چه مقدار دست‌کاری جریان نقد عملیاتی بیشتر باشد موجب افزایش خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد. بدین معنا که بین دست‌کاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد. هیون هونگ و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر شفافیت جریان نقد و خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های منتخب بین‌المللی پرداختند. به این نتیجه رسیدند که شفافیت جریان نقدی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و نتیجتاً سبب کاهش احتمال خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد. وینگ هیم و لتو<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۸) تحقیقی با عنوان ساختار مالکیت، ساختار هیئت‌مدیره و خطر سقوط قیمت سهام: شواهد از چین انجام دادند نتایج حاصل از یافته‌های تحقیق نشان داد که ساختار مالکیت قوی و کیفیت حسابرسی بالاتر با ریسک سقوط قیمت سهام پایین‌تر ارتباط دارد و از زمان استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی IFRS و اصلاحات سهم تقسیم‌شده قبل از آنها، این ارتباط قوی‌تر است. نتایج بین دو روش مختلف اندازه‌گیری ریسک سقوط و همچنین تست‌های درون‌زایی قوی، سازگار هستند. ما همچنین دریافتیم که ساختار هیئت‌مدیره به‌طور قابل‌توجهی با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه ندارد. چنگ و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر نوآوری شرکت بر رابطه بین رویه جسورانه مالیاتی و خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی پرداختند نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد که بین اجتناب مالیاتی و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد ولیکن نوآوری شرکت بر رابطه فوق تأثیر معکوس دارد. دافور<sup>۱۲</sup> و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی را تحت عنوان بررسی رابطه بین سرعت تعدیل با جریان وجه نقد را در بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۶ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که برای شرکت‌های بیش‌اهرمی، سرعت تعدیل در شرکت‌های با جریان وجه نقد مثبت

<sup>9</sup> Zhang E

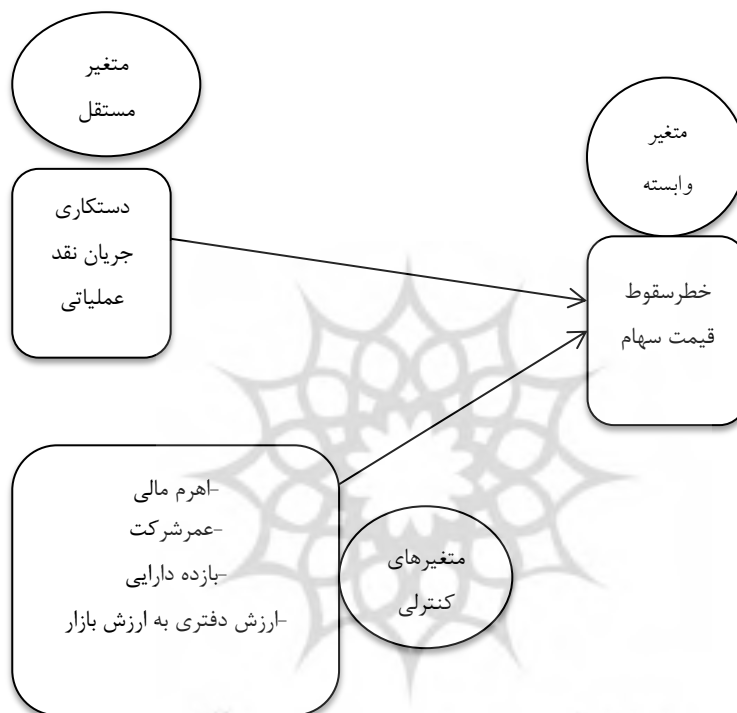
<sup>10</sup> HYUN A. HONG

<sup>11</sup> Wing Him Yeung, Camillo Lento

<sup>12</sup> Dufour

بیشتر از سرعت تعدیل در شرکت‌های با جریان وجه نقد منفی است. بنابراین با توجه به مدل مفهومی، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر قابل بیان است:

H<sub>1</sub>: دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.



مدل مفهومی پژوهش به صورت زیر قابل بیان است:

ژانگ و همکاران (۲۰۲۰)

### ۳. روش پژوهش

#### ۳-۱. جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

زمانی که مطالعه مبتنی بر داده‌های مالی و حسابداری می‌باشد منبع اصلی اطلاعات صورت‌های مالی است که در این تحقیق جامعه آماری شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ به مدت ۹ سال است. در این تحقیق از روش غربالگری استفاده خواهد شد. ایده‌ی اساسی نمونه‌گیری سیستماتیک انتخاب منظم تعدادی از نمونه موجود با احتساب شرایط و معیارهای از پیش

تعیین شده از بین کل جامعه می‌باشد؛ که شرکت‌های نمونه این تحقیق با شرایط زیر انتخاب می‌گردند:

از ابتدای سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.  
پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفندماه باشد.  
شرکت‌ها در دوره موردنظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.  
صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌ها در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ به‌گونه‌ای کامل در سایت بورس اوراق بهادار موجود باشد.  
شرکت‌ها جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و واسطه‌گری مالی نظیر بانک‌ها نباشد.

### ۲-۳. روش گردآوری اطلاعات

برای گردآوری اطلاعات نظری و پیشینه تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است و در این راستا از نشریات و کتب، مقاله‌ها، کتاب‌ها و پایان‌نامه‌های مرتبط با موضوع پژوهش و همچنین پایگاه‌های اطلاعاتی در دسترس استفاده می‌شود. همچنین، داده‌های موردنیاز برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌های تحقیق به صورت میدانی، از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش هیئت‌مدیره به مجمع عمومی عادی شرکت‌ها استخراج می‌شود. به این منظور، بخش عمده‌ای از اطلاعات از طریق پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان فرا بورس و بورس اوراق بهادار تهران و سامانه اطلاع‌رسانی ناشران کدال و سایر اطلاعات نیز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج می‌شود.

### ۳-۳. روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

روش اتخاذ شده در این تحقیق برای برآورد و آزمون فرضیه‌ها، رگرسیون چند متغیره می‌باشد و همچنین برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق حاضر از آمار توصیفی (شامل میانگین، انحراف معیار) و آمار استنباطی (رگرسیون خطی چند متغیره) استفاده شده است. جهت آزمون فرضیه‌ها از آزمون‌های همچون مانایی، همسانی واریانس و... و همچنین برای آزمون فرضیات ابتدا با استفاده از آزمون  $f$  لیمر درستی ادغام داده‌ها مورد بررسی و سپس با استفاده از آزمون هاسمن نوع روش آزمون (اثرات ثابت یا تصادفی) تعیین و از آماره  $t$  برای بررسی معنی‌دار فرضیه متغیرهای مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ محاسبه می‌شوند. لازم به ذکر است که داده‌های مورد استفاده برای

بررسی تأثیر دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت ....

متغیرهای این تحقیق با نرم افزار Excel نسخه ۲۰۱۰ محاسبه و پردازش شده و سپس تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه های تحقیق، به همراه نتایج آن نیز با توجه به خروجی های به دست آمده از نرم افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

۴. یافته های پژوهش

۴-۱. توصیف آماری متغیرها

جدول ۱. شاخص های توصیفی متغیرها

کشدگی	چولگی	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	
۵۰۴۲	۰۰۴۶	۱۰۵۲	۴۰۰۴-	۶۰۵۶	۰۰۴۱	۰۰۷۷	خطر سقوط قیمت سهام
۱۵۰۰۳	۱۰۰۵۹	۱۰۱۶	۰۰۵۱-	۰۰۴۹	۰۰۰۱-	۰۰۰۳	دستکاری جریان نقد عملیاتی
۴۰۰۸	۱۰۰۲-	۰۰۴۵	۰۰۳	۳۰۱۹	۲۰۱۵	۲۰۰۵	عمر شرکت
۲۵۰۹۸	۳۰۶۵	۱۰۸۸	۱۰۴۲-	۲۳۰۹۸	۰۰۵۸	۱۰۱۸	ارزش دفتری به بازار
۲۰۸۷	۰۰۱۸-	۰۰۲	۰۰۰۱	۱۰۰۷	۰۰۵۶	۰۰۵۶	اهرم مالی
۱۶۰۳۴	۳۰۷۵	۲۰۶۵	۱۰۷۲-	۱۴۰۹۸	۰۰۱۶	۰۰۹۷	بازده دارایی

۴-۲. بررسی آزمون فرضیه تحقیق

فرضیه اصلی: دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

$H_0$  = بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

$H_1$  = بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

مدل: معادله رگرسیون مورد تخمین در این تحقیق به صورت زیر می باشد:

$$NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 B/P_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۲. نتایج تخمین فرضیه اصلی تحقیق

متغیر وابسته: خطر سقوط قیمت سهام						
روش تخمین: اثرات تصادفی						
متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح	عامل تورم	نتیجه

	واریانس	معناداری		ضریب		
عرض از مبدأ	-	۰	۵,۱۶۴۲۹۵	۰,۲۶۹۶۸	۱,۳۹۲۷۰۶	
دستکاری جریان نقد عملیاتی	معنی دار	۱,۰۰۹۱۸۶۵	۲,۸۹۸۵۳۹	۰,۱۱۳۶۹۶	۰,۳۲۹۵۵۲	
عمر شرکت	معنی دار	۱,۰۰۲۸۵۵	۳,۰۰۵۴۱۳۶-	۰,۱۰۷۹۴۴	۰,۳۲۹۶۷۶-	
ارزش دفتری به بازار	بی معنی	۱,۰۰۷۰۰۹۴	۰,۷۱۱۵۱۶	۰,۰۲۲۹۸۸	۰,۰۱۶۳۵۶	
اهرم مالی	بی معنی	۱,۰۰۵۶۴۰۶	۰,۱۸۴۷۵۵	۰,۲۵۲۶۲۱	۰,۰۴۶۶۷۳	
بازده دارایی	بی معنی	۱,۰۱۰۲۲۳۱	۰,۳۰۹۵۶۷	۰,۰۱۹۰۲۶	۰,۰۰۵۸۹	
ضریب تعیین تعدیل شده				ضریب تعیین		
۰/۳۸				۰/۴۱		
۱/۸۵				دوربین واتسون		
۰,۰۰				سطح معناداری		

#### یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره  $F$  از ۵ درصد کوچک تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه  $H_1$  آزمون  $F$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۴۱ درصد متغیر خطر سقوط قیمت سهام توسط متغیرهای توضیحی تبیین می گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۳۸ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۸۵ بین بازه قابل قبول (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می شود. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد. با توجه به جدول فوق نتایج حاصل از این آزمون نشان می دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر دستکاری جریان نقد عملیاتی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچک تر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با خطر سقوط قیمت سهام است لذا فرضیه اصلی تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود. پس فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد

پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب مثبت متغیر دستکاری جریان نقد عملیاتی (۰,۳۲۹۵۵۲) این رابطه به صورت مستقیم می‌باشد؛ یعنی با افزایش دستکاری جریان نقد عملیاتی، خطر سقوط قیمت سهام نیز افزایش پیدا می‌کند.

همچنین متغیرهای کنترلی عمر شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با خطر سقوط قیمت سهام دارد؛ اما اهرم مالی، ارزش دفتری به بازار و بازده دارایی با توجه به سطح معناداری بزرگ‌تر از ۵ درصد رابطه معناداری با خطر سقوط قیمت سهام ندارد.

#### ۵. نتیجه‌گیری، پیشنهادات

هدف از پژوهش حاضر بررسی تأثیر دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ریسک ریزش قیمت سهام در بازار یکی از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران است و پژوهش در این زمینه می‌تواند برای بازار سرمایه حائز اهمیت باشد. افزایش پدیده ریزش قیمت سهام، سبب بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود که این مسئله در نهایت می‌تواند سبب خارج ساختن منبع سرمایه‌گذاران توسط آن‌ها از بورس اوراق بهادار شود. با توجه به نتیجه فرضیه و مثبت بودن رابطه بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام می‌توان این رابطه را از طریق منظر دو تئوری حسابداری یعنی تئوری علامت‌دهی و تئوری نمایندگی مورد بررسی قرارداد، با توجه به تئوری علامت‌دهی مدیران شرکت‌ها که به اطلاعات دست‌اول دسترسی دارند؛ سعی می‌کنند از طریق ارقام مالی نشانه‌هایی از عملکرد آتی شرکت‌ها در اختیار استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار دهند. این علامت‌دهی می‌تواند از طریق رابطه بین نوسانات جریان نقد و دستکاری جریان نقدی صورت پذیرد. ما مدیران همواره انگیزه دارند تا اطاعات و اخبار منفی را از سرمایه‌گذاران پنهان کرده و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت کنند. نتیجه این عملیات منجر به این می‌شود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسیده و انگیزه افراد برون‌سازمانی برای سرمایه‌گذاری در واحد تجاری افزایش یابد. اگر مدیران قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت‌زمان طولانی باشند، به نظر می‌رسد که اطاعات منفی درون یک شرکت ذخیره خواهد شد. این محدودیت به این دلیل است که اگر در یک‌زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع‌آوری‌شده به یک آستانه و یا حد مشخص و

ویژه‌ای رسید، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آن‌ها یا بسیار پرهزینه بوده و یا به‌طور کلی غیرممکن خواهد شد همچنین بحث دستکاری جریان‌های نقد از آنجا آغاز شد که شرکت‌ها با آگاهی به افزایش توجه به جریان نقد حاصل از عملیات، در متورم کردن ارقام جریان نقد حاصل از عملیات سعی می‌کنند. همچنین تحقیقات قبلی نشان دادند مدیران برای مخفی کردن فعالیت غیر مطلوب و به‌روزرسانی ارزش شرکت به دستکاری اطلاعات حسابداری تمایل دارند در این بین، دستکاری جریان نقد هر دو هدف مذکور را می‌تواند پوشش دهد. اول اینکه، شرکت‌ها با دستکاری جریان نقد عملیاتی به اهداف سودآوری دست می‌یابند و دوم اینکه، عملکرد ضعیف شرکت را می‌پوشانند و موجب می‌شوند به نظر برسد شرکت، وجوه نقد کافی برای ایفای تعهدات دارد. در هر صورت، دستکاری جریان نقد عملیاتی، کیفیت اطلاعات گزارش‌شده را کاهش می‌دهد.

تحقیق حاضر استدلال می‌کند که دستکاری جریان نقد عملیاتی، سود عملکرد واقعی شرکت را مبهم می‌سازد، زیرا مدیران شرکت، سودها به دلیل انگیزه‌های فرصت‌طلبانه همچون دستیابی به پاداش و امنیت شغلی همواره دستکاری می‌کنند. تحت این دیدگاه، دستکاری جریان نقد عملیاتی، اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران را گزارش می‌کند و بنابراین شفافیت اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و به‌نوبه خود مدیران را قادر می‌سازد تا اخبار بد را برای یک دوره زمانی پایدار، پنهان کنند که این فرایند سبب سقوط قیمت سهام می‌گردد.

نتایج تحقیق حاضر با تحقیق ژانگ و همکاران (۲۰۲۰) که در تحقیقی به بررسی رابطه بین دستکاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های هنگ‌کنگ پرداخته بودند همسو می‌باشد در تحقیق آنان نیز نشان داده شد که دست‌کاری جریان نقد عملیاتی بیشتر باشد موجب افزایش خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد. بدین معنا که بین دست‌کاری جریان نقد عملیاتی و خطر سقوط قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد.

با توجه به نتایج تحقیق و تاثیر مستقیم و معناداری دستکاری جریان نقد عملیاتی بر خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به حساب‌برسان و تحلیلگران مالی توصیه می‌گردد، توجه بیشتری به کیفیت و صحت اطلاعات مندرج در صورت جریان وجوه نقد داشته باشند و در گزارش‌های خود انگیزه‌های مدیریت جریان نقد را در نظر گرفته، نسبت به شناساندن آن به سایر استفاده‌کنندگان اقدام کنند. به سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان نیز توصیه می‌گردد، توجه بیشتری به ارتباطات میان



اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی مختلف داشته باشند. تجزیه و تحلیل این ارتباطات به‌خصوص در استفاده از اطلاعات صورت جریان وجه نقد، کمک مؤثری در شناسایی مسائل و مشکلاتی که شرکت‌ها با آن روبه‌رو هستند، خواهد کرد. اگرچه بورس در ضوابط پذیرش به جریان نقد حاصل از عملیات توجه دارد، لیکن توصیه می‌شود در زمان بررسی شرکت‌ها، انگیزه‌های مدیریت جریان نقد حاصل از عملیات را مدنظر قرار دهد. همچنین توصیه می‌شود سهامداران و اعتباردهندگان، توجه لازم به ارتباط جریان‌های نقدی و خطر سقوط قیمت سهام برای پیش‌بینی جریان‌های نقد آینده داشته باشند؛ به عبارتی، دستکاری جریان‌های نقد را در کنار مدیریت سود مدنظر قرار دهند.

محدودیت‌ها و مشکلاتی که در اجرای تحقیق وجود دارد، در تعبیر و تفسیر نتایج و نیز در قابلیت تعمیم آن ملاحظه می‌شود. از جمله محدودیت‌های این تحقیق مربوط به انتخاب متغیرهای کنترلی می‌باشد که در این تحقیق عمر شرکت، ارزش دفتری به بازار، اهرم مالی و بازده دارایی به عنوان متغیرهای کنترلی انتخاب گردید که در صورت استفاده از سایر متغیرهای کنترلی نظیر اندازه شرکت، کیفیت ارقام تعهدی و یا کیفیت حسابرسی این امکان وجود دارد که نتایج مغایر نتایج حاضر و با ضرایب دیگری رقم بخورد. همچنین، در این تحقیق از نمونه‌ای مشتمل بر ۱۳۸ شرکت عضو جامعه بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده و مسلماً این تعداد معرف کل شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نیست، لذا توصیه می‌گردد تسری نتایج به سایر شرکت‌ها و صنایع مختلف محتاطانه صورت گیرد.

## ۶. منابع

- آزادی، کیهان؛ عزیزمحمدلو، حمید، تصدّی‌کاری، محمدجواد و خدمتگذار، حمید (۱۴۰۰). اثر خوانائی صورت‌های مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و رفتار سهامداران. دانش حسابداری مالی، دوره ۸، شماره ۱، ص ۱۲۱-۱۴۴.
- احمدپور، احمد؛ زارع بهنمیری، محمد جواد و حیدری رستمی، کمال (۱۳۹۳). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس و اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۴، ص ۸۷-۱۰۲.

تقی‌زاده خانقاه، وحید و طالب‌نیا، قدرت‌اله (۱۳۹۷). تأثیر سررسید بدهی درخطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی. مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۶، شماره ۲۲، ص ۱۴۵-۱۵۸.

حسینی، نگین، کاشفی نیشابوری و محمدرضا (۱۴۰۰). توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و خطر سقوط سهام. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۸، شماره ۴۶، ص ۷۱۷-۷۴۰.

خدارحمی، بهروز و حامدی، فاطمه (۱۳۹۷). ارتباط ارزشی نسبی جریان‌های نقد عملیاتی از منظر اندازه‌گیری. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، دوره ۹، شماره ۳، ص ۷-۳۷.

فخاری، حسین؛ محمدی، جواد و حسن نتاج کردی، محسن (۱۳۹۶). بررسی تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی بر پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار، دوره ۸، شماره ۱۶، ص ۶۹-۷۸.

فروغی، داریوش و میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۴، شماره ۲، ص ۹۱-۷۷.

قصونی، رضا غزنوی؛ آهنگری، مهناز، وقفی، سید حسام و غزنوی، مهرداد (۱۳۹۸). رابطه بین مدیریت سود و میزان اجتناب از مالیات با ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن نقش قدرت مدیر عامل، فصلنامه پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۱، ص ۱۳۴-۱۱۱.

کاشی، حدیث (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلگر ساختار مالکیت و مدیران زن در هیئت مدیره، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۷، ص ۱۱۸-۱۳۹.

ودیعی، محمد حسین و رستمی، امین (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، دوره ۶، شماره ۱۴، ص ۷۹-۹۳.

Cheng, C. S., Guo, P., Weng, C. H., & Wu, Q. (2018). Innovation, Tax Aggressiveness, and Stock Price Crash Risk. JEL Classification: H20; M41; O30, 61(3): 345-381

Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2018). The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure. *Research in International Business and Finance*, 45, 62-71.

Francis, B., Hasan, I., & Li, L.. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Rev. Quant. Financ. Acc.* 46(2), 217–260.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S (2004). Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, Volume 10 (2), 295-319.

HYUN, A.H., JEONG, B. K., & MICHAEL, W. (2019). Divergence of Cash Flow and Voting Rights, Opacity, and Stock Price Crash Risk: International Evidence <https://doi.org/10.1111/145-679X.12185>

Lee, L. F. (2012). Incentives to Inflate Reported Cash from Operations Using Classification and Timing. *The Accounting Review* 87(1), 1-33.

Zhang, E. X., & Agnes, C., & Shuo, L. i. (2020). Operating cash flow opacity and stock price crash risk, *J. Account. Public Policy*, <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106717>

Wing, H. Y., Camillo, L. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*, [Volume 37](#), August 2018, Pages 1-24

