



## ارتباط نقدشوندگی سهام و مدیریت سود واقعی با نقش تعدیلگری مالکیت نهادی

یاسمن خلیلی\*

عاطفه حاجیان برنجستانکی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۵/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۰۷

### چکیده:

مدیران در شرکت‌های مختلف، برای افزایش میزان پاداش دریافتی، نمایش وضعیت خوب شرکت و حفظ جایگاه مدیریتی خود، ممکن است به مدیریت سود روی آورند. مدیریت سود در شرکت‌های مختلف از دو روش مدیریت سود تعهدی و واقعی انجام می‌پذیرد که در این پژوهش مدیریت سود واقعی که کمتر در تحقیقات به آن توجه شده، بررسی گردیده است. یکی از عواملی که طبق مبانی نظری ممکن است بر میزان مدیریت سود واقعی اثرگذار باشد، نقدشوندگی سهام است؛ بنابراین در این پژوهش رابطه نقدشوندگی سهام با دو معیار آمیهد و آمیوست با مدیریت سود واقعی بررسی شد. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ بوده و داده‌های این پژوهش شامل ۱۰۲۹ سال-شرکت است. برای بررسی فرضیه‌ها از رگرسیون‌های چند متغیره و روش داده‌های پانل استفاده شد. نتیجه این پژوهش نشان داد که نقدشوندگی سهام بر میزان مدیریت سود واقعی در شرکت‌ها اثر معناداری دارد و مالکیت نهادی این رابطه را تعدیل می‌کند.

کلمات کلیدی: نقدشوندگی سهام، مدیریت سود واقعی، مالکیت نهادی.

\*۱ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول) [y\\_khalili@pnu.ac.ir](mailto:y_khalili@pnu.ac.ir)

<sup>۲</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران [y\\_khlili@pnu.ac.ir](mailto:y_khlili@pnu.ac.ir)

## مقدمه

شرکت‌های گوناگون در دنیا به دلیل بروز انواع بحران‌ها در کسب سود دچار مشکل می‌شوند، در چنین وضعیتی مدیران به عنوان مهمترین مسئول ایجاد سود در شرکت، به ایجاد سود ساختگی و یا دستکاری سود روی می‌آورند (باقرپور، ۱۳۹۹). مدیریت سود یکی از موضوعات مهم در تحقیقات حسابداری است (بانسال و همکاران، ۲۰۲۱) که به شدت مورد توجه محققان قرار گرفته است (رفاهی بخش و همکاران، ۱۳۹۷). مدیریت سود به عملکردی اشاره دارد که بر اساس آن مدیران به شکل هدفمند، سود را دستکاری می‌کنند (بنی مهد و همکاران، ۱۴۰۱) تا برخی از سهامداران را نسبت به عملکرد شرکت گمراه کنند یا طبق تعهدات قراردادی خود که به سود گزارش شده بستگی دارد، عمل کنند (هیلی و والن، ۱۹۹۹، به نقل از بانسال و همکاران، ۲۰۲۱). مدیران می‌توانند با استفاده از دو استراتژی متفاوت بر نتایج گزارشگری تأثیرگذار باشند: مدیریت سود واقعی و مبتنی بر ارقام تعهدی (لی و شیا، ۲۰۲۱). با توجه به این دو نوع استراتژی، موضوع بیشتر تحقیقات گذشته مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بود (سلوان، ۱۹۹۶؛ تئو و همکاران، ۲۰۰۸؛ نلسون و همکاران، ۲۰۰۲، نقل از لی و شیا، ۲۰۲۱) اما محققان دیگری (کوهن و همکاران، ۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که به دلیل افزایش مسئولیت قانونی حساب‌رسان، رویکرد مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی به سمت مدیریت سود واقعی تمایل پیدا کرد (بانسال و همکاران، ۲۰۲۱). همچنین، نتایج تحقیقات بارتون و سیمکو (۲۰۰۲) و گراهام و همکاران (۲۰۰۵) نشان داد که مدیران برای دستکاری سود تمایل به استفاده از روش واقعی داشتند (لی و شیا، ۲۰۲۱). مدیریت سود واقعی زمانی انجام می‌شود که مدیران، فعالیت‌های اقتصادی واقعی یک شرکت را تغییر دهند (هوانگ و هو، ۲۰۲۰) و منجر به افزایش ریسک اطلاعات می‌شود (حبیب و همکاران، ۲۰۲۲). موضوع مورد توجه دیگر بازارهای سهام و معامله‌گران، نقدشوندگی است.

نقدشوندگی یک عامل مهم در قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی است و مفهومی نسبتاً مبهم و پیچیده دارد و اندازه‌گیری آن ساده نیست (دیزا و اسکریبانو، ۲۰۲۲). نقدشوندگی سهام یکی از محبوبترین ویژگی‌های بازارهای سهام دارای عملکرد بالا است که نشان‌دهنده سلامت و عمق بازار سهام بوده و این موضوع در بازارهای نوظهور اهمیت بیشتری دارد (اوزکایا، ۲۰۲۱). تحقیقات گذشته نشان داده است که ارائه اطلاعات بیشتر به بازار، موجب افزایش نقدشوندگی سهام شده و معامله‌گران زمانیکه اطلاعات کمتری دارند، از معامله سهام پرهیز می‌کنند. بنابراین اگر نقدشوندگی سهام با سطح بالاتری از مدیریت سود افزایش یابد، نشان‌دهنده مدیریت سود است (اوزکایا، ۲۰۲۱).

بررسی اثر نقدشوندگی بر مدیریت سود، موضوعی چالش برانگیز است (لی و شیا، ۲۰۲۱). مطالعات قبلی محققان (راجکوپال و ونکاتاجلام، ۱۹۹۷؛ بانگ و دی بانت، ۱۹۹۸؛ بوشی، ۱۹۹۸؛ ماگ، ۱۹۹۸؛ ادمانز، ۲۰۰۹؛ هادانی و همکاران) نشان داده است که نقدشوندگی به دو دلیل می‌تواند موجب کاهش مدیریت سود شود. اولاً زمانیکه نقدشوندگی بازار سهام بالاست، سرمایه‌گذاران نهادی توانایی بیشتری برای مداخله مستقیم و کنترل مدیران دارند و ثانياً، بهبود نقدشوندگی موجب تشویق بیشتر سرمایه‌گذاران شده تا بتوانند سریعتر اطلاعات خاص شرکت را به دست آورند و معاملات کوتاه‌مدت آنها منجر به بهبود کارایی قیمت می‌شود (کایلی، ۱۹۸۴؛ هولدن و سویرامانیام، ۱۹۹۲، به نقل از لی و شیا، ۲۰۲۱). مسا و همکاران (۲۰۱۵) و فانگ و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند که نقدشوندگی سهام، موجب کاهش انگیزه‌های مدیران برای دستکاری سود می‌شود. از سوی دیگر، تحقیقات دیگر (جایارامان و میلیبورن، ۲۰۱۱) نشان داده که نقدشوندگی سهام می‌تواند منجر به افزایش انگیزه‌های مدیران شود تا نتایج گزارشگری مالی را به دلیل پاداش مدیریتی دستکاری کنند. در این حالت مدیران تشویق می‌شوند که با دستکاری سود، در کوتاه‌مدت قیمت‌های سهام را افزایش دهند و از

### مبانی نظری

مدیریت سود از موارد مهم کیفیت گزارش‌گری مالی است (کلبادی و اسلامی، ۱۳۹۹) و زمانی به وقوع می‌پیوندد که مدیران برای جلب توجه و گمراه کردن برخی از استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی، شروع به دستکاری داده‌های مالی و رویدادهای مالی می‌کنند (دانا و همتی، ۱۴۰۰). اگرچه تعریف یکسان از مدیریت سود آسان نیست (گادوسیکووا و همکاران، ۲۰۲۲) اما می‌توان آن را به عنوان مداخلات هدفمند مدیران برای گمراه کردن برخی از سهامداران در مورد عملکرد واقعی شرکت تعریف کرد (اوزکایا، ۲۰۲۱). ارزیابی کیفیت سود ابزار مهمی در حسابداری و حسابرسی مالی است (هوانگ و هو، ۲۰۲۰) و برای سنجش کارایی شرکت بکار می‌رود (کلبادی و اسلامی، ۱۳۹۹). در واقع انگیزه اساسی دستکاری سود، فشار بازار سهام، مزایای مدیران، مقررات و بازرسی قانونی و... است که از میان این عوامل، فشار بازار اساسی‌ترین علت دستکاری سود توسط مدیران است. دستکاری سود از دو طریق انجام می‌شود که شامل مدیریت سود واقعی و مدیریت سود ارقام تعهدی است (هوانگ و هو، ۲۰۲۰). براساس الگوی چوژی (۲۰۰۶) شرکت‌ها از سه استراتژی واقعی به دستکاری سود می‌پردازند که شامل تسریع در زمان فروش و شرایط آن، کاهش هزینه اختیاری (تبلیغات و اداری و...) و تولید زیاد جهت کاهش هزینه تولید است (دانا و همتی، ۱۴۰۰). مطالعات قبلی نشان داد که منطبق مدیریت سود واقعی براساس برخی تئوری‌هاست که مهمترین آنها دو نظریه کارایی و نظریه فرصت طلبی است (حبیب و همکاران، ۲۰۲۲). در دیدگاه کارایی یا دیدگاه اطلاعاتی که با تئوری علامت‌دهی مشخص می‌شود، مدیران اطلاعات بیشتری در مورد فعالیت‌های شرکت نسبت به سهامداران دارند که منجر به عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. بنابراین مدیران فرصتی برای دستکاری اعداد حسابداری در جهت منافع شخصی خود دارند. مدیران برای جلوگیری از هرگونه پیامد نامطلوب عدم تقارن اطلاعاتی، در مدیریت سود شرکت می‌کنند تا بتوانند قابلیت‌های پنهان خود را با

افزایش قیمت سهام منتفع شوند (چنگ و وارفیلد، ۲۰۰۵؛ برگستر و فیلیپون، ۲۰۰۶، به نقل از لی و شیا، ۲۰۲۱). شواهد نشان داده که نتایج تحقیقات در مورد رابطه بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام متفاوت است. چانگ و همکاران (۲۰۰۹) به این یافته رسیدند که شرکت‌هایی که مدیریت سود بالاتری دارند، از نقدشوندگی سهام کمتری برخوردارند. در مقابل الجیفی (۲۰۱۷) نشان می‌دهد که نقدشوندگی شرکت‌های با مدیریت سود بالا بهبود یافته است (اوزکایا، ۲۰۲۱).

در ادبیات تحقیق، منطق مدیریت سود واقعی براساس دو نظریه کارایی و نظریه فرصت طلبی شکل گرفته است (حبیب و همکاران، ۲۰۲۲). دیدگاه کارایی یا دیدگاه اطلاعاتی با تئوری علامت‌دهی مشخص می‌شود (بانسال و همکاران، ۲۰۲۱) و نظریه فرصت‌طلبانه مدیریت سود واقعی با توجه به دیدگاهی از تئوری نمایندگی، مدیریت سود واقعی را توضیح می‌دهد (حبیب و همکاران، ۲۰۲۲). عامل مهم دیگری که مورد توجه مدیران، سهامداران و سرمایه‌گذاران است، حاکمیت شرکتی است.

تحقیقات بسیاری ارتباط حاکمیت شرکتی را با مدیریت سود بررسی کردند (اوزکایا، ۲۰۲۱). اما نتایج این نوع تحقیقات هماهنگ نبود (حبیب و همکاران، ۲۰۲۲). لی و شیا (۲۰۲۱) نشان دادند است که مالکیت نهادی به طور منفی با مدیریت سود ارتباط دارد، بنابراین می‌تواند به عنوان مکانیسم جلوگیری دستکاری سود از طریق نقدشوندگی سهام باشد.

با توجه به مطالب ذکر شده، هدف این پژوهش بررسی رابطه نقدشوندگی سهام با مدیریت سود واقعی و نقش مالکیت نهادی در تعدیل رابطه این دو متغیر است. در این پژوهش از دو معیار آمیهود و آمیوست برای نقدشوندگی و برای بررسی اثر حاکمیت شرکتی به عنوان معیار مهمی برای نظارت رفتار مدیر و مدیریت سود، از متغیر مالکیت نهادی استفاده شد.

ارائه گزارش‌های مالی مطلوب نشان دهند. این کار برای دستیابی به واکنش مطلوب بازار به شکل افزایش قیمت سهام انجام می‌شود که تأثیر مثبتی بر بازده بازار سهام دارد (بانسال و همکاران، ۲۰۲۱). در نظریه فرصت‌طلبانه مدیریت سود واقعی با ترسیم دیدگاهی از تئوری نمایندگی، نشان می‌دهد که مدیران با تمایل به اطلاعات نادرست به کاربران صورت‌های مالی، از فعالیت‌های تجاری عادی خارج می‌شوند. مدیران به طور عمدی از فعالیت‌های عادی با هدف دستیابی به اهداف گزارشگری مالی منحرف می‌شوند تا به منافع خود دست یابند (رویچودری، ۲۰۰۶). استفاده فرصت‌طلبانه مدیر از فعالیت‌ها، ریسک اطلاعات را افزایش داده و عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌کند و مشکلات نمایندگی را به صورت انتخاب نادرست و خطر اخلاقی ایجاد می‌کند. انتخاب نادرست زمانی تشدید می‌شود که مدیران به اطلاعات واقعی در مورد ارزش شرکت دسترسی داشته باشند، در حالی که سرمایه‌گذاران این امکان را ندارند. بنابراین مدیریت سود واقعی فرصت طلبانه پیامدهای نامطلوبی مانند کاهش عملکرد شرکت، اثر منفی بر بازار سهام و بدهی دارد (کیم و سون، ۲۰۱۳؛ پاپاس و همکاران، ۲۰۱۹، نقل از حبیب و همکاران، ۲۰۲۲).

در برخی تحقیقات رابطه سود تقسیمی و نقدشوندگی و مدیریت سود بررسی شدند. نیگوبین (۲۰۲۰) دریافت که نقدشوندگی سهام به طور مثبت با سود شرکت ارتباط دارد و نقدشوندگی با کاهش نوسانات جریان نقدینگی و تأثیر نقدینگی سهام بر شرکت، سود سهام شرکت را افزایش می‌دهد. اسپهبدی و همکاران (۲۰۲۱) با این توضیح که شرکت‌ها برای اینکه میزان توزیع سود بیشتر داشته باشد یا اینکه اجتناب از کاهش سود تقسیمی داشته باشد، مدیریت سود بیشتری را انجام می‌دهند. شرکت‌هایی که سود سهام خود را بیشتر افزایش می‌دهند، بیشترین مدیریت سود را در هزینه‌های سرمایه‌ای و فروش، هزینه‌های عمومی و اداری دارند. تحقیقات دیگری مانند چن و همکاران (۲۰۰۶) نشان دادند که قیمت سهام حاوی

اطلاعات مفیدی است که مدیران می‌توانند در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود لحاظ کنند. افزایش قیمت بیشتر با نقدینگی کمتری همراه است که اطلاع رسانی قیمت سهام را کاهش می‌دهد. این امکان وجود دارد افزایش قیمت سهام منجر به کاهش رشد سرمایه‌گذاری برای خرید سهام شرکت شود، لذا ممکن است اقدام به مدیریت سود نمایند که در واقع منجر به تغییر در میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها خواهد شد (لی و شیا، ۲۰۲۱). گادوسیکووا و همکاران (۲۰۲۲) نشان دادند که ویژگی‌های خاص شرکت در مدیریت سود اثرگذار است و شرکت‌های بزرگ تمایلی به دستکاری سود ندارند. در تحقیقات مختلفی چون بوشه (۱۹۹۸) و چونگ و همکاران (۲۰۰۲) و رویچودری (۲۰۰۶) و کوه (۲۰۰۷) و خرانا و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که مالکیت نهادی با مدیریت سود رابطه منفی دارد. سرمایه‌گذاران نهادی که ناظران قوی هستند از مدیریت سود جلوگیری می‌کنند و افزایش نظارت سرمایه‌گذاران نهادی مانع انجام دستکاری از طریق فعالیت واقعی می‌شود (گرل و همکاران، ۲۰۲۱) و تأثیر افزایش سرمایه‌گذاران بلندمدت یا کوتاه‌مدت نهادی بر نقدشوندگی هنگامی که شرکت اطلاعات عمومی بیشتری در اختیار داشته باشد، تضعیف یا تقویت می‌شود (وانگ و همکاران، ۲۰۲۱).

در سالهای اخیر، فعالیت سهامداران افزایش یافته است زیرا سهامداران به دنبال بهبود حاکمیت شرکتی و افزایش عملکرد شرکت هستند. از بین انواع مختلف فعالیت سهامداران، در نظر گرفتن پیشنهادات و انتقادات سهامداران، کم‌هزینه‌ترین و رایج‌ترین راه برای بهبود حاکمیت شرکتی است. این پیشنهادات اغلب بر روی شیوه‌ها یا سیاست‌های حاکمیتی تمرکز می‌کنند، که به سهامداران اجازه می‌دهد بر انتخاب و عملکرد حاکمیت شرکت‌ها تأثیر بگذارند که پس از تصویب چنین پیشنهاداتی، سطوح مدیریت سود مبتنی بر تعهدی و واقعی به طور کلی کاهش می‌یابد. به طور خاص، پیشنهادات متمرکز بر تغییر ساختار حاکمیت (به عنوان مثال، استقلال

هیأت مدیره) منجر به کاهش هر دو نوع مدیریت سود می-شود (نگ و همکاران، ۲۰۲۱).

### پیشینه پژوهش

جورجی و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی اثرات مدیریت سود مبتنی بر تعهدات و توسعه نهادهای مالی کشورها را بر نقدشوندگی سهام تحلیل کردند. نتایج نشان داد که اقلام تعهدی اختیاری تأثیر مثبت و غیرخطی بر نقدشوندگی سهام دارند. این اثر زمانی منفی می شود که اقلام تعهدی اختیاری مثبت بالاتر از مقادیر آستانه باشد. این محققان نشان دادند که مدیریت سود نقدشوندگی سهام را کاهش می دهد و پذیرش استانداردهای بین المللی حسابداری اثرات مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام را کاهش می دهد. سیاپوترا و یارنیواتی (۲۰۲۲) در تحقیقی به بررسی تأثیر سودآوری، نقدشوندگی، اهرم و اندازه شرکت بر مدیریت سود پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که سودآوری تأثیر معناداری بر مدیریت سود دارد و نقدشوندگی تأثیر بر مدیریت سود ندارد. همچنین اهرم و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر مدیریت سود دارد. آلپ و همکاران (۲۰۲۲) تأثیر نقدشوندگی بازار سهام بر سقوط قیمت سهام را بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که نقدشوندگی بالاتر سهام، احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد و نقدشوندگی بالاتر سهام با سقوط سهام سرمایه گذاران خارجی در موسسه، خطر سقوط را افزایش می دهد. لی و شیا (۲۰۲۱) بررسی کردند که آیا نقدشوندگی بازار سهام اثر علت و معلولی بر مدیریت سود واقعی دارد یا خیر. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت هایی که دارای نقدشوندگی کمتری هستند، احتمال بیشتری در استفاده از مدیریت سود واقعی دارند. همچنین نشان دادند که نقدشوندگی سهام از طریق نظارت مالکیت نهادی و از طریق فعالیت های رای گیری و فروش کوتاه مدت بر مدیریت سود تأثیر می-گذارد و این اثر در شرکت هایی که سود سهام پرداخت نمی-کنند، قوی تر است. تی وان و دین هونگ (۲۰۲۰) به این نتیجه رسیدند که نقدینگی بازار تحت تأثیر مدیریت سود

است، به این معنی که هر چه سطح مدیریت سود بالاتر باشد، نقدشوندگی سهام بهتر است.

قجربگی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر نقدشوندگی بر مدیریت سود و بازده مورد انتظار سهام شرکتها پرداختند. نتایج نشان داد که نقدشوندگی با بازده دارایی ها همبستگی دارد، همچنین نقدشوندگی بر مدیریت سود تأثیر دارد و نقدشوندگی و مدیریت سود بر بازه مورد انتظار سهام تأثیر دارد. سوری (۱۴۰۰) نسبتهای نقدینگی بر مدیریت سود واقعی را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که بین نسبت جاری و آتی با مدیریت سود واقعی رابطه معناداری وجود دارد. امیدی قاسم آباد (۱۴۰۰) نیز در پژوهشی به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و رقابت در بازار محصول با مدیریت سود در شرکتها پرداخت. نتایج نشان داد که ساختار رقابتی بازار محصول بر مدیریت واقعی سود تأثیر ندارد و همچنین ساختار مالکیت بر ارتباط ساختارهای رقابتی بازار محصول و مدیریت واقعی سود تأثیر ندارد. جوان و همکاران (۱۳۹۹) تأثیر اهرم و نقدینگی بر مدیریت سود را در شرکتها بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که اهرم مالی بر مدیریت سود بر مبنای اقلام تعهدی سرمایه در گردش تأثیر دارد و نقدینگی بر هر دو مبنای مدیریت سود تأثیر دارند.

### روش شناسی

این پژوهش از منظر فرآیند اجرا (نوع داده ها) یک پژوهش کمی، از منظر نتیجه اجرای آن یک پژوهش کاربردی، از منظر هدف اجرا یک پژوهش تحلیلی (به روش همبستگی) و از منظر منطق اجرا یک پژوهش قیاسی-استقرایی و از منظر بعد زمانی، یک پژوهش طولی (پس رویدادی) است. در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز به روش های کتابخانه ای و اسنادکوری جمع آوری شده است. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه گیری پژوهش حاضر به روش حذف سیستماتیک است و شرکت هایی که فاقد شرایط ذیل بودند، حذف شدند:

سطوح غیرعادی هزینه‌های اختیاری (*Abnormal*) (*DISEXP*) و سطوح غیرعادی جریان نقدینگی عملیات (*CFO Abnormal*) محاسبه کرد. سپس سه معیار را برای ساخت مدیریت سود واقعی به عنوان معیار کل دستکاری سود واقعی فعالیتها ادغام کرد (لی و شیا، ۲۰۲۱). بنابراین مدیریت سود واقعی به صورت زیر محاسبه می‌شود:  
مدل (۱)

$$REALEM = Abnormal PROD + (-1) * Abnormal DisExp + (-1) * Abnormal CFO$$

(۱) سطوح غیرعادی هزینه‌های تولید (*Abnormal*) (*PROD*): هزینه‌های تولید غیرعادی از طریق مدل زیر برآورد شده و باقیمانده مدل به عنوان معیار هزینه‌های تولید غیرعادی (*ABCOST*) در نظر گرفته شده است:  
مدل (۲)

$$\frac{PROD_{it}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{sale_{it}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta sale_{it}}{AT_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta sale_{it-1}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$PROD_{i,t}$ : جمع بهای تمام شده کلای فروش رفته ( $COGS_{i,t}$ ) در طول سال مالی  $t$  و تغییرات موجودی کالا از  $t-1$  به  $t$  ( $\Delta INVT_{i,t}$ )

$Ati,t-1$ : مجموع دارایی‌ها شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t-1$  است؛

$Sale_{i,t}$ : خالص فروش شرکت  $i$  در سال مالی  $t$  است.

$Sale_{i,t}\Delta$ : تغییر فروش خالص شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$  است.

$Sale_{i,t-1}\Delta$ : تغییر خالص فروش از  $t-2$  به  $t-1$  است.

$\varepsilon_{i,t}$ : باقی مانده مدل (نشان دهنده هزینه تولید غیرعادی)

(۲) سطوح غیرعادی هزینه‌های اختیاری (*Abnormal*) (*Disexp*): هزینه‌های اختیاری غیرعادی از طریق مدل زیر برآورد شده و باقیمانده مدل به عنوان معیار هزینه‌های

(۱) شرکت‌های مورد نظر از سال ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ در بورس پذیرفته شده باشند.  
(۲) سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.  
(۳) شرکت‌های مورد نظر طی دوره بررسی لغو نماد نشده باشد.  
(۴) جزء شرکت‌های گروه مالی و سرمایه‌گذاری نباشند.  
(۵) طی دوره بررسی، داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌ها در دسترس و کامل باشد.

در نهایت پس از اجرای روش حذف سیستماتیک و طی کردن مراحل بالا، تعداد نمونه‌های مورد بررسی به ۱۴۷ شرکت طی ۷ سال رسیده و عبارتی تعداد ۱۰۲۹ سال-شرکت، مورد بررسی قرار گرفت.

#### فرضیه پژوهش

با در نظر گرفتن مبانی نظری مطرح شده و همچنین پیشینه پژوهش لی و شیا (۲۰۲۱) و سایر پژوهش‌های داخلی و خارجی فرضیه پژوهش به شرح ذیل ارائه گردید:

فرضیه ۱: نقدشوندگی سهام با مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری دارد.

فرضیه ۲: مالکیت نهادی رابطه نقدشوندگی سهام با مدیریت سود واقعی شرکت‌ها را تعدیل می‌کند.

#### اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: مدیریت سود واقعی (*REALEM*):

در تحقیقات مختلفی همچون روی چودهری (۲۰۰۶) و کوهن و زاروین (۲۰۱۰) و زانگ (۲۰۱۲) نشان دادند که یک شرکت می‌تواند بر سود گزارش شده خود از طریق سه نوع فعالیت واقعی تأثیر بگذارد: گزارش بهای کمتر کالاهای فروخته شده از طریق تولید، کاهش هزینه‌های اختیاری مانند هزینه‌های تحقیق و توسعه، تبلیغات و هزینه‌های عمومی و اداری و تسریع زمان فروش با ارائه تخفیف قیمت یا شرایط اعتباری. این فعالیتها را می‌توان با سطوح غیرعادی هزینه‌های تولید (*PROD Abnormal*)،

سفارشات نشان می‌دهد. فرمول فوق براساس مقاله آمیهود (۲۰۰۲) در  $10^6$  ضرب شده است:

$$ILLIQ = 10^6 \text{average} \left( \frac{\text{daily return}}{\text{daily volume}} \right)$$

$\text{daily return}_{it}$ : بازده سهام مشخص  $i$  در روز مشخص  $t$

$$\text{daily return}_{it} = \frac{(p_t - p_{t-1}) + \text{DPS}}{p_{t-1}}$$

$p_t$ : قیمت سهم  $i$  در زمان  $t$ ،  $p_{t-1}$ : قیمت سهم  $i$  در زمان  $t-1$ ،  $\text{DPS}$ : میزان سود نقدی پرداخت شده سهام  $i$ ،  $\text{daily volume}_{it}$ : ارزش ریالی معاملات سهام مشخص  $i$  در روز مشخص  $t$ ، نسبت نقدشوندگی آمیووست ( $AMIVEST$ ): از تقسیم حجم معامله سهام یک شرکت بر قدرمطلق بازده سهام حاصل می‌شود (دیاز و اسکریبانو، ۲۰۲۲).

$$AV_t = \frac{1}{K_t} \sum_{k=1}^{D_t} \frac{TV_{t,k}}{|r_{t,k}|}$$

متغیر تعدیل کننده:

مالکیت نهادی ( $InstOwnership$ ): مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانکها و بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها و شرکتهای دولتی است. (جلیلی و اسعدی، ۱۴۰۱).

متغیرهای کنترلی:

اندازه ( $SIZE$ ): لگاریتم طبیعی کل دارایی یک شرکت (زمانیان فر و همکاران، ۱۴۰۰).

ارزش بازار به ارزش دفتری ( $Market TO Book$ ): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) (لی و شیا، ۲۰۲۱).

بازده دارایی ( $Return on Asset$ ): سود خالص به جمع دفتری دارایی‌ها (توکلی و جعفری دهکردی، ۱۳۹۸).

اختیاری غیرعادی ( $ABEXP$ ) در نظر گرفته شده است: مدل (۳)

$$\frac{DISX_{it}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\text{sale}_{it}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$DISX_{i,t}$ : مجموع هزینه‌های تحقیق و توسعه ( $XRD_{i,t}$ ) است، هزینه‌های تبلیغات ( $XAD_{i,t}$ ) و فروش، هزینه‌های عمومی و اداری ( $XSGA_{i,t}$ )،  $\varepsilon_{i,t}$ : باقی مانده مدل (نشان دهنده هزینه اختیاری).

(۳) سطوح غیرعادی جریان نقدینگی عملیاتی ( $AbnormalCFO$ ): جریانهای نقد عملیاتی غیرعادی از طریق مدل زیر برآورد شده و باقیمانده مدل به عنوان معیار جریانهای نقد عملیاتی غیرعادی ( $ABCFO$ ) در نظر گرفته شده است: مدل (۴)

$$\frac{CFO_{it}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\text{sale}_{it}}{AT_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta \text{sale}_{it}}{AT_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$CFO_{i,t}$ : جریان نقدی عملیاتی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ،  $\varepsilon_{i,t}$ : باقی مانده مدل (نشان دهنده جریان نقدی عملیاتی).  $DISEXP Abnormal$  و  $CFO abnormal$  در  $-1$  ضرب شده طوری که ارزش بیشتر به معنای افزایش بیشتر سود گزارش شده با کاهش هزینه‌های اختیاری و جریانهای نقدی خالص است. سپس مجموع سه قسمت به عنوان معیار کل دستکاری فعالیت‌های واقعی در نظر گرفته می‌شود (لی و شیا، ۲۰۲۱).

متغیر مستقل:

نقدشوندگی ( $LIQUIDITY$ ): با معیارهای زیر اندازه‌گیری می‌شود:

نسبت آمیهود ( $illiq$ ): طبق پژوهش لی و شیا (۲۰۲۱)، این معیار برای بازارهای نوظهور و در حال توسعه مناسب است و معیاری چند بعدی است. این نسبت، قدر مطلق بازده روزانه را به ازای حجم مبادلات و اثر قیمتی میزان

بلندمدت و تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت اندازه‌گیری شده است (اخگرو قربانی، ۱۳۹۸) که برای همگن‌سازی تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت می‌شود. نوسانات جریان نقدی (*Cash Flow Volatility*): طبق تحقیق لی و شیا (۲۰۲۱) انحراف معیار نسبت جریان نقد عملیات شرکت بر دارایی‌ها طی دوره گذشته.

$$Cash\ Flow\ Volatility = OANCF_{i,t} / AT_{i,t-1}$$

$OANCF_{i,t}$ : جریان نقدی عملیاتی و  $AT_{i,t-1}$ : کل

دارایی‌های سال قبل

### یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج مربوط به آمار توصیفی متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است که در آن آمار توصیفی کوچکترین، بزرگترین، میانگین، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی داده‌ها ارائه شده است.

رشد دارایی (*Asset Growth*): نرخ رشد دارایی‌ها (تغییر دارایی‌ها نسبت به دارایی‌های سال‌های قبل) (لی و شیا، ۲۰۲۱).

تامین مالی بیرونی (*External Financing*): از مجموع مبلغ وجه نقد ایجاد شده به وسیله فعالیت‌های تأمین مالی شرکت و خالص جریان وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های بلندمدت و کوتاه مدت استفاده شده است (اخگرو قربانی، ۱۳۹۸).

$$External\ Financing_{j,t} = Equity_{j,t} + Debt_{j,t}$$

*Equity*: معرف مبلغ وجه نقد ایجاد شده به وسیله فعالیت‌های تأمین مالی شرکت و برابر است با تغییر در کل دارایی‌ها منهای تغییر در کل بدهی‌ها منهای سود خالص که برای همگن‌سازی داده‌ها، تقسیم بر کل دارایی شده است (اخگرو قربانی، ۱۳۹۸). *Debt*: معرف خالص گردش وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهی‌های بلندمدت و کوتاه-مدت است و به صورت مجموع تغییر در بدهی‌های

منبع داده: یافته‌های پژوهش



جدول (۱) آمار توصیفی

| علامت اختصاری               | توصیف متغیر  | کوچکترین      | بزرگترین | میانگین | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|-----------------------------|--|---------------|----------|---------|--------------|-------|--------|
| <b>متغیر وابسته</b>         |  |               |          |         |              |       |        |
| <i>Realm</i>                | مدیریت سود در سطح واقعی  | -۱,۴۴         | ۵,۴۹     | ۰,۸۳    | ۰,۶۱۲        | ۱,۸۴  | ۱۵,۶۴  |
| <b>متغیر مستقل</b>          |  |               |          |         |              |       |        |
| <i>illiq</i>                | معیار عدم نقدشوندگی آمیهود                                       | ۰,۰۰۰۰۰۱<br>۹ | ۰,۴۵۶    | ۰,۰۰۳   | ۰,۰۲۶        | ۱۲,۹  | ۱۹۳,۱۴ |
| <i>AMIVEST</i>              | آمیوست   | ۵,۱e۵         | ۷,۴۲e۷   | ۱,۰۵e۷  | ۱,۰۴e۷       | ۰,۸۳  | ۳,۲۷   |
| <b>متغیر تعدیل کننده</b>    |  |               |          |         |              |       |        |
| <i>InstOwnership</i>        | مالکیت نهادی   | ۰,۰۹          | ۰,۷۹     | ۰,۴۶    | ۰,۰۶         | ۰,۴۲  | ۱,۷۵   |
| <b>متغیرهای کنترلی</b>      |  |               |          |         |              |       |        |
| <i>SIZE</i>                 | اندازه شرکت  | ۱۱,۳۶         | ۲۰,۷۶    | ۱۴,۸۹   | ۱,۷۲         | ۰,۹۰  | ۳,۸۱   |
| <i>Market TO Book</i>       | ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام                        | -۱,۷۴         | ۶,۲۳     | ۳,۵۷    | ۱,۹۶         | ۰,۲۳  | ۱,۵۳   |
| <i>Return on Asset</i>      | بازده دارایی   | -۰,۲۳         | ۰,۶۸     | ۰,۱۲    | ۰,۱۵         | ۰,۶۶  | ۳,۵    |
| <i>Asset Growth</i>         | رشد دارایی شرکت  | -۰,۲۹         | ۷,۵۸     | ۰,۳۳    | ۰,۸۳         | ۰,۶۹۹ | ۱۴,۹۵  |
| <i>External Financing</i>   | تامین مالی بیرونی  | -۰,۵۰         | ۱,۳۵     | ۰,۰۵    | ۰,۲۱         | ۱,۱۵  | ۸,۳۷   |
| <i>Equity</i>               | تغییر در کل داراییها منهای تغییر در کل بدهیها منهای سود خالص     | -۰,۸۲         | ۱,۵۸     | -۰,۰۳   | ۰,۱۸         | ۲,۷۹  | ۱۸,۹۷  |
| <i>Debt</i>                 | مجموع تغییر در بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت بر مجموع دارایی های | -۰,۴۴         | ۰,۴۸     | ۰,۰۸۹   | ۰,۲۰۱        | ۰,۲۷۸ | ۶۵,۹۹  |
| <i>Cash Flow Volatility</i> | نوسانات جریان نقدی   | ۰,۰۱          | ۰,۶۳۷    | ۰,۰۷۳   | ۰,۰۰۴        | ۳,۴۹  | ۲۳,۹۳  |

با توجه استفاده از داده‌های ترکیبی در تحلیل مدل‌های این پژوهش در مرحله اول به بررسی نوع داده‌های این تحقیق پرداخته می‌شود. ابتدا از آماره آزمون  $F$  لیمر به

آزمون فرضیات

هاسمن استفاده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۶). برای مدل این تحقیق نوع داده‌ها در جدول ۲ آمده است:

منظور تشخیص اینکه داده‌ها کلاسیک یا پانل است استفاده می‌شود. در صورت انتخاب داده‌های پانل در مرحله دوم در مورد انتخاب یکی از دو روش اثرات ثابت یا تصادفی باید تصمیم‌گیری نمود، که بدین منظور معمولاً از آزمون

جدول (۲) نوع داده‌های تحقیق

| مدل تحقیق | آزمون F لیمر، انتخاب بین روش کلاسیک (Pooling) یا پانل (Panel)                                     | آزمون هاسمن، انتخاب بین روش اثرات ثابت (Fixed) و اثرات تصادفی (Random)                             |
|-----------|---|--|
| فرضیه     | آمار آزمون اف لیمر ۳،۱۴ میباشد و سطح معناداری آن نیز ۰،۰۰۰ است، بنابراین روش پانل انتخاب شده است. | آماره آزمون هاسمن ۱۷،۹۵ و میزان سطح معناداری نیز ۰،۰۰۰ است، بنابراین روش اثرات ثابت انتخاب می‌شود. |

با توجه به اینکه مقدار سطح معناداری برای فرضیه کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، پس ناهمسانی واریانس وجود دارد. برای بررسی همبستگی بین اجزا خطا از آزمون والد ریج استفاده شده است. مقدار این آماره در جدول ۴ ارائه شده است:

در تحقیقات رگرسیون به منظور کارایی بیشتر و انسجام مناسب نتایج باید مفروضات رگرسیون تحقیق مورد بررسی قرار گیرد (عادل آذر و مومنی، ۱۳۸۴). برای بررسی همسانی واریانس اجزا خطا در داده‌ها از بروش پاگان استفاده می‌شود، که نتایج مربوط به مدل در جدول ۳ آمده است.

جدول (۳) آزمون همسانی واریانس

| مدل تحقیق | نتایج آزمون والد تعدیل شده  |   |
|-----------|---|---|
|           | سطح معناداری آزمون  | مقدار آماره آزمون   |
| فرضیه     | سطح معناداری آزمون واد تعدیل شده $P-VALUE$ به میزان ۰،۰۰۰، بنابراین ناهمسانی وجود دارد. | مقدار آماره آزمون بروش پاگان / کوک ویزبرگ ۲۰۴۱۹،۳۴ می‌باشد. |

جدول (۴) همبستگی اجزا خطا

| مدل تحقیق | نتایج آزمون والد ریج  |  |
|-----------|---|--|
|           | سطح معناداری آزمون  | مقدار آماره آزمون                      |
| فرضیه     | سطح معناداری آزمون والد ریج $P-VALUE$ به میزان ۰،۰۰۰، بنابراین مشکل خودهمبستگی وجود دارد. | مقدار آماره آزمون والد ریج ۱۸،۱۵ باشد. |

تخمین رگرسیون فرضیه‌ها مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی، همزمان از طریق روش پاریس

با توجه به اینکه سطح معناداری در تمام فرضیه کمتر از ۰،۰۵ است لذا مشکل خودهمبستگی وجود دارد. در زمان

وینستن خواهد شد. برای بررسی عدم همخطی بین متغیرهای مدل از شاخص عامل تورم واریانس (VIF) استفاده می‌شود. که نتایج آن در جدول ۵ ارائه شده است. که با توجه به نتایج بدست آمده مشکلی از بابت همخطی بین متغیرها وجود نداشته است.

جدول (۵) بررسی همخطی از طریق شاخص عامل تورم واریانس

| فرضیه |                             |
|-------|-----------------------------|
| ۱,۰۱  | <i>illiq</i>                |
| ۱,۱۲  | <i>AMIVEST</i>              |
| ۱,۲۳  | <i>InstOwnership</i>        |
| ۱,۱۵  | <i>SIZE</i>                 |
| ۱,۱۹  | <i>Market TO Book</i>       |
| ۱,۷۳  | <i>Return on Asset</i>      |
| ۱,۴۸  | <i>Asset Growth</i>         |
| ۱,۸   | <i>Equity</i>               |
| ۱,۳۵  | <i>Debt</i>                 |
| ۱,۱۷  | <i>Cash Flow Volatility</i> |
| ۱,۳۲  | میانگین <i>vif</i>          |

فرضیه ۲: مالکیت نهادی رابطه نقدشوندگی سهام با مدیریت سود واقعی شرکت‌ها را تعدیل می‌کند. مدل‌های برآورد فرضیه ۱ و ۲ پژوهش، به ترتیب در جدول ذیل ارائه شده است:

نتایج تخمین فرضیه  
آزمون فرضیه ۱: نقدشوندگی سهام با مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری دارد.

$$REALEM_{it} = a_0 + \beta_1 LIQUIDITY_{it} + \beta_2 AMIVEST + \beta_3 InstOwnership_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 Market\ TO\ Book_{it} + \beta_6 Return\ on\ Asset_{it} + \beta_7 Asset\ Growth_{it} + \beta_8 External\ Financing_{it} + \beta_9 Equity_{it} + \beta_{10} Debt_{it} + \beta_{11} Cash\ Flow\ Volatility_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$REALEM_{it} = a_0 + \beta_1 LIQUIDITY_{it} + \beta_2 AMIVEST + \beta_3 InstOwnership_{it} + \beta_4 InstOwnership \times LIQUIDITY + \beta_5 InstOwnership_{it} \times AMIVEST + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Market\ TO\ Book_{it} + \beta_8 Return\ on\ Asset_{it} + \beta_9 Asset\ Growth_{it} + \beta_{10} External\ Financing_{it} + \beta_{11} Equity_{it} + \beta_{12} Debt_{it} + \beta_{13} Cash\ Flow\ Volatility_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول (۶) نتایج تخمین رگرسیون برای فرضیه

| رگرسیون   | <i>p-value</i> | آماره z | انحراف<br>استاندارد | ضریب    | متغیرها                             | توصیف متغیر   |
|---|----------------|---------|---------------------|---------|-------------------------------------|---|
| <p><i>p-value</i>=۰/۰۰۰<br/> <math>X^2</math> = ۶۵,۱۲ = آمار والد<br/> <math>R^2</math> = ۰/۶۱ = تعدیل<br/>                     شده</p> | ۰,۰۰۰          | ۷,۰۷    | ۰,۲۶۸               | ۱,۹۰    | <i>LIQUIDITY</i>                    | نقدشوندگی<br>(آمیهود)   |
|   | ۰,۰۰۱          | ۳,۲۵    | ۳,۲e-۷              | ۱,۰۴e-۶ | <i>AMIVEST</i>                      | آمیوست  |
|   | ۰,۰۰۰          | -۷,۴۴   | ۰,۰۶۸               | -۰,۵۰۳  | <i>InstOwnership<sub>it</sub></i>   | مالکیت نهادی  |
|   | ۰,۰۰۰          | -۵۵,۴۷  | ۰,۰۱۷               | -۰,۹۴۳  | <i>LIQUIDITY × InstOwnership</i>    | نقدشوندگی × مالکیت<br>نهادی   |
|   | ۰,۰۳۲          | ۲,۱۶    | ۲,۴e-۸              | -۵,۲e-۸ | <i>AMIVEST × InstOwnership</i>      | آمیوست × مالکیت<br>نهادی  |
|   | ۰,۰۰۰          | ۵,۹۲    | ۰,۰۰۸               | ۰,۰۵۲   | <i>SIZE</i>                         | اندازه شرکت   |
|   | ۰,۰۰۰          | ۵,۵۸    | ۰,۰۰۷               | ۰,۰۳۹   | <i>Market TO Book</i>               | نسبت ارزش بازار به<br>دفتری   |
|   | ۰,۰۰۰          | ۶,۹۱    | ۰,۱۸۱               | ۱,۲۵    | <i>Return on Asset<sub>it</sub></i> | بازده دارایی  |
|   | ۰,۰۱۱          | -۲,۵۶   | ۰,۰۲۵               | -۰,۰۰۶  | <i>Asset Growth</i>                 | رشد دارایی  |
|   | ۰,۵۱۳          | -۰,۶۵   | ۰,۳۵۸               | -۰,۲۳۴  | <i>External Financing</i>           | تامین مالی بیرونی   |
|   | ۰,۰۰۰          | ۴,۸۱    | ۰,۲۹۳               | ۱,۰۴    | <i>Equity</i>                       | تغییر در کل داراییها<br>منهای تغییر در کل<br>بدهیها منهای سود<br>خالص |
|   | ۰,۰۰۴          | ۲,۹۱    | ۰,۲۸۶               | ۰,۸۳۵   | <i>Debt</i>                         | وجوه نقد ایجاد شده<br>ناشی از بدهیهای<br>بلندمدت و کوتاه<br>مدت       |
|   | ۰,۰۰۸          | ۲,۶۷    | ۰,۳۵۴               | ۰,۹۴۶   | <i>Cash Flow Volatility</i>         | نوسانات جریانهای<br>نقدی  |
| <i>REALEM</i>   |                |         |                     |         | متغیر وابسته                        |   |

است، از سوی دیگر در تحقیقات قبلی، کمتر به موضوع مدیریت سود واقعی توجه شده است، لذا در این پژوهش رابطه این دو متغیر به همراه متغیر تعدیلگر مالکیت نهادی مورد بررسی قرار گرفت. معیار نقدشوندگی آمیهود و آمیوست و نقش حاکمیت شرکتی با معیار مالکیت نهادی مورد بررسی قرار گرفت.

یافته‌های این پژوهش بیانگر آنست که معیارهای نقدشوندگی سهام بر میزان مدیریت سود واقعی شرکت‌های نمونه پژوهش اثرگذار بوده است یعنی نقدشوندگی بالاتر سهام، رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش داده و به مهار مدیریت سود کمک می‌کند. همچنین مالکیت نهادی به عنوان یکی از مکانیسم‌های مهم حاکمیت شرکتی، ارتباط بین نقدشوندگی سهام و مدیریت سود واقعی را تعدیل می‌کند. هنگامی که سهام شرکتی سریعتر نقد می‌شود، سهامداران بیشتری تمایل به خرید سهام شرکت دارند، بنابراین شرکت دسترسی بیشتری به منابع دارد. با افزایش سهامداران، کنترل و نظارت آنها بر فعالیت شرکت بیشتر می‌شود. سهامداران نهادی با تهدید به خروج از شرکت، می‌توانند رفتار مدیر را کنترل کنند، بنابراین مدیران جهت جلوگیری از خروج سهامداران نهادی، کمتر به سمت رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت سود روی می‌آورند. نتیجه این پژوهش که نشان داد که افزایش نقدشوندگی سهام با کاهش مدیریت سود همراه است، با نتایج پژوهش‌های خارجی هوانگ و هو (۲۰۲۰)، اوزکایا (۲۰۲۱)، لی و شیا (۲۰۲۱) و نتایج پژوهش‌های داخلی قجریبیگی و همکاران (۱۴۰۰)، جوان و همکاران (۱۳۹۹) و حمیدیان و همکاران (۱۳۹۹) هماهنگ است.

یافته‌های این پژوهش از آن جهت می‌تواند برای سرمایه‌گذاران جالب باشد که آنها می‌توانند عوامل ریسک مرتبط با نقدشوندگی که بر مدیریت سود واقعی شرکت و نیز ارزش بلندمدت شرکت اثرگذار باشد، را بهتر ارزیابی کنند. و براساس معیارهای نقدشوندگی (آمیهود و آمیوست) اقدام به تشکیل پرتفوی نمایند. با توجه به نتایج حاصل

این پژوهش به بررسی رابطه میان نقدشوندگی سهام و مدیریت سود واقعی پرداخته است، نتایجی که از تخمین رگرسیون پس از بررسی مفروضات آن بدست آمده است، طبق جدول ۶ بیانگر آن است که رابطه میان نقدشوندگی سهام با مدیریت سود واقعی در شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰٫۹۵ برقرار است. لذا می‌توان نمود فرضیه پژوهش رد نشده است. با عنایت به مبانی نظری مطرح شده می‌توان بیان نمود که با افزایش عدم نقدشوندگی (کاهش میزان نقدشوندگی) در سهام شرکت‌های نمونه این پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که میزان مدیریت سود افزایش خواهد یافت. لذا می‌توان اینگونه استنباط نمود که در شرکت‌هایی که با مشکل نقدشوندگی در سهام شرکت خود مواجه هستند و دارای نقدشوندگی پایینی هستند، مدیران تمایل بیشتری به رفتار فرصت‌طلبانه خود دارند و از شیوه مدیریت سود واقعی برای دستکاری سود استفاده می‌نمایند و از طریق دستکاری در میزان سود شرکت، بدنبال افزایش نقدشوندگی در سهام شرکت هستند. میزان ضریب تعیین مدل رگرسیون بدست آمده بیانگر میزان ۰٫۶۱ می‌باشد، که بالاتر از ۰٫۵۰ است و بیانگر آن است که متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از پنجاه درصد از تغییرات متغیرهای دیگر را توضیح خواهند داد. همچنین متغیر مالکیت نهادی، رابطه نقدشوندگی سهام و مدیریت سود واقعی را تعدیل می‌کند. نتایج دیگر این پژوهش نشان داد که متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به دفتری، بازده دارایی، رشد دارایی، تغییر در کل داراییها منهای تغییر در کل بدهیها منهای سود خالص، وجوه نقد ایجاد شده ناشی از بدهیهای بلندمدت و کوتاه مدت، نوسانات جریان‌های نقدی رابطه معناداری با مدیریت سود واقعی شرکت دارند و تامین مالی بیرونی با مدیریت سود واقعی شرکت، ارتباط معناداری ندارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بررسی رابطه نقدشوندگی و مدیریت سود موضوع تحقیقات بسیاری در دنیا بوده است ولی نتایج تحقیقات متفاوت بوده

شده می‌توان به سرمایه‌گذاران کلان و نهادی در شرکتها و همچنین مدیران عامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مدیران پرتفوی پیشنهاد نمود در شرکت‌هایی که دارای مشکل نقدشوندگی سهام هستند به دلیل اینکه ممکن است مدیران برای تسهیل در ورود و خروج سهامداران و سرمایه‌گذاران عمده و نهادی به ساختار سهامداری شرکت، به دستکاری فعالیت‌های واقعی در سود شرکت بپردازند، با استفاده از روش‌های مختلف حسابداری صحت سود گزارش شده توسط شرکت‌های مدنظرشان را بررسی کنند تا در صورتی که ساختار سود شرکت دچار مشکل مدیریت سود باشد، از خریداری سهام آن شرکتها ممانعت نمایند. از سویی دیگر با توجه به نتایج بدست آمده از میزان مدیریت سود واقعی در شرکت‌ها، به سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌گردد به دلیل اهمیت کمیت و کیفیت سود گزارش شده شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران و سهامداران و همچنین به دلیل نقش سود در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، در گزارش جداگانه‌ای میزان مدیریت سود واقعی و تعهدی صورت گرفته توسط شرکتها را افشا نمایند. همچنین سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند در سایت‌های مختلف خود، شرکت‌هایی که دارای نقدشوندگی یا عدم نقدشوندگی بیشتری از سایر شرکت‌های موجود در بازار سرمایه هستند را برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی اطلاع دهد. برخی از موضوعاتی که در پژوهش‌های آتی می‌تواند مورد توجه محققان قرار گیرد شامل: بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های دولتی و بانکها، بررسی نقش تعدیلگری عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه میان نقدشوندگی سهام و مدیریت سود واقعی و تعهدی، نقش بحران‌های مالی و یا پاندمی کرونا بر ارتباط میان نقدشوندگی سهام و مدیریت سود است.

#### منابع

اخگر، محمداמיד، و قربانی، رضیه. (۱۳۹۸). ارتباط بین تأمین مالی خارجی و افشای داوطلبانه با تأکید بر وضعیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، ۱۱(۴۲)، ۲۰۳-۲۲۷.

امیدی قاسم آباد، ابوزر. (۱۴۰۰). بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و رقابت در بازار محصول با استفاده از مدیریت سود تعهدی و واقعی. هشتمین کنفرانس بین-المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، تهران، <https://civilica.com/doc/1261339>

باقرپور، الناز. (۱۳۹۹). علل و ریشه یابی کانون اصلی نقدینگی. امنیت اقتصادی، ۸(۱۲)، ۸۳، ۶۷-۹۰.

بنی مهد، بهمن؛ رویایی، رضانعلی؛ مشتاق کهنمویی، مسعود. (۱۴۰۱). عدم قطعیت اقتصادی و مدیریت سود: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۴(۵۴)، ۲۰-۵.

*doi: 10.22034/iaar.2022.156641*

توکلی، الناز؛ جعفری دهکردی، حمیدرضا. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر نوسانات جریان نقدی و استفاده از بدهی در سررسیدهای متفاوت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۵(۳)، ۲۳۴-۳۵۰.

جلیلی، مونا؛ اسعدی، عبدالرضا. (۱۴۰۱). اثر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۴(۵۶)، ۲۲۲-۲۰۷.

جوان، آیت؛ اسماعیلی، رقیه. (۱۳۹۹). تاثیر اهرم و نقدینگی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۳۳، دوره ۴، ۱۷-۳۶.

دانا، فرح؛ همتی، هدی. (۱۴۰۰). مروری بر ثبات مالکیت نهادی و مدیریت سود واقعی. هشتمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، <https://civilica.com/doc/1235001>

شیروان، رفاهی بخش، سمانه؛ بنی مهد، بهمن؛ خردیار، سینا؛ اوشک سرائی، مریم. (۱۳۹۷). عواطف فردی و رفتار مدیریت سود: آزمون از نظریه روانشناسی مثبت‌گرا. دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری؛ ۳ (۶): ۲۴۱-۲۵۳.

- <http://aapc.khu.ac.ir/article-%DB%B1-%DB%B2%DB%B1%DB%B2-fa.html>  
 سوری، رضا. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر نسبت نقدینگی بر مدیریت سود واقعی؛ مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، ۵ (۲ (پیاپی ۱۶))، ۴۷-۵۶.
- قجریگی، مهسا؛ نقاط، فرزانه. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین نقدشوندگی، مدیریت سود و بازده مورد انتظار سهام. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۵ (۷۱)، ۲۱۱-۱۹۴.
- کلبادی، احمد؛ اسلامی، خدیجه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، مدیریت سود و نقدینگی بازار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار. نخستین همایش ملی رویکردهای نوین مدیریت در مطالعات میان-رشته ای، دانشگاه گنبد کاووس.  
<https://civilica.com/doc/1149768>
- Alp, O.S., Canbaloglu, B., Gurgun, G. (2022). Stock liquidity, stock price crash risk, and foreign ownership. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 477-486. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.06.012>.
- Bansal, M., Ali, A., Choudhary, B. (2021). Real earnings management and stock returns: moderating role of cross-sectional effects. *Asian Journal of Accounting Research*, 6(3), 266-280. DOI 10.1108/AJAR-11-2020-0107
- Diaz, A., & Escribano, A. (2022). Liquidity dimensions in the U.S. corporate bond market, *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, 80(C), 1163-1179.
- Espahbodi, R., Liu, N., Weigand, A. R. (2021). Opportunistic earnings management or performance-related effects? Evidence from dividend-paying firms. *Global Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100636>
- Gajdosikova, D., Valaskova, K., Durana, P. (2022). Earnings Management and Corporate Performance in the Scope of Firm-Specific Features. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(10):426. <https://doi.org/10.3390/jrfm15100426>
- Garel, A., Martin-Flores, M. J., Petit-Romec, A., Scott, A. (2021). Institutional investor distraction and earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101801. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101801>
- Habib, A., Ranasinghe, D., Wu, J.Y., Biswas, P.K. & Ahmad, F. (2022). Real earnings management: A review of the international literature. *Accounting & Finance*, 62, 4279-4344. Available from: <https://doi.org/10.1111/acfi.12968>
- Huang, H-Y., Ho, K-C. (2020) Liquidity, earnings management, and stock expected returns, *The North American Journal of Economics and Finance*.54, 101261. doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101261>
- Jorge, A., Muñoz, M., Sandra, M. Sepúlveda, Y., Carmen, L., Veloso, R. (2022). Earnings management and country-level characteristics as determinants of stock liquidity in Latin America. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 51, 1.
- Li, D., Xia, Y. (2021). Gauging the effects of stock liquidity on earnings management: Evidence from the SEC tick size pilot test, *Journal of Corporate Finance*, vol. 67(C), 101904. [doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101904](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101904)
- Syaputra, R., & Yurniwati, Y. (2022). The Influence of Profitability, Liquidity, Leverage and Company Size on Earnings Management. *Jurnal Ekobistek*, 11(2), 79-85. <https://doi.org/10.35134/ekobistek.v11i2.316>

Thi Van, T.D., Dinh Hong, L. (2020). *The impact of earnings management on market liquidity. Investment Management and Financial Innovations*, 17(2), 389-396. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17\(2\).2020.30](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17(2).2020.30).

Ng, J., Wub, H. Zhai., W., Zhao, J. (2021). *The effect of shareholder activism on earnings management: Evidence from shareholder proposals. Journal of Corporate Finance*, 69,102014. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102014>Nguyen, T.G. (2020). *Stock liquidity and dividend policy: Evidence from an imputation tax environment. International*

*Review of Financial Analysis*, 72, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101559>

Özkaya, H. (2021). *Earnings Management and Stock Liquidity: Evidence from Turkey. Comparative Research on Earnings management, Corporate Governance, and Economic Value*, 66-84. DOI: 10.4018/978-1-7998-7596-3.ch004

Wang, X., Wei, S. (2021). *Does the investment horizon of institutional investors matter for stock liquidity? International Review of Financial Analysis*, 74(1), 101648. DOI:10.1016/j.irfa.2020.101648



**The relationship between stock liquidity and real earnings management with the moderating role of institutional ownership**

*Yassaman Khalili* <sup>\*1</sup>

*Atefeh Hajiyan Berenjanstki*<sup>2</sup>

**Abstract**

*Managers in different companies may turn to earnings management in order to increase the amount of bonus received, to show the good status of the company and to maintain their managerial position. Earnings management in different companies done by two methods of accrual and actual earnings management, and in this research, real earnings management, which is less paid attention to in research, investigated. One of the factors that, according to theoretical principles, may affect the amount of real earnings management is the liquidity of stocks. Therefore, in this research, the relationship of stock liquidity with two criteria, Amihud and Amivest, investigated with real earnings management. The statistical population of this research is the companies listed in the Tehran Stock Exchange during the period 2016 to 2022 and the data of this research includes 1029 company-years. Multivariate regressions and panel data method used to test the hypotheses. The result of this research showed that stock liquidity has a significant effect on the amount of real earnings management in companies and institutional ownership moderates this relationship.*

**Key words:** *Stock liquidity, Real earnings management, Institutional investors.*

---

<sup>\*1</sup> Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. (Corresponding) [y\\_khalili@pnu.ac.ir](mailto:y_khalili@pnu.ac.ir)

<sup>2</sup> Master of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. [y\\_khlili@pnu.ac.ir](mailto:y_khlili@pnu.ac.ir)