

## رابطه نقدشوندگی سهام با کوتاه‌نگری مدیران شرکت

فرزین رضایی<sup>۱</sup>

اکرم فیروزعلیزاده<sup>۲</sup>

رادمان ملیحی شجاع<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۵/۲۳

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۳/۰۵

### چکیده

بسیاری از تصمیمات سرمایه‌گذاری نهادی بر مبنای سهولت در نقدشوندگی سهام و دارایی‌های واحد تجاری می‌باشد. سرمایه‌گذاران این واحدهای تجاری همواره بدنبال آن هستند تا با اعمال نفوذ بر مدیران را به سمت تصمیمات سرمایه‌گذاری با بازده بالا در کوتاه مدت سوق دهند. در حالیکه سایر سرمایه‌گذاران عادی که درصد کمتری از سهام شرکت را در اختیار دارند به دنبال افزایش ارزش واحد تجاری در بلندمدت می‌باشند این پژوهش با ۸۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از معیار آمیهود (۲۰۰۲) و جهت اندازه‌گیری کوتاه‌نگری مدیریتی از شاخص‌های انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی و مدیریت سود واقعی استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی تاثیر منفی و معنی‌داری دارد. بدین معنی که با کاهش نقدشوندگی سهام احتمال انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی افزایش می‌یابد. همچنین شرکت‌هایی با نقدشوندگی کمتر، به میزان بیشتری به مدیریت واقعی سود فزاینده روی آورده‌اند.

**واژه‌های کلیدی:** نقدشوندگی سهام، کوتاه‌نگری مدیریتی، مدیریت سود.

۱- دانشیار حسابداری، عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین، قزوین، ایران، (نویسنده مسئول) farzin.rezaei@qiau.ac.ir

۲- مربی، موسسه آموزش عالی ارشاد دماوند. آدرس: تهران،

۳- دانشجوی دکتری حسابداری- دانشگاه آزاد اسلامی واحد بین‌المللی انزلی.

## ۱- مقدمه

نقدینگی سهام همچنان یک موضوع تحقیق برجسته در ادبیات زیر ساختار بازار است، به ویژه از زمان بحران مالی جهانی اخیر هاندا و شوارتز<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) بر این باورند که "سرمایه گذاران سه چیز را از بازار ها می خواهند: نقدینگی، نقدینگی و نقدینگی، سرمایه گذاران برای برگزاری یک سهام غیر مخرب نیاز به جبران دارند، که هزینه های شرکت را افزایش می دهد و به نوبه خود بر ارزش شرکت تاثیر می گذارد (فانگت و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹؛ سراط و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷).

به طور کلی نقدشوندگی را می توان توانایی بازار برای جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان بیش از اندازه در قیمت ها تعریف کرد. نقدشوندگی از ویژگی های اصلی یک بازار کارا است. بازارهایی با درجه نقدشوندگی مناسب، امکان ورود و خروج به معاملات را با کم ترین اختلال و نیز کمترین هزینه های معاملاتی فراهم می کنند. از این رو می توان از نقدشوندگی به عنوان یکی از عوامل مهم رشد و توسعه بازارها یاد کرد (چن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵).

بیشتر سرمایه گذاران (با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می دهند. منظور از نقدشوندگی صرفاً سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است. برخی از عوامل مربوط به نقدشوندگی سهام شامل تعداد سهام معامله شده در هر روز، تعداد شرکت های معامله شده در هر روز، ارزش سهام معامله شده روزانه، تعداد روزهای معاملاتی، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار، تعداد خریداران و دفعات خرید است. در ادبیات مالی واژه نقدشوندگی<sup>۵</sup> به دو مفهوم مجزا اشاره دارد. نقدشوندگی دارایی های واقعی آن و نقدشوندگی سهام آن. یک دارایی، هنگامی نقد محسوب می شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود. این تعریف هم شامل دارایی های واقعی و هم شامل دارایی های مالی می شود. (مهرانی و رسانیان، ۱۳۸۸).

در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه گذاری وجود دارند. یکی از موضوعات اساسی در سرمایه گذاری میزان نقدشوندگی دارایی هاست؛ زیرا برخی از سرمایه گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه گذاری خود نیاز داشته باشند. سرعت نقدشوندگی سهام نیز مربوط به استقبال انجام معامله در بورس اوراق بهادار به وسیله سرمایه گذاران است. اوراق بهاداری که به طور روزانه و به دفعات مکرر معامله می شوند، نسبت به اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا دفعات کم معامله می شوند، قابلیت نقدشوندگی بیشتر و در نهایت ریسک کم تری دارند و ممکن است باعث توجه مدیران به اهداف کوتاه مدت و در نظر نگرفتن ارزش های بلندمدت شود و منجر به سوگیری رفتاری و کوتاه نگری مدیران شود که شرحی از یک شکل سوگیری یا گرایش است که محدودیتی جدی و مهم برای توجه به گزینه ها و پیشنهادها در انتخاب و تصمیم گیری ایجاد می کند (دس و پیکن<sup>۶</sup>، ۱۹۹۹).

کوتاه نگری مدیران<sup>۷</sup>

تعریف نظری: "تمایل به دستیابی به قیمت سهام بالا با متورم کردن سودهای جاری به بهای رشد بلندمدت" (استین<sup>۸</sup>، ۱۹۸۹).

تعریف عملیاتی: با دو حالت فعالیت های عملیاتی غیرعادی: وانحراف از فعالیت های عملیاتی واقعی اندازه گیری می شود (چن و همکاران، ۲۰۱۵).

کوتاه نگری مدیران همواره به عنوان مسئله مهمی در میان دانشگاهیان، دست اندکاران، و قانونگذاران بوده است. تمرکز بر عملکرد کوتاه مدت یا نزدیک بینی مدیریت به معنای کاهش سرمایه گذاری بلندمدت مانند هزینه های تحقیق و توسعه به منظور دستیابی به اهداف عملکرد در کوتاه مدت است پورتر<sup>۹</sup>، (۱۹۹۲). به باور سیمون<sup>۱۰</sup>، (۱۹۵۷) نزدیک بینی مدیریتی که به وسیله مدیریت سود اندازه گیری می شود، نگرشی گذرا نسبت به مجموعه ای از انتخاب های تصمیم گیرندگان است و بر اصولی با عقلانیت محدود و

اختلالات عملکرد یادگیری متکی می‌باشد. بر این اساس، نزدیک‌بینی مدیریتی نشان دهنده‌ی نگاه محدود نسبت به قابلیت‌های سازمانی، نیروهای زیست‌محیطی و استراتژی‌های شرکت است (لوینتال و مارس ۱۹۹۳،<sup>۱۱</sup>؛ لویت ۱۹۶۰<sup>۱۲</sup>؛ ریچارد و همکاران<sup>۱۳</sup> ۱۹۹۳؛ برادران حسن‌زاده، ۱۳۹۴).

تورش کوتاه‌نگری یک گرایش رفتاری در انسان است که افراد را برمی‌انگیزاند تا به‌جای این‌که برای فردا پس‌انداز کنند، امروز خرج کنند. رفتارهایی که درباره‌ی مالیات وجود دارد، مثال رایجی در این زمینه است. تورش کوتاه‌نگری را می‌توان به‌صورت یک تعارض بین میل افراد به مبالغه‌کردن درمورد خود (بیش‌ازحد روی خود حساب کردن) و ناتوانی آنها نیز توصیف کرد. این تعارض از نبود انضباط شخصی و کوتاه‌نگری در اقدام عینی و محسوس برای رسیدن به آن تمایلات، نشأت می‌گیرد. در مبحث سرمایه‌گذاری نیز این موارد مصداق دارد (حسینی‌چگنی و همکاران، ۱۳۹۳).

## ۲- ادبیات نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

وجود نقدینگی بالا در سازمانها نشان از عدم انتخاب کارا و سرمایه‌گذاری توسط مدیران می‌باشد. یکی از مهمترین تصمیمات مدیریت تصمیم‌گیری در چگونگی تخصیص منابع می‌باشد. مدیران شرکتهای سعی در انتخاب سرمایه‌گذاریهای دارند که بازده بالا و ریسک پایین را به همراه داشته باشد. و همچنان هنگامی که سازمان نیازمند نقدینگی بود بتوانند سرمایه‌گذاری مربوط را سریعاً واگذار نموده و نیاز مالی سازمان را تامین نمایند. تنها در صورتی مدیران حاضر به سرمایه‌گذاری با قابلیت نقدشوندگی پایین را دارند که بازده این سرمایه‌گذاری نسبت به سایر سرمایه‌گذاریها در سطح بالاتری قرار داشته باشد. نقدینگی سهام به معنای امکان خرید و فروش سهام برخی از شرکتهای در بورس بصورت چندین بار در روز یا هفته می‌باشد. هرچه احتمال نقدشوندگی سهام بالاتر باشد، تقاضای خرید و سرمایه‌گذاری از سوی مدیران

شرکت‌ها برای سهام بیشتر و بیشتر می‌شود. نقدینگی و توانایی فروش سریع سهام در بورس از جمله مسائل مهم در انتخاب سرمایه‌گذاریها توسط مدیران می‌باشد. چنانچه پاداش عملکرد مدیران با درصدی از سود همراه باشد، جهت تصمیمات مدیریت به سمت سرمایه‌گذاریهای زود بازده و قدرت نقدشوندگی بالا سوق داده می‌شود. مدیران شرکت‌ها با اتخاذ تصمیمات زود بازده یعنی در افزایش عایدیهایی خود می‌نمایند. در این شرایط نوعی تورش رفتاری (تغییر رفتاری) در مدیران ایجاد می‌شود. که کوتاه‌نگری مدیران نامیده می‌شود. در کوتاه‌نگری مدیران تصمیمات سرمایه‌گذاری کوتاه مدت سودآور را جایگزین تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدتی می‌نماید که در دراز مدت موجب افزایش ارزش و ثروت سهامداران شرکت می‌شود. کوتاه‌نگری مدیران در بلند مدت احتمال خطر ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهد. در کوتاه‌نگری مدیران تنها مبنای اتخاذ تصمیمات بالا بودن میزان نقدینگی سهام و بازدهی آن و پایین بودن میزان ریسک سهام می‌باشد. بسیاری از سهامداران عادی یا مالکان و مدیران شرکتهای به دنبال افزایش ارزش شرکت در بلندمدت هستند. اما سرمایه‌گذاران نهادی یا معامله‌گران به دنبال کسب سود و نقدشوندگی سهام در کوتاه مدت می‌باشند. این نوع نگرش موجب تضاد منافع در سازمان می‌شود. معامله‌گران یا سهامداران نهادی در سازمان توانایی اعمال نفوذ در تصمیمات مدیریت را دارند و مدیریت را تحت تاثیر تصمیمات خود قرار می‌دهند. این تورش رفتاری در مدیریت نه تنها مبنای تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران، بلکه جنبه‌های کلی سازمان را در بر می‌گیرد. از جمله این موارد: انحراف از فعالیتهای واقعی و مدیریت سود شرکت از طریق هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولید و جریان وجوه نقد می‌باشد.

حضور سرمایه‌گذاران نهادی یا معامله‌گران و نفوذ آنان در سازمان مدیران را دچار کوتاه‌نگری مدیران نموده و انحراف از فعالیتهای واقعی و مدیریت سود در سازمان را افزایش می‌دهد. انحراف از فعالیتهای واقعی

سازمان وارد نماید. اما اثرات مقطعی در بلندمدت باعث کاهش ارزش و ثروت شرکت و در نتیجه افزایش خطر ورشکستگی را به همراه می آورد. پژوهش حاضر با توجه به اهمیت موارد فوق به بررسی رابطه نقدشوندگی سهام شرکتها با کوتاه بینی مدیران پرداخت.

### ۳- پیشینه پژوهش

در پژوهشهای خارجی صورت گرفته به بررسی اثرات و روابط نقدینگی با سایر عوامل موثر بر آن یا متثر از آن مورد پرداخته شده است. اسلی و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۲). برای بررسی تاثیر مدیریت سود بر نقدشوندگی بازار از سه معیار اقلام تعهدی، و معیارهای سود واقعی (جریان نقدینگی عملیاتی و هزینه های اختیاری)؛ و برای ارزیابی نقدشوندگی بازار از معیار عدم نقدشوندگی آمیهد استفاده کردند. بر اساس نتایج این پژوهش مدیریت سود مبتنی بر هزینه های اختیاری غیرعادی (مدیریت واقعی سود) با معیار عدم نقدشوندگی رابطه مستقیم و معناداری دارد. ریاحی و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۳). در پژوهشی به بررسی مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام در بازار بورس تونس پرداختند. نتیجه ی پژوهش، رابطه ی مثبت و معناداری را بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام نشان داد. آنها این نتیجه ی را این گونه تفسیر کردند که اکثر سرمایه گذاران بورس تونس دارای افق سرمایه گذاری کوتاه مدت هستند و به این بلندمدتی که نتایج حاصل از مدیریت سود خواهد داشت، توجهی نمی کنند. چن و همکاران (۲۰۱۵) تاثیر نقدشوندگی بر افزایش (کاهش) نگرش کوتاه مدت مدیریتی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که شرکت هایی با نقدینگی سهام بالا، کمتر در مدیریت اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی درگیر می شوند. همچنین تاثیر نقدشوندگی سهام بر مدیریت سود برای شرکت هایی که مدیریت آنها حساسیت بیشتری به عملکرد خود دارند، بیش تر است. نتایج آنها با نگرش تهدید به اخراج مدیران سازگار می باشد. بدین ترتیب

سازمان به منزله تغییر در عملکرد عملیاتی شرکت در جریانهای وجوه نقدی آتی، هزینه های تولید و هزینه های اختیاری را تحت الشعاع خود قرار دهد. در انحراف از فعالیتهای واقعی و تاثیر آن بر جریانهای نقدی آتی می تواند فعالیتهای باشد که جریانهای نقدی را که در آینده و بلندمدت می تواند وارد شرکت شود را جایگزین جریانهای سود بازده در کوتاه مدت نماید. در این حالت است که عملکرد و ارزش شرکت در آینده را به شدت کاهش می دهد.

مدیران سازمانها در راستای تحقق اهداف سرمایه گذاران نهادی یا معامله گران می توانند از هر یک از موارد فوق به مجزا و یا ترکیبی استفاده نمایند و سود شرکت را در کوتاه مدت افزایش داده و عملکرد مثبتی در ارزیابی ها از خود نشان دهند. سود به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد مدیران می باشد. و سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل شرکت از سود به عنوان معیاری برای سرمایه گذاری در شرکت استفاده می کنند. سایر ذینفعان در مواجهه برای تصمیم گیریهای مختلف پیرامون شرکت نیز سود را معیاری برای مقایسه و میزان موفقیت شرکت با سایر رقباء لحاظ می نمایند. در کوتاه نگرى مدیران، مدیریت سود یکی از ابزارىست که دستخوش مداخلات مدیران گشته و توسط مدیران سازمانها دستکاری می شود. مدیریت سود، توسط مدیران با دستکاری ارقام و یا فعالیت های واقعی در سازمان صورت می پذیرد. اگرچه سرمایه گذاران نهادی در سازمانها با نظارت بر مدیران سازمانها از طریق بازرسی و گزارشگری مالی، تا حدودی از مدیریت سود می کاهند، اما هزینه های نمایندگی و نظارت را به سازمان تحمیل می نمایند. یکی از شاخص های که افزاینده در میزان نقدینگی سهام شرکت ها، سود می باشد. مدیریت سازمان با مداخله گری در عملکرد سازمان و محاسبه سود مطابق با میل و رغبت مدیریت، میزان نقدشوندگی سهام شرکت را تا حدودی افزایش می دهد. کاهش هزینه های اختیاری و تولید و افزایش جریان های نقدی شرکت در کوتاه مدت می تواند به سودهایی

نقدشوندگی سهام با محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، منجر به کاهش نگرش کوتاه مدت مدیریتی می‌شود. نتایج پژوهش چن و همکاران در تضاد با نتایج پژوهش ریاحی و همکاران (۲۰۱۵) قرار گرفت در سال ۲۰۱۸، چن و همکاران مجدداً به بررسی نقدینگی سهام و کوتاه‌نگری مدیریت در اثر تضعیف‌کنندگی سهام در اثر (نقدینگی یا کوتاه‌نگری مدیریتی) با استفاده از مدیریت سود بعنوان یک ابزار برای کوتاه‌بینی مدیریت پرداختند. نتایج پژوهش سه نتیجه فرعی، نخست اینکه شرکت‌هایی با نقدینگی سهام بالا، مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی کمتری دارند. دوم، تاثیر نقدینگی سهام بر مدیریت سود در شرکت‌هایی که دارای سطح بالایی از مدیریت هزینه در عملکرد هستند و سوم، رابطه مثبت و معنادار بین شدت مدیریت سود و هزینه سرمایه ای فقط در شرکت‌هایی که نقدینگی پایین دارند، وجود دارد. و علاوه بر تایید بررسی پیشین خود در سال ۲۰۱۵ با نتایج پژوهش اسلی و همکاران یکسان بود. در سال ۲۰۱۸، آدام و یانگ<sup>۱۶</sup> به بررسی نزدیک بینی مدیریتی و سقوط وام مسکن در طی سالهای ۲۰۰۷-۲۰۰۹ پرداختند. بسیاری از سیاستمداران برجسته ادعا نمودند، کوتاه‌بینی مدیریتی ریشه در بحرانهای مالی در طی دو سال پژوهش داشته است. و بیش از پژوهش آدام و یانگ پژوهشهای علمی زیادی این ادعا را رد می‌نمودند. در این پژوهش نتایج نشان داد که تاثیر کوتاه‌بینی مدیریت تاثیر زیادی بر بحرانها دوره بررسی داشته و شرکت‌هایی که مدیران اجرایی آنها قراردادهای مشروط برای فروش و یا خرید و فروش بیشتر در مورد سهام داشته اند. در زمان کوتاه‌بینی و با شدت بیشتری ناراضی مالی و بازده سهام و تقلب در شرکت روبرو شده اند. در پژوهشهایی که در ایران صورت گرفته عمدتاً به بررسی رابطه نقدینگی سهام و فروش دارایی‌های شرکت پرداخته‌اند. پژوهشهای انجام شده بیشتر به بررسی عواملی که در نهایت منجر به افزایش یا کاهش نقدینگی سهام شرکت‌هاست پرداخته‌اند. مهرانی و نصیری فروزی (۱۳۹۶) در پژوهشی به

بررسی رابطه توأمان ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش مؤید وجود رابطه مثبت و معنادار بین دو ساز و کار راهبری شرکتی (اندازه‌گیری شده توسط میزان تمرکز داشتن کمیته حسابرسی و میزان استقلال اعضای هیئت‌مدیره) و رابطه منفی و معنادار معیار دیگر راهبری شرکتی (میزان تمرکز مالکیت) با نقدشوندگی سهام است. و همچنین بیانگر وجود رابطه منفی معنادار بین مدیریت سود با نقدشوندگی است. در نهایت زمانی که در یک الگو اثر توأمان ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی، مورد بررسی قرار گرفت (کنترل اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی به‌منظور بررسی بهتر اثر مدیریت سود بر نقدشوندگی)، نتایج بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین مدیریت سود و حجم معاملات است. رضایی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد، بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به علاوه ساختار مالکیت نهادی و عدم اطمینان محیطی رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت را کاهش می‌دهد و تاثیر مالکیت نهادی و عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتاه‌بینی مدیریت در بین شرکت‌های سودآوری و زیان‌ده تفاوت معنی‌داری دارد. نتایج پژوهش رضایی و فرشی رازلیقی در تضاد با نتایج مهرانی و نصیری فروزی بود اما با پژوهش دهقانان و پورمقدسیان (۱۳۹۶) که به بررسی رابطه نزدیک بینی مدیریتی و راهبرد شرکت با تبیین نقش سخاتمدندی محیط پرداختند و به رابطه مثبت بین نزدیک‌بینی زمانی و فاصله‌ای مدیران، با تداوم و تطابق راهبردهای شرکت‌های کوچک و متوسط و تعدیل ادراک مدیران از سخاتمدندی محیط، بر این رابطه دست یافتند تا حدودی یکسان بود.

## ۴- فرضیه های پژوهش

**فرضیه ی اصلی ۱:** نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی) تاثیرگذار است. الگو رگرسیونی مورد استفاده برای فرضیه اصلی اول و فرضیات فرعی آن، برگرفته از پژوهش چن و همکاران، (۲۰۱۵) می‌باشد. باتوجه به شرایط جامعه آماری و پژوهش تغییراتی در آن صورت گرفته است.

**فرضیه ی ۱-۱:** نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری تاثیرگذار است. مدل شماره ۱:

$$DRO - DISX_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه ی ۲-۱:** نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های تولید تاثیرگذار است. مدل شماره ۲:

$$DRO - PROD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه ی ۳-۱:** نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از جریان وجوه نقد ناشی از عملیات تاثیرگذار است. مدل شماره ۳:

$$DRO - CFG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه ی ۴-۱:** نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری و جریان وجوه نقد ناشی از عملیات تاثیرگذار است. مدل شماره ۴:

$$DRO - 1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه ی ۵-۱:** نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری و هزینه‌های تولید تاثیرگذار است. مدل شماره ۵:

$$DRO - 2_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه ی ۶-۱:** نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولید و جریان وجوه نقد ناشی از عملیات تاثیرگذار است. مدل شماره ۶:

$$DRO - 3_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه ی اصلی ۲:** نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (مدیریت واقعی سود فزاینده) تاثیرگذار است. الگو رگرسیونی مورد استفاده برای فرضیه اصلی دوم و فرضیات فرعی آن، برگرفته از پژوهش چن و همکاران، (۲۰۱۵) می‌باشد. باتوجه به شرایط جامعه آماری و پژوهش تغییراتی در آن صورت گرفته است.

**فرضیه ی ۲-۱:** نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های اختیاری تاثیرگذار است. مدل شماره ۷:

$$DRO - 1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه ی ۲-۲:** نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های تولید تاثیرگذار است. مدل شماره ۸:

$$DRO - 2_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه ۳-۲: نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های اختیاری و هزینه‌های تولید تاثیرگذار است. مدل شماره ۹:

$$DRO - 3_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 MBV_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SG_{it} + \alpha_5 FCF_{it} + \alpha_6 RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

## ۵- روش شناسی پژوهش

در این نوع پژوهش از تحقیق توصیفی - همبستگی استفاده می شود. در این پژوهش چون هدف بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته است از این نوع پژوهش استفاده می شود. به کمک رگرسیون چند متغیره و ضریب تعیین  $R^2$  با استفاده از E-viwes به آزمون فرضیات پرداخته شد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشند. در این پژوهش برای نمونه گیری از روش غربالگری<sup>۱۷</sup> استفاده شد،

در صورتی که هر عضو جامعه واجد یکی از شرایط نباشد از جامعه حذف و در نهایت باقیمانده جامعه، نمونه راتشکیل می‌دهد. این شرایط عبارتند از:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد و طی دوره زمانی مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند. ۲. به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۳. داده‌های مورد نظر برای آن‌ها در دسترس باشد. ۴. شرکت‌های انتخاب شده جز بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی نباشند. ۵. بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.

بر اساس این شرایط، از بین شرکت‌های مربوط به جامعه آماری طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۵، تعداد ۸۲ شرکت از چند صنعت که واجد شرایط فوق بوده‌اند از میان صنایع مختلف به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

جدول شماره ۱- محاسبه متغیرها

نوع متغیر	متغیرها	نماد	روش محاسبه
متغیر مستقل	نقدشوندگی سهام	LIQ	بر اساس مدل (آمیهود، ۲۰۰۲) محاسبه می‌گردد: $Amihud_{it} = \log(1 + \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{ R_{idt} }{Dvol_{idt}})$ در این مدل $D_{it}$ : تعداد روز معاملات برای سهم $i$ در سال $t$ ; $R_{idt}$ : بازده سهم $i$ در سال $t$ و $Dvol_{idt}$ : حجم معاملات روزانه به میلیون ریال برای سهم $i$ در سال $t$ می‌باشد.
متغیرهای وابسته	انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از	DRO_DISX	بر اساس مدل رویچودری <sup>۱۸</sup> (۲۰۰۶) محاسبه می‌گردد: مجموع هزینه‌های فروش، عمومی و اداری (SG&A) و تبلیغات تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت $i$ در دوره $t$
		DRO_PROD	این مدل را به پیروی از گانی <sup>۱۹</sup> (۲۰۱۰) با اضافه کردن کیو تو بین (Q) و ارزش بازار (MV <sub>t</sub> ) تقویت و تکمیل کردند: مجموع بهای تمام شده کالای فروش رفته (COGS) و تغییرات در موجودی (Δ Inventory)، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت $i$ در دوره $t$ .
		DRO_CFO	بر اساس مدل (مدل لن و پولسن <sup>۲۰</sup> ، ۱۹۸۹) محاسبه می‌گردد: جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت $i$ در دوره $t$ .
متغیر کنترلی	اقدام تعهدی	TA	بر اساس مدل (دهارن <sup>۲۱</sup> ، ۲۰۰۳) محاسبه می‌گردد: تفاوت سود عملیاتی با جریان نقدی ناشی از عملیات شرکت.
	اندازه شرکت	SIZE	بر اساس مدل (کرانا <sup>۲۲</sup> ، ۲۰۰۷) محاسبه می‌گردد: لگاریتم طبیعی دارایی‌های ابتدای سال.



نوع متغیر	متغیرها	نماد	روش محاسبه
	اهرم مالی	LEV	بر اساس مدل (چنگ و همکاران <sup>۲۳</sup> ۲۰۱۳) محاسبه می گردد: نسبت کل بدهی بر کل دارایی.
	فرصت سرمایه گذاری	MB	بر اساس مدل (کلاپور و ترمبلی <sup>۲۴</sup> ، ۱۹۹۹) محاسبه می گردد: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
	رشد فروش	SG	بر اساس (کونری و همکاران <sup>۲۵</sup> ۱۹۹۳) محاسبه می گردد: تفاوت بین فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل.
	جریان نقد آزاد شرکت	FCF	بر اساس مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) محاسبه می گردد: نسبت (سود عملیاتی-هزینه های استهلاک + بهره ی پرداختی + سود سهام پرداختنی+مالیات پرداختنی) به کل دارایی های.
	بازده سهام سالانه	RET	بر اساس مدل فرانتس و همکاران <sup>۲۶</sup> (۲۰۱۴) محاسبه می گردد: $R_t = \frac{[P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C_a) + DPS]}{P_{t-1} + C_a}$ که در آن $R_{it}$ = بازده سهام سالانه؛ $P_{it}$ = قیمت سهم شرکت $i$ در سال $t$ ؛ $P_{it-1}$ = قیمت سهم شرکت $i$ در دوره ی $t-1$ ؛ $\alpha$ = درصد افزایش سرمایه از محل آورده ی نقدی و مطالبات؛ $\beta$ = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود سهمی؛ $C =$ مبلغ پذیره نویسی سهام (مبلغ ۱۰۰۰ ریالی)؛ $DPS$ = سود نقدی هر سهم.

منبع: یافته های پژوهش

## ۶- آمار توصیفی

نشان می دهد که بیشترین انحراف از فعالیت های واقعی در درجه ی نخست از هزینه های تولید، در درجه ی دوم از جریان وجوه نقد ناشی از عملیات و در نهایت از هزینه های اختیاری بوجود آمده است. مقایسه میانگین این سه شاخص انحراف از فعالیت های عملیاتی واقعی با میانگین متغیر اقلام تعهدی اختیاری نشان می دهد که فعالیت های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه های تولید (۰/۴۳۶) بیش تر از اقلام تعهدی اختیاری (۰/۲۲۹) می باشد.

بر اساس نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول ۲، میانگین مقدار نقدشوندگی سهام برابر با ۱/۱۷۷ است که نشان می دهد بیشتر داده های مربوط به این متغیر حول این نقاط تمرکز یافته اند. میانگین متغیرهای انحراف از فعالیت های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه های اختیاری، هزینه های تولید و جریان وجوه نقد ناشی از عملیات به ترتیب برابر با ۰/۰۷۵، ۰/۴۲۱ و ۰/۲۸۵ از فعالیت واقعی انحراف داشته اند. این مقادیر

جدول ۲- نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نقدشوندگی سهام	LIQ	۱/۱۷۷	۴/۷۶۲	۰/۳۲۴	۱/۱۳۹	۱/۴۹۸	۱/۰۸۹
انحراف از فعالیت های عملیاتی واقعی ناشی از	هزینه های اختیاری	۰/۰۷۵	۰/۱۳۸	۰/۰۰۸	۰/۹۲۲	۰/۸۳۶	۰/۶۹۲
	هزینه های تولیدی	۰/۴۲۱	۱/۰۱۲	۰/۰۱۸	۰/۲۳۹	۲/۱۷۰	۲/۱۲۴
	جریان وجوه نقد	۰/۲۸۵	۰/۶۳۵	۰/۰۲۵	۰/۱۰۵	۰/۲۱۱	۰/۷۶۸
	مدیریت هزینه های	۲/۵۸۰	۱۶/۰۱۴	۰/۲۲۰	۰/۰۲۵	۱/۲۶۹	۱/۱۱۸



متغیرها	نماد	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
واقعی سود ناشی از	اختیاری	REM_2	۴/۳۶۱	۱۸/۰۹۸	۰/۱۲۵	۴/۳۶۷	۰/۷۱۵
هزینه‌های تولیدی							
۱/۳۴۲							
۰/۶۵۳	۱/۲۰۸	۰/۱۶۶	۰/۰۹۶	۰/۶۱۵	۰/۲۲۹	TA	اقدام تعهدی
۱/۴۰۵	۱/۰۰۲	۱/۳۵۴	۵/۱۲۵	۱۳/۶۵۶	۶/۴۱۰	SIZE	اندازه شرکت
۲/۱۳۷	۰/۹۶۵	۰/۱۰۸	۰/۱۱۷	۰/۷۸۵	۰/۵۷۲	LEV	اهرم مالی
۰/۲۳۹	۰/۸۷۰	۰/۰۶۴	۰/۰۹۸	۴/۳۱۸	۲/۲۱۳	MBV	فرصت سرمایه‌گذاری
۲/۲۰۰	۲/۰۱۴	۰/۰۹۱	۰/۱۸۳	۰/۵۸۸	۰/۳۱۱	SG	رشد فروش
۲/۱۵۷	۱/۱۴۳	۰/۰۶۲	-۰/۰۸۶	۱/۲۱۲	۰/۱۸۸	FCF	جریان نقد آزاد شرکت
۰/۹۱۱	۱۰/۲۴	۰/۰۹۵	-۰/۷۲۵	۰/۴۱۱	۰/۱۰۱	RET	بازده سهام سالانه
تعداد مشاهدات ۷۳۸							

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۷- نتایج برخی آزمونهای آماری پژوهش

۱-۷- نتایج حاصل از آزمون ایستایی (پایایی)

متغیرهای پژوهش

نتایج حاصل از آزمون پایایی (ایستایی) متغیرهای تحقیق در جدول ۳ نشان می‌دهد که برای تمام

متغیرهای مورد بررسی، سطح معناداری در آزمون

ریشه واحد لوین، لین و چو (۲۰۰۲) کوچک‌تر از ۰/۰۵

است که نشان‌دهنده این است که متغیرها پایا هستند.

استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن

رگرسیون کاذب نمی‌شود.

## جدول ۳ نتایج آزمون ایستایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

متغیرهای تحقیق		نماد	درجه آزادی		لوین، لین و چو	
انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از	هزینه‌های اختیاری		اول	دوم	آماره	معناداری
		نقدشوندگی سهام	LIQ	۶۵۶	۸۱	-۶/۲۱۹
انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از	هزینه‌های اختیاری	DRO_DISX	۶۵۶	۸۱	۱۱/۲۲۰	۰/۰۰۰
	هزینه‌های تولیدی	DRO_PROD	۶۵۶	۸۱	۲۰/۲۷۹	۰/۰۰۰
	جریان وجوه نقد	DRO_CFO	۶۵۶	۸۱	۴۳/۴۷۵	۰/۰۰۰
اقدام تعهدی اختیاری		DA	۶۵۶	۸۱	۱۵/۰۳۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت		SIZE	۶۵۶	۸۱	-۲۱/۱۴۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی		LEV	۶۵۶	۸۱	۳/۸۰۴	۰/۰۰۰
فرصت سرمایه‌گذاری		MBV	۶۵۶	۸۱	۲/۷۶۹	۰/۰۰۰
رشد فروش		SG	۶۵۶	۸۱	۲/۷۰۱	۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد شرکت		FCF	۶۵۶	۸۱	۳/۸۵۶	۰/۰۰۰
بازده سهام سالانه		RET	۶۵۶	۸۱	۲/۸۷۳	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۲-۷- انتخاب الگوی مناسب پژوهش

برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون قابلیت ادغام (آزمون F لیمر) استفاده شده است. نتایج حاکی است، استفاده از داده‌های تابلویی صورت گیرد.

بنابراین، برای انتخاب یکی از روشهای اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. جدول ۵ نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل‌های برآورده شده برای فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون F لیمر فرضیه‌های پژوهش

مدل	میزان آماره F لیمر	درجه‌ی آزادی	احتمال	نتیجه
فرضیه ۱-۱	۲/۸۸۰	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۳۵	استفاده از داده‌های تابلویی
فرضیه ۱-۲	۳/۴۵۸	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۲۱	
فرضیه ۱-۳	۲/۰۲۵	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۱۳	
فرضیه ۱-۴	۱/۹۶۹	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۱۴	
فرضیه ۱-۵	۲/۷۵۵	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۰۳	
فرضیه ۱-۶	۲/۱۱۴	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۴۱	
فرضیه ۲-۱	۲/۱۰۲	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۱۹	استفاده از داده‌های تابلویی
فرضیه ۲-۲	۳/۹۳۶	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۲۸	
فرضیه ۲-۳	۳/۸۶۰	(۸۱، ۷۳۸)	۰/۰۱۴	

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۵- نتایج حاصل از آزمون هاسمن-فرضیه‌های پژوهش

مدل	آماره کای مربع ( $\chi^2$ )	درجه آزادی	معناداری
فرضیه ۱-۱	۹۱/۲۳۰	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۱-۲	۱۸/۵۵	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۱-۳	۵۵/۵۶۷	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۱-۴	۲۵/۱۱۴	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۱-۵	۴۷/۰۰۲	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۱-۶	۱۶/۲۵۸	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۲-۱	۶۳/۴۴	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۲-۲	۲۸/۹۸	۸	۰/۰۰۰
فرضیه ۲-۳	۳۶/۵۱	۸	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۷- آزمون فرضیه‌ها و تحلیل یافته‌ها

## ۷-۱- فرضیه اصلی اول- فعالیت‌های عملیاتی واقعی

(DRO)

فرضیه اصلی "نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی) تاثیرگذار است.

فرضیه‌ی اصلی اول در قالب ۶ فرضیه‌ی فرعی مورد بررسی قرار گرفت. در سه فرضیه‌ی فرعی اول به ترتیب به تاثیر نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از شاخص‌های مجزا: هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولیدی و جریان وجوه نقد، و سه فرضیه‌ی فرعی دیگر به تاثیر نقدشوندگی سهام بر

شاخص‌های ترکیبی انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از این هزینه‌ها پرداخت.

### نتیجه آزمون فرضیه ی اصلی اول (فرعی اول)

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده شد. مقدار (۸۶/۳۵، ۶۷/۱۲) برای فرضیه فرعی اول و دوم نشان داد. مدلها از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است. ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. ضریب تعیین در این مدل‌های فرضیه فرعی اول و دوم به ترتیب مقدار (۰/۴۱۸، ۰/۴۵۸) نشان داد، متغیر مستقل تغییرات متغیرهای وابسته را توضیح می‌دهد. مقدار دوربین واتسون در هر دو فرضیه فرعی بین ۱/۵ تا ۲/۵

قرار دارد. با توجه به نتایج فرضیه فرعی اول و ضریب (۰/۴۵۸)، نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری) مؤثر می‌باشد. ضریب منفی متغیر مستقل مورد بررسی بیانگر تأثیر منفی نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری است. در نهایت فرضیه فرعی اول تایید شد. بر اساس نتایج فرضیه فرعی دوم و ضریب (۰/۵۸۱)، نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های تولیدی) تأثیرگذار می‌باشد. ضریب منفی، بیانگر تأثیر منفی متغیر نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های تولیدی است. این فرضیه نیز تایید شد.

جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی اصلی اول (فرعی اول و دوم)

فرضیه اصلی اول (فرعی دوم)			فرضیه اصلی اول (فرعی اول)			متغیرهای تحقیق	
VIF	احتمال	بتا	VIF	احتمال	بتا	نماد	
۲/۱۱۲	۰/۲۵۱	۱/۱۲۴	۱/۵۸۲	۰/۱۰۴	۰/۰۹۸	C	مقدار ثابت
۱/۵۶۷	۰/۰۵۵	-۰/۵۸۱	۱/۹۲۵	۰/۰۴۱	-۰/۴۵۲	LIQ	نقدشوندگی سهام
۲/۲۴۷	۰/۰۳۷	۰/۸۱۲	۱/۲۵۴	۰/۰۰۳	۰/۱۱۱	DA	اقدام تعهدی اختیاری
۲/۸۶۳	۰/۰۲۱	-۰/۰۹۶	۲/۳۲۱	۰/۰۳۵	۰/۱۰۴	SIZE	اندازه شرکت
۱/۱۲۴	۰/۱۱۲	۰/۲۴۸	۲/۶۱۳	۰/۰۰۸	۰/۳۲۵	LEV	اهرم مالی
۱/۱۴۲	۰/۰۱۵	۰/۰۱۹	۱/۹۱۷	۰/۰۲۸	۰/۰۰۵	MBV	فرصت سرمایه‌گذاری
۱/۰۲۱	۰/۰۲۸	۰/۲۱۵	۲/۰۵۸	۰/۰۰۴	۰/۱۸۹	SG	رشد فروش
۲/۳۲۵	۰/۴۱۲	۰/۲۳۲	۱/۹۸۶	۰/۳۲۵	-۰/۰۸۸	FCF	جریان نقد آزاد شرکت
۱/۸۸۶	۰/۲۵۸	-۰/۷۴۱	۱/۴۴۹	۰/۰۰۹	-۰/۸۵۷	RET	بازده سهام سالانه
p-value	مقدار	آزمون	p-value	مقدار	آزمون		
۰/۰۸۲	۰/۶۰۶	K-S	۰/۰۵۱	۰/۳۲۴	K-S	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	۶۷/۱۲	F فیشر	۰/۰۰۰	۸۶/۳۵	F فیشر	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۳۵۱	۰/۴۵۸	F لیمر	۰/۷۵۲	۰/۸۸۰	F لیمر	DW	دوربین واتسون

\*\*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹ و ۹۵ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته های پژوهش

### نتیجه آزمون فرضیه ی اصلی اول (فرعی سوم و چهارم)

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده شد. مقدار (۶۷/۱۲، ۵۸/۰۳) نشان می دهد. مدل از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است. ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می شود. در این مدل ضریب تعیین نشان می دهد، مقدار (۰/۴۵۸، ۰/۳۸۵) متغیر مستقل تغییرات متغیرهای وابسته را توضیح می دهد. مقدار دوربین و اتسون در فرضیه فرعی بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. براساس نتایج و ضریب (۰/۵۸۱-) نقدشوندگی سهام

بر انحراف از فعالیتهای عملیاتی (ناشی از جریان وجوه نقد ناشی از عملیات) تأثیرگذار می باشد. ضریب منفی، بیانگر تأثیر منفی متغیر نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیتهای عملیاتی واقعی ناشی از جریان وجوه نقد است. فرضیه فرعی سوم تایید شد. با توجه به ضریب (۰/۲۴۰) نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیتهای عملیاتی واقعی ناشی از هزینه های اختیاری و جریان وجوه نقد ناشی از عملیات تأثیر گذار است و ضریب مثبت نشانگر رابطه مستقیم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیتهای عملیاتی واقعی ناشی از (هزینه های اختیاری و جریان وجوه نقد) دارد.

جدول ۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی اصلی اول (فرعی سوم و چهارم)

فرضیه اصلی اول (فرعی چهارم)			فرضیه اصلی اول (فرعی سوم)			نماد	متغیرهای پژوهش
VIF	احتمال	بتا	VIF	احتمال	بتا		
۱/۶۵۴	۰/۰۱۵	۰/۱۹۸	۲/۱۱۲	۰/۲۵۱	۱/۱۲۴	C	مقدار ثابت
۱/۳۳۳	۰/۰۱۱	۰/۲۴۰	۱/۵۶۷	۰/۰۵۵	-۰/۵۸۱	LIQ	نقدشوندگی سهام
۲/۲۰۹	۰/۰۰۸	۰/۳۲۶	۲/۲۴۷	۰/۰۳۷	۰/۸۱۲	DA	اقدام تعهدی اختیاری
۱/۲۱۳	۰/۱۲۸	۰/۰۲۳	۲/۸۶۳	۰/۰۲۱	-۰/۰۹۶	SIZE	اندازه شرکت
۱/۵۸۲	۰/۲۰۱	۰/۰۴۸	۱/۱۲۴	۰/۱۱۲	۰/۲۴۸	LEV	اهرم مالی
۲/۲۰۹	۰/۰۰۹	۰/۰۰۹	۱/۱۴۲	۰/۰۱۵	۰/۰۱۹	MBV	فرصت سرمایه گذاری
۱/۱۹۸	۰/۰۱۰	۰/۰۹۱	۱/۰۲۱	۰/۰۲۸	۰/۲۱۵	SG	رشد فروش
۲/۷۱۴	۰/۰۰۴	-۰/۱۲۴	۲/۳۲۵	۰/۴۱۲	۰/۲۳۲	FCF	جریان نقد آزاد شرکت
۲/۶۳۹	۰/۱۱۸	-۰/۰۶۱	۱/۸۸۶	۰/۲۵۸	-۰/۷۴۱	RET	بازده سهام سالانه
p-value	مقدار	آزمون	p-value	مقدار	آزمون		
۰/۱۰۹	۰/۷۵۴	K-S	۰/۰۸۲	۰/۶۰۶	K-S	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	۵۸/۰۳	F فیشر	۰/۰۰۰	۶۷/۱۲	F فیشر	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۲۳۵	۰/۹۶۹	F لیمر	۰/۳۵۱	۰/۴۵۸	F لیمر	DW	دوربین و اتسون

\*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹ و ۹۵ درصد را نشان می دهند.

منبع: یافته های پژوهش

### نتیجه آزمون فرضیه ی اصلی اول (فرعی پنجم و ششم)

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده شد. مقدار (۵۵/۶۳، ۴۰/۲۴) نشان

می دهد. مدل از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است. ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می شود. در این مدل ضریب تعیین نشان می دهد، مقدار (۰/۲۷۵، ۰/۲۴۰) متغیر مستقل از تغییرات

متغیرهای وابسته را توضیح می‌دهد. مقدار دوربین و اتسون در فرضیه فرعی بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. براساس نتایج و ضریب (۰/۴۵۳-) نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیتهای عملیاتی (ناشی از هزینه‌های اختیاری و هزینه های تولید) تاثیرگذار می‌باشد. ضریب منفی، بیانگر تأثیر منفی متغیر نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری و هزینه های تولید است. فرضیه

فرعی پنجم تایید شد. با توجه به ضریب (۰/۶۲۱-) نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیتهای عملیاتی واقعی ناشی از (هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولید و جریان وجوه نقد) تاثیر گذار است و ضریب منفی نشانگر رابطه معکوس نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیتهای عملیاتی واقعی ناشی از (هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولید و جریان وجوه نقد) دارد.

جدول ۸- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اصلی اول فرعی پنجم و ششم

فرضیه اصلی اول (فرعی ششم)			فرضیه اصلی اول (فرعی پنجم)			متغیرهای پژوهش	
VIF	احتمال	بتا	VIF	احتمال	بتا	نماد	
۲/۵۳۷	۰/۰۱۳	۱/۱۱۵	۲/۵۳۷	۰/۰۱۳	۱/۱۹۶	C	مقدار ثابت
۱/۴۲۵	۰/۰۲۷	-۰/۶۲۱	۱/۴۲۵	۰/۰۲۷	-۰/۴۵۳	LIQ	نقدشوندگی سهام
۲/۱۱۲	۰/۴۵۸	۰/۴۲۲	۲/۱۱۲	۰/۴۵۸	۰/۲۶۵	DA	اقدام تعهدی اختیاری
۲/۸۵۳	۰/۰۱۹	-۰/۰۸۸	۲/۸۵۳	۰/۰۱۹	-۰/۰۹۶	SIZE	اندازه شرکت
۲/۰۱۶	۰/۲۵۸	۰/۲۰۱	۲/۰۱۶	۰/۲۵۸	۰/۳۶۲	LEV	اهرم مالی
۲/۱۲۰	۰/۰۱۸	۰/۰۳۴	۲/۱۲۰	۰/۰۱۸	۰/۰۴۱	MBV	فرصت سرمایه‌گذاری
۱/۷۵۳	۰/۰۳۲	۰/۳۰۵	۱/۷۵۳	۰/۰۳۲	۰/۲۴۹	SG	رشد فروش
۲/۰۳۹	۰/۰۰۵	۰/۷۱۱	۲/۰۳۹	۰/۰۰۵	۰/۶۵۱	FCF	جریان نقد آزاد شرکت
۱/۹۶۸	۰/۰۱۱	-۱/۱۵۴	۱/۹۶۸	۰/۰۱۱	-۰/۳۱۱	RET	بازده سهام سالانه
p-value	مقدار	آزمون	p-value	مقدار	آزمون		
۰/۲۰۸	۰/۰۹۸	K-S	۰/۰۸۹	۰/۴۴۴	K-S	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	۴۰/۲۴	F فیش	۰/۰۰۰	۵۵/۶۳	F فیش	R <sup>2</sup>	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۴۰۲	۱/۱۱۳	F لیمر	۰/۲۰۸	۰/۷۵۵	F لیمر	DW	دوربین واتسون

\*\*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹ و ۹۵ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته های پژوهش

### ۷-۳- نتیجه‌ی آزمون فرضیه اصلی

با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه‌های فرعی اول تا ششم، نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (انحراف از فعالیتهای عملیاتی واقعی) تاثیرگذار است. بر این اساس هرچه میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بیش‌تر باشد، میزان انحراف از فعالیتهای عملیاتی واقعی بدست آمده از شاخص‌های هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولیدی و جریان وجوه نقد، چه به صورت مجزا و چه به صورت ترکیبی، کمتر بوده است.

### نتیجه آزمون فرضیه ی اصلی دوم

نتیجه آزمون فرضیه ی اصلی دوم (فرعی اول) برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیش استفاده شد. مقدار (۲۵/۴۴) نشان می‌دهد. مدل از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است. ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. در این مدل ضریب تعیین نشان می‌دهد، مقدار (۰/۳۰۱) متغیر مستقل تغییرات متغیرهای

وابسته را توضیح می‌دهد. مقدار دوربین واتسون در فرضیه فرعی بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. براساس نتایج و ضریب (۳/۱۲۵) نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده (از طریق هزینه‌های اختیاری) تاثیرگذار می‌باشد. ضریب منفی، بیانگر تأثیر منفی متغیر نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق هزینه‌های اختیاری است. فرضیه اصلی دوم (فرعی اول) تایید شد.

جدول ۹- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم فرعی اول

متغیرهای تحقیق	نماد	بتا	احتمال	VIF
مقدار ثابت	C	-۲/۴۵۱	۰/۰۲۱	۳/۵۲۶
نقدشوندگی سهام	LIQ	-۳/۱۲۵	۰/۰۰۹	۳/۲۴۷
اقدام تعهدی اختیاری	DA	۰/۰۸۵	۰/۰۱۰	۴/۸۹۶
اندازه شرکت	SIZE	۰/۲۶۴	۰/۰۱۵	۱/۷۳۶
اهرم مالی	LEV	۱/۱۴۴	۰/۶۵۰	۲/۸۹۶
فرصت سرمایه‌گذاری	MBV	-۰/۰۲۴	۰/۰۱۱	۲/۲۶۹
رشد فروش	SG	۰/۳۸۲	۰/۲۵۴	۵/۵۶۸
جریان نقد آزاد شرکت	FCF	-۰/۵۲۱	۰/۱۵۹	۲/۵۶۷
بازده سهام سالانه	RET	۲/۰۴۴	۰/۱۵۴	۲/۳۲۹
ضریب تعیین	R <sup>2</sup>	مقدار	آزمون	p-value
ضریب تعیین شده	R <sup>2</sup>	۰/۳۰۰	F فیشر	۲۵/۴۴
دوربین واتسون	DW	۱/۹۲۵	F لیمر	۰/۷۱۹

\*\*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹ و ۹۵ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

وابسته را توضیح می‌دهد. مقدار دوربین واتسون در فرضیه فرعی بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. براساس نتایج و ضریب (۳/۰۸۴) نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده (از طریق مدیریت هزینه‌های تولید) تاثیرگذار می‌باشد. ضریب منفی، بیانگر تأثیر منفی متغیر نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های تولید است. فرضیه اصلی دوم (فرعی دوم) تایید شد.

#### نتیجه آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم (فرعی دوم)

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیشر استفاده شد. مقدار (۱۲/۵۴) نشان می‌دهد. مدل از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است. ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. در این مدل ضریب تعیین نشان می‌دهد، مقدار (۰/۳۲۴) متغیر مستقل تغییرات متغیرهای

جدول ۱۰- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم فرعی دوم

متغیرهای تحقیق	نماد	بتا	آماره‌ی t	احتمال	VIF
مقدار ثابت	C	-۲/۷۱۸	*۳/۷۱۸	۰/۰۱۱	۴/۲۲۷
نقدشوندگی سهام	LIQ	-۳/۰۸۴	*۲/۵۲۱	۰/۰۱۲	۳/۱۴۰
اقدام تعهدی اختیاری	DA	۱/۱۲۴	*۴/۰۹۱	۰/۰۱۵	۳/۷۲۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۳۸	۰/۰۸۵	۰/۱۱۸	۲/۷۵۶

متغیرهای تحقیق	نماد	بتا	آماره‌ی t	احتمال	VIF
اهرم مالی	LEV	۱/۳۲۱	۱/۰۶۲	۰/۴۲۵	۴/۱۱۶
فرصت سرمایه‌گذاری	MBV	۰/۰۹۱	۰/۴۲۸	۰/۰۹۸	۳/۰۰۹
رشد فروش	SG	۰/۲۴۲	۰/۳۷۱	۰/۴۰۲	۱/۰۳۲
جریان نقد آزاد شرکت	FCF	-۰/۹۶۴	۱/۰۱۱	۰/۱۹۶	۵/۵۵۲
بازده سهام سالانه	RET	۲/۷۴۱	*۳/۶۰۴	۰/۰۰۶	۳/۲۵۴
ضریب تعیین	R <sup>2</sup>	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
ضریب تعیین	R <sup>2</sup>	۰/۳۲۴	K-S	۰/۸۱۲	۰/۰۹۶
ضریب تعیین تعدیل شده	R <sup>2</sup>	۰/۳۲۱	F فیش	۱۲/۵۴	۰/۰۰۰
دوربین واتسون	DW	۲/۴۰۷	F لیمر	۱/۹۳۶	۰/۳۸۲

\*\*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹ و ۹۵ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### نتیجه آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم (فرعی سوم)

برای پذیرش برقراری فرض معناداری کل مدل معنادار میان متغیرهای مستقل و وابسته از آزمون F فیش استفاده شد. مقدار (۱۹/۵۴) نشان می‌دهد. مدل از اعتبار لازم برای تحلیل نتایج برخوردار است. ضریب تعیین بیانگر درصدی از تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. در این مدل ضریب تعیین نشان می‌دهد، مقدار (۰/۴۲۵) متغیر مستقل تغییرات متغیرهای

وابسته را توضیح می‌دهد. مقدار دوربین واتسون در فرضیه فرعی بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. براساس نتایج و ضریب (-۲/۳۱۹) نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده (از طریق مدیریت هزینه‌های اختیاری و هزینه‌های تولید) تأثیرگذار می‌باشد. ضریب منفی، بیانگر تأثیر منفی متغیر نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های اختیاری و هزینه‌های تولید است. فرضیه اصلی دوم (فرعی سوم) تایید شد.

### جدول ۱۱- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم فرعی سوم

متغیرهای تحقیق	نماد	بتا	آماره‌ی t	احتمال	VIF
مقدار ثابت	C	۱/۱۰۲	*۳/۱۲۰	۰/۰۱۰	۲/۱۲۵
نقدشوندگی سهام	LIQ	-۲/۳۱۹	*۲/۲۸۰	۰/۰۲۲	۲/۴۲۵
اقدام تعهدی اختیاری	DA	۰/۴۰۸	۱/۲۴۱	۰/۷۱۲	۳/۲۴۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۷۱	۰/۵۸۲	۰/۲۴۱	۲/۸۵۳
اهرم مالی	LEV	۲/۰۲۵	۰/۴۹۶	۰/۲۵۸	۴/۸۹۶
فرصت سرمایه‌گذاری	MBV	۰/۰۰۴	۰/۰۵۴	۰/۱۱۴	۲/۷۷۲
رشد فروش	SG	-۰/۳۵۹	۰/۳۷۱	۰/۱۷۵	۵/۲۵۶
جریان نقد آزاد شرکت	FCF	-۰/۸۸۵	۰/۵۱۶	۰/۱۵۶	۲/۱۲۹
بازده سهام سالانه	RET	-۰/۰۴۱	*۲/۶۸۷	۰/۰۱۳	۲/۸۱۹
ضریب تعیین	R <sup>2</sup>	مقدار	آزمون	مقدار	p-value
ضریب تعیین	R <sup>2</sup>	۰/۴۲۵	K-S	۰/۷۱۲	۰/۱۲۳
ضریب تعیین تعدیل شده	R <sup>2</sup>	۰/۴۲۷	F فیش	۱۹/۵۴	۰/۰۰۰
دوربین واتسون	DW	۲/۲۹۶	F لیمر	۱/۸۰۶	۰/۳۱۵

\*\*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح اطمینان ۹۹ و ۹۵ درصد را نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهش



## ۷-۶- نتیجه‌ی آزمون فرضیه اصلی دوم

با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه‌های فرعی اول تا سوم، نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده تاثیرگذار است. بر این اساس هرچه میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بیش‌تر باشد، مدیریت واقعی سود فزاینده ناشی از مدیریت بدست آمده از شاخص‌های هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولیدی چه به صورت مجزا و چه به صورت ترکیبی، کمتر بوده است.

## ۸- جمع بندی و تفسیر نتایج

بخش عمده‌ای از معامله‌گران در بورس، به دنبال خرید و فروش سهام‌هایی با نقدشوندگی سریع با بازدهی بالا و ریسک پایین هستند. نقدشوندگی یک سهام در بورس اوراق بهادار حاکی از آنست که سهام مذکور، شاخصهای نقدشوندگی بالا، (گردش سهام و تعداد دفعات خرید و فروش سهام) را داراست. هدف معامله‌گران یا سرمایه‌گذاران نهادی سرمایه‌گذاری در سهام سازمانهایی است که سودآوری بالا در بازده زمانی کوتاه داشته باشند. به دلیل در اختیار بخش اعظمی از سهام شرکت توسط این سهامداران اعمال قدرت در مجمع عمومی صاحبان سهام و جهت دهی به تصمیمات سازمانی در راستای اهداف سودآورشان به آسانی میسر می‌گردد. این اعمال قدرت سهامداران عمده م تصمیمات مدیریتی را به سمت سرمایه‌گذاری سوق دهد که سودآوری شرکت را افزایش دهند. در نتیجه مدیریت سازمان دچار کوتاه‌نگری در تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. فرضیه‌ی اصلی اول این پژوهش، نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی) تاثیرگذار است. در قالب ۶ فرضیه‌ی فرعی مورد بررسی قرار گرفت. در سه فرضیه‌ی فرعی اول به ترتیب به تاثیر نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از شاخص‌های مجزا: هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولیدی و جریان وجوه نقد، و سه فرضیه‌ی فرعی دیگر به تاثیر نقدشوندگی سهام بر شاخص‌های

ترکیبی انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از این هزینه‌ها پرداخت. با توجه به نتایج هرچه میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بیش‌تر باشد، میزان انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی بدست آمده از شاخص‌های هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولیدی و جریان وجوه نقد، چه به صورت مجزا و چه به صورت ترکیبی، کمتر و با افزایش میزان نقدشوندگی سهام در شرکت‌ها، میزان انحراف از فعالیت‌های اصلی شرکت‌ها کاهش می‌یابد. در این انحرافات مدیریت سازمان با کاهش برخی از هزینه‌های سازمانی همچون تبلیغات و فروش سعی در افزایش مقطعی سود شرکت را دارند این افزایش کوتاه مدت بوده و می‌تواند منجر به از دست دادن موقعیت تجاری سازمان در فضای شدیداً رقابتی صنعت شود. و در بلند مدت توان رقابتی شرکت را کاهش داده و خطر ورشکستگی را برای شرکت به همراه آورد. یکی از مهمترین شاخص‌های معامله‌گران که هنگام خرید و فروش سهام مد نظر قرار گرفته می‌شود، سودآوری سازمان است و می‌تواند موجب افزایش میزان نقدشوندگی سهام یک شرکت، تامین شده و معامله‌گران دیگر به دنبال افزایش سودآوری شرکت در کوتاه مدت نیستند و مدیریت شرکت در جهت کاهش هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولید (کاهش بهای تمام شده) و سرمایه‌گذاری‌های که جریان نقدی آتی تحت فشار و نفوذ این بخش از سهامداران شرکت قرار نمی‌گیرند. نتایج فرضیه اصلی اول و شش فرضیه فرعی که بصورت مجزاء و ترکیبی رابطه عکس میان نقدشوندگی سهام با فعالیت‌های اصلی شرکت و کاهش کوتاه‌نگری مدیریت با افزایش میزان نقدشوندگی سهام را نشان داد. مدیران شرکت‌هایی که میزان نقدشوندگی سهام آنها در سطح پایین تری قرار دارد، باید همواره از نفوذ معامله‌گران بر تصمیمات مدیریت را با استفاده از طراحی و اجرای استراتژیهای لازم در سازمان کاهش دهند. نتایج این پژوهش با یافته‌های آدام و یانگ (۲۰۱۸)، چن و همکاران (۲۰۱۵)، رضایی و همکاران (۱۳۹۷) و مهرانی و نصیری فروزی (۱۳۹۶) یکسان

بود. اما با نتایج ریاحی و همکاران (۲۰۱۲) پژوهش یکسان نبود.

سود یکی از مهمترین شاخص‌های معامله‌گران و سهامداران عمده در هنگام خرید و فروش، افزایش نقدشوندگی سهام و همچنین معیاری مهم در ارزیابی عملکرد مدیران سازمانهاست و همانطور که پیشتر بیان شد، مدیران سازمانها سعی در مدیریت سود توسط گزارشهای مالی هستند که سود شرکت را بیشتر و سازمان را سودآورتر و در نتیجه افزایش میزان نقدشوندگی سهام می‌باشند. برای دستیابی به این هدف با دستکاری و مداخله در ارقام حسابداری و مالی شرکت یا کاهش در هزینه‌های اختیاری یا تولید بصورت مجزا یا ترکیبی، سعی در افزایش سود شرکت در کوتاه مدت می‌نمایند. از طریق بازرسی و نظارت، در سازمانهای که بخش عمده سهامداران را سرمایه‌گذاران نهادی یا معامله‌گران تشکیل داده‌اند. امکان مدیریت سود تا حد زیادی کاهش می‌یابد. اما هزینه‌های نمایندگی را بر سازمان تحمیل می‌گردد.

فرضیه دوم این پژوهش به دنبال بررسی، تاثیر نقدشوندگی سهام بر کوتاه‌نگری مدیریتی (مدیریت واقعی سود فزاینده) پرداخت. این فرضیه‌ی اصلی، آن را در قالب ۳ فرضیه‌ی فرعی مورد بررسی قرار گرفت. در این سه فرضیه‌ی فرعی مدیریت واقعی سود فزاینده به ترتیب با شاخص‌های مجزا: مدیریت هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولیدی و ترکیبی از هر دو اندازه‌گیری شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه اصلی و فرضیه‌های فرعی، نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده تاثیرگذار است. بر این اساس هرچه میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بیش‌تر باشد، مدیریت واقعی سود فزاینده ناشی از مدیریت بدست آمده از شاخص‌های هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولیدی چه به صورت مجزا و چه به صورت ترکیبی، کمتر بوده است. هنگامی که نقدشوندگی سهام سازمان افزایش یابد و سهام شرکت در بورس یکبار یا به دفعات خرید و فروش شود. مدیریت سود فزاینده کاهش یافته و دیگر مدیران سازمانها نیازمند مدیریت

سود و خدشه وارد کردن بر ارقام صورتهای مالی ارائه شده سازمان نیستند. نتایج پژوهش نشان داد، که هر دو مدیریت سود واقعی ناشی از مدیریت هزینه‌های ارقام تعهدی اختیاری ( $REM_1$ ) و ناشی از مدیریت هزینه‌های تولیدی ( $REM_2$ ) به شکل منفی و معنادار با نقدشوندگی سهام در ارتباط هستند. به طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های با سطوح بالاتری از نقدشوندگی سهام در مدیریت سود واقعی کمتری برخوردار هستند. نتایج این فرضیه با نتایج، دهقانان و پورمقدسیان (۱۳۹۶) و چن و همکاران (۲۰۱۸) و اسلی و همکاران (۲۰۱۲) در یک سو قرار دارد. اما همانند فرضیه اصلی اول با نتایج ریاحی و همکاران (۲۰۱۳) یکسان نمی‌باشد

با توجه به نتایج فرضیه اول، رابطه نقدشوندگی سهام و کوتاه‌نگری مدیریت از طریق انحراف از فعالیتهای واقعی که منجر به تورش رفتاری و کوتاه‌نگری مدیریت در سازمانها می‌شود. پیشنهاد می‌شود، مدیران سازمانها استراتژیها و کنترلهای داخلی را طراحی و اجراء نمایند تا تاثیرات کاهش نقدشوندگی سهام بر فعالیتهای واقعی و انحراف از آنها شناسایی و کاسته شود.

وجود رابطه منفی و معکوس میان نقدشوندگی سهام و کوتاه‌نگری مدیریت از طریق مدیریت سود واقعی در سازمان و احتمال مداخله مدیریت سازمان در گزارشهای مالی، پیشنهاد می‌شود. سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه‌ای لازم را خرید و فروش سهام شرکتها داشته باشند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی:

✓ تاثیر نقدشوندگی بر رابطه تغییرات سودآوری

با کوتاه‌نگری مدیریت

✓ تاثیر سهام شناور آزاد بر رابطه نقدشوندگی

سهام با کوتاه‌نگری مدیریت

✓ تاثیر شاخصهای نقدشوندگی سهام بر رابطه

مدیریت سود با کوتاه‌نگری مدیریت

✓ تاثیر کیفیت کنترلهای داخلی بر کوتاه‌نگری

مدیریت

- \* Abernethy, M. A., Bouwens, J. & Lent, L. (2013). The role of performance measures in the intertemporal decisions of business unit managers. *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 925-961.
- \* Asli, A., Shantaram P. H., Gopal V. K., John B. (2012). "Earnings management and market liquidity". *Rev Quant Finan Acc* (2012).38:257-274.
- \* Cheng, P., Man, P., and Cheong, H.Y., (2013). The impact of product market competition on earnings quality. *Accounting and Finance*, 53(1), 137-162.
- \* Chen, Yangyang, S. Ghon Rhee, Madhu Veeraraghavan, Leon Zolotoy. 2015. Stock liquidity and managerial short-termism. *Journal of Banking & Finance* 60 (2015) 44-59.
- \* Dess, G.G. & Picken, J.C. (1999). Creating competitive (dis) advantage: Learning from Food Lion's freefall. *Academy of Management Executive*, 13(3): 97-111.
- \* Dharan, Bala G. (2003). "Accruals Management with Financing and Investing Transactions." [www.ruf.rice.edu/~dharan-accruals\\_Management\\_with\\_Financing\\_and\\_Investing\\_Transactions-12\\_03.pdf](http://www.ruf.rice.edu/~dharan-accruals_Management_with_Financing_and_Investing_Transactions-12_03.pdf) [6 October 2009].
- \* Edmans, A., Fang, V., Zur, E., 2013. The effect of liquidity on governance. *Review of Financial Studies* 26 (6), 1443-1482.
- \* Fang, V. W., Noe, T. H., Tice, S., 2009. Stock market liquidity and firm value. *Journal of financial Economics*. 94 (1), 150-169.
- \* Franz, D.R., HassabElnaby, H.R., Lobo, G.J., 2014. Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies* 19 (1), 473-505.
- \* Gunny, K.A., 2010. The relation between earnings management using real activities manipulations and future performance. Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27 (3), 855-888.
- \* Roychowdhury, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3), 335-370.
- \* Richard, M.D., Womack, J.A. and Allaway, A.W. (1993). "Marketing Myopia: an Integrated View". *Journal of Product & Brand Management*, 2 (3): 49-54.

✓ تاثیر کیفیت سود بر رابطه مدیریت سود با کوتاه نگرى مدیریت

#### فهرست منابع

- \* برادران حسن زاده، رسول؛ نقی زاده خانقاه، وحید؛ تاثیر عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی مدیریتی مجله: بررسی‌های حسابداری. ۳(۶). ۶۳-۶۹.
- \* حسینی‌چگنی، الهام. حق‌گو، بهناز، رحمان‌نژاد، لیلا. ۱۳۹۳. بررسی تورشهای رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری. راهبرد مدیریت مالی. ۷(۲).
- \* دهقانان حامد، پورمقدسیان، پویا. ۱۳۹۶. رابطه نزدیک بینی مدیریتی و راهبرد شرکت با تبیین نقش سخاوتمندی محیط. فصلنامه مطالعات مدیریت راهبردی، ۷(۲۸).
- \* رضایی، فرزین، فیروزعلیزاده، اکرم و داودی، کیومرث. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر ساختار مالکیت و عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین تغییرات سودآوری و کوتا بینی مدیریت شرکت‌ها. مجله دانش حسابرسي. ۱۸(۷۰). ۸۹-۱۰۴.
- \* مهرانی، ساسان و رسائیان، امیر. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی و بازده سالانه ی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری دانشگاه شیراز. ۱(۱)، ۲۱۷-۲۳۰.
- \* مهرانی، کاوه و نصیری فروزی، علیرضا. (۱۳۹۶). بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری. ۱(۸). ۷-۲۷.
- \* Adam C. Kolasinski a, ., Nan Yang. (2018). Managerial myopia and the mortgage meltdown. *Journal of Financial Economics* 128 (2018) 466-485.
- \* Amihud, Y., 2002. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5 (1), 31-56.

- \* Yangyang Chen, S. Ghon Rhee, Madhu Veeraraghavan, Leon Zolotoy.(2018). Stock Liquidity and Managerial Short-Termism. *Journal of Banking & Finance*, doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.07.007>

#### یادداشت‌ها

1. Handa and Schwartz
2. Fang & et.al
3. Searat & et.al
4. Chen & et.al
5. liquidity
6. Dess and Picken
7. managerial short-termism
8. Stein
9. Porter
10. Simon
11. Levinthal and March
12. Levitt
13. Richard & et.al
14. Asli & et.al
15. Riahi & et.al
16. Adam and Yang
17. Screening
18. Roychowdhury
19. Gunny
20. Lehn and Poulsen
21. Dharan
22. Karuna
23. Cheng & et.al
24. Kallapur and Trombley
25. Connory & et.al
26. Franz & et.al

- \* Riahi, Y., Lamiri, I., Mounira, B.A. (2013). The impact of earnings management on liquidity: Case of the Tunisian stock market. *Journal of Finance and Economics*, 1(4), 10-29.
- \* Handa, P., Schwartz, R. A., 1996. How best to supply liquidity to a securities market. *The Journal of Portfolio Management*. 22 (2), 44-51.
- \* Hong, Z., Shuting, Y., & Meng, Z. (2012). Relationship between free cash flow and financial performance evidence from the listed real estate companies in China. *IPCSIT*, 36: 331-335.
- \* Kallapur, S., and Trombley, M. A. (1999). The association between investment opportunity sets and realized growth. *Journal of Business, Financial and Accounting*, Vol. 96, Issue 3, 153-160.
- \* Karuna·Ch, 2007. Industry product market competition and managerial incentives. *Journal of Accounting and Economics* 43 : 275-29.
- \* Lehn, K., Poulsen, A.(1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, *The Journal of Finance*, 771-787.
- \* Levinthal, D.A. and March, J.G. (1993). "The Myopia of Learning Strategic". *Management Journal*, 14 (2): 95-112.
- \* Levitt, T. (1960). "Marketing Myopia". *Harvard Business Review*, 38 (4): 45-56.
- \* Lin, L., Lin, D., Izan, H. Y., & da Silva Rosa, R. (2013). Agency Costs of Free Cash Flow and Takeover Attempts, *Global Economy and Finance Journal*, 6, 16 – 28.
- \* Searat Ali, Benjamin Liu, Jen Je Su.(2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics and Finance*.online. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2017.03.005>.
- \* Simon, H. (1957). *Administrative Behavior*. New York: Mcmillan. p. 259.
- \* Stein, J., 1989. Efficient capital market, inefficient firms: a model of myopic corporate behaviour. *Quarterly Journal of Economics* 104 (4), 655-669.
- \* Maug, E., 1998. Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance* 53 (1), 65-98.
- \* Porter, M.E., 1992. Capital disadvantage: America's failing capital investment system. *Harvard Business Review* 70, 65-82.