

## بررسی رابطه بین مدیریت سود با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات در شرکت‌های با سطح مالکیت غیرنهادی بالا

دکتر احمد احمدپور<sup>۱</sup>، مهرباب نصیری<sup>۲</sup>

### چکیده

این مقاله به بررسی رابطه بین مدیریت سود با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات در شرکت‌های با مالکیت غیرنهادی بالا طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می‌پردازد. نمونه تحقیق شامل ۴۸ شرکت است که مالکیت غیرنهادی در نمونه‌های انتخابی در سطح بالا قرار دارد. در این تحقیق برخلاف تحقیقات انجام شده از شاخص جدیدی برای اندازه‌گیری مدیریت سود استفاده شده است. این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی بوده و فرضیه‌ها از طریق رگرسیون چندگانه به روش داده‌های تابلویی آزمون شده‌اند. نتایج نشان می‌دهد، بین مدیریت سود و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از آنجا که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام معیار نقدشوندگی سهام در نظر گرفته شده است و این معیار رابطه معکوس با نقدشوندگی سهام دارد، لذا بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد، بین مدیریت سود و حجم معاملات رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به‌طور کلی، شرکت‌هایی که مالکیت غیرنهادی بالایی دارند، مدیریت سود در آنها رابطه معکوسی با نقدشوندگی بازار سهام دارد.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت سود، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، حجم معاملات، نقدشوندگی سهام، مالکیت غیرنهادی.

طبقه‌بندی موضوعی: G12، G15، G32، M41.

۱. استاد حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر (نویسنده مسئول)

Ahmadpour@umz.ac.ir

۲. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر

Mehrab\_nasiry@yahoo.com

## ۱. بیان مسئله

سود شرکت‌ها یکی از معیارهای مهم تصمیم‌گیری و از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد و تعیین ارزش بنگاه اقتصادی تلقی می‌شود که همواره مورد استفاده طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان، نظیر سهامداران، سرمایه‌گذاران، کارگزاران بورس و ... قرار می‌گیرد. از آنجایی که محاسبه سود شرکت متأثر از روش‌های برآوردی حسابداری بوده و تهیه صورت‌های مالی برعهده مدیریت واحد تجاری است، ممکن است مدیریت بنا به دلایل مختلف از جمله نقدینگی، اقدام به مدیریت سود کند (پرتوی و آبشیرینی، ۱۳۹۲، ۱).

مدیریت سود با عوامل خاصی، نظیر استقلال حسابرس، دستمزد خدمات حسابرسی و غیرحسابرسی و اهمیت شرکت مورد رسیدگی در ارتباط است که می‌تواند کیفیت گزارش‌های مالی حسابرسی شده را کاهش دهد. این یافته‌ها نشان می‌دهد، گزارش‌های مالی حسابرسی شده لزوماً از مدیریت سود خالی نخواهد بود. مدیران ممکن است مدیریت سود متهورانه را در جهت منافع شخصی در شرایط متعددی به کار گیرند. برای نمونه، بارتوف و موهنرم<sup>۱</sup> (۲۰۰۴، ۸)، بیان کرده‌اند مدیران در دوره‌هایی که درگیر مقادیر زیادی اختیار خرید سهام بوده‌اند، برای متورم کردن سود به مدیریت سود دست زده‌اند. سود متشکل از اقلام نقدی و تعهدی است و اقلام تعهدی سود تا حدود زیادی در کنترل مدیریت هستند و وی می‌تواند برای بهتر جلوه‌دادن عملکرد شرکت و افزایش قابلیت پیش‌بینی سودهای آینده در اقلام تعهدی سود دست برده و به اصطلاح امروزی سود را مدیریت کند؛ زیرا بیشتر سرمایه‌گذاران و مدیران بر این باورند که شرکت‌هایی که روند سودآوری مناسبی دارند و سود آنها در مقایسه با شرکت‌های مشابه دچار تغییرات عمده نمی‌شود، ارزش بیشتر و قابلیت پیش‌بینی و مقایسه بیشتری دارند. از سوی دیگر، با توجه به تئوری نمایندگی، مدیران می‌توانند انگیزه لازم را برای مدیریت سود به منظور حداکثر کردن منافع خود داشته باشند (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵).

نوع مالکیت در شرکت‌ها تأثیر زیادی در مدیریت سود مدیران دارد. به‌طور کلی، ترکیب مالکیت سهامداران را در شرکت‌های سهامی عام می‌توان به دو طبقه مالکیت نهادی و مالکیت غیرنهادی تفکیک کرد. از این رو، سهامداران نهادی به بزرگ‌ترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام تبدیل شده‌اند. این گروه از سهامداران نفوذ بسیاری بر خط‌مشی‌ها و دستورالعمل‌های کلان شرکت دارند و می‌توانند با نظارت و کنترل تا حدی از دستکاری و مدیریت سود جلوگیری کنند؛ ولی مالکان غیرنهادی، کوچک‌ترین گروه سهامداران در شرکت‌های سهامی عام به شمار می‌روند. برخلاف مالکان نهادی، این گروه از مالکان درصد مالکیت کمتری در ساختار مالکیت شرکت‌ها دارند. تاکنون

1. Bartov & Mohanram

تحقیقات بسیار کمی در داخل و خارج در زمینه نقش مالکان غیرنهادی در شرکت‌ها صورت گرفته است. مالکان نهادی از مالکان غیرنهادی توانایی بیشتری برای کشف مدیریت سود دارند؛ زیرا آنان به اطلاعات مربوط و به موقع دسترسی دارند (مرادی و دلدار، ۱۳۹۱، ۱۰۷).

به طور کلی، وجود سهامداران غیرنهادی، تضاد نمایندگی میان مدیریت و مالکیت را به همراه دارد که این تضاد می‌تواند به عدم تقارن اطلاعاتی منجر شود (کاسکینو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰، ۱۱). تفکیک مالکیت از مدیریت به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی، مشکلات نمایندگی و به تبع آن هزینه‌های نمایندگی منجر شده است. کیفیت سود دیگری از عدم تقارن اطلاعاتی است که ممکن است نقدینگی را تحت تأثیر قرار دهد. در این مطالعه ما از سطح مدیریت سود به مثابه یکی از مؤلفه‌های کیفیت سود استفاده می‌کنیم. سطوح بالاتری از مدیریت سود باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین خودی و غیر خودی می‌شود. در نتیجه، اطمینان سرمایه‌گذاران به سود گزارش شده و جریان‌های نقدی آینده کاهش می‌یابد. بنابراین، مدیریت سود ممکن است اثرات منفی بالقوه‌ای از نظر نقدینگی داشته باشد (یوسف و پرنسپ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳، ۱۲).

افشا و شفافیت می‌تواند کمک بسزایی در فهم بیشتر از شرکت، رویه‌های مدیریتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران ایجاد کند. این موضوع نه تنها به پرداخت برای قیمت بالاتر به منظور خرید سهام منجر می‌شود، بلکه باعث افزایش تمایل سرمایه‌گذاران در معامله نیز می‌شود. تمایل سرمایه‌گذاران که گرداننده اصلی بازارهای مالی هستند، مهم‌ترین فاکتور حیات آن بازار به شمار می‌آید. هر چه تمایل سرمایه‌گذاران به انجام معامله بالاتر باشد، حجم معامله و دفعات معامله بیشتر شده و بازاری با درجه نقدشوندگی بالاتر ایجاد می‌شود. سرمایه‌گذاران زمانی می‌توانند به راحتی وارد معامله شوند که در فضای خالی از ابهام حضور داشته باشند و به راحتی به تمامی اطلاعات مورد نیاز دسترسی یابند. عدم تقارن اطلاعات در بازار، هزینه‌های انتخاب نادرست را افزایش داده و از این طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این عوامل همگی باعث می‌شوند شکاف قیمتی سهام افزایش و در نتیجه، نقدشوندگی سهام کاهش یابد (زارعی، ۱۳۹۰، ۶۵).

یکی از معیارهای اصلی در سرمایه‌گذاری، قابلیت نقدشوندگی سرمایه‌گذاری است. سهامی که خریداران زیادی در بازار دارد، از قابلیت نقدشوندگی بیشتری نیز برخوردار است. بی تردید حجم معاملات، یعنی تعداد دفعات معامله هر سهم یا تعداد سهام معامله شده شرکت می‌تواند نشانی از قابلیت نقدینگی سهام باشد؛ بنابراین، هر چه حجم معاملات سهام بیشتر باشد، قدرت نقدشوندگی سهام بالاتر و ریسک نقدشوندگی پایین‌تر ارزیابی می‌شود (شوشتریان و اکبری، ۱۳۸۶، ۹۶).

با توجه به توضیحات فوق، مسئله اصلی تحقیق این است که بین سطوح مدیریت سود با شکاف قیمتی و حجم معاملات چه رابطه‌ای وجود دارد و اینکه آیا این رابطه معنی‌دار است؟

## ۲. مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. مدیریت سود

فرن و همکاران (۱۹۹۹)، مدیریت سود را دستکاری سود از جانب مدیریت به منظور دستیابی به قسمتی از پیش‌داوری‌های مربوط به سود مورد انتظار تعریف می‌کنند. دی جورج و همکاران (۱۹۹۹)، (۵۵) مدیریت سود را نوعی دستکاری مصنوعی سود از سوی مدیریت به منظور حصول به سطح مورد انتظار سود برای برخی مقاصد خاص، از جمله حصول پیش‌بینی تحلیلی‌گران، تعریف کرده‌اند. امروزه، مدیریت سود یکی از موضوعات بحث‌برانگیز و جذاب در پژوهش‌های حسابداری به شمار می‌رود و یکی از روش‌هایی است که گاهی اوقات برای آرایش اطلاع‌رسانی وضعیت مطلوب شرکت‌ها استفاده می‌شود. پژوهش‌ها نشان داده است، نوسان کم و پایدار سود حکایت از کیفیت آن دارد. به این ترتیب، سرمایه‌گذاران با اطمینان خاطر بیشتر در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که روند سود آنها با ثبات‌تر است (نوروش و همکاران، ۱۳۸۴، ۱۶۵).

در سال‌های اخیر، مدیریت سود در تحقیقات دانشگاهی توجه زیادی را به خود جلب کرده است. یک عامل بنیادی در آزمون مدیریت سود در شرکت‌ها، تخمین عامل اختیار و اعمال نظر مدیران در تعیین سود است که مبتنی بر اندازه‌گیری و کاربرد اقلام تعهدی اختیاری است. ادبیات مبتنی بر مدیریت سود، بیانگر وجود رویکردهای متفاوت در تخمین اندازه‌گیری اقلام تعهدی اختیاری است. عمده تحقیقات براساس مدل تعدیل‌شده جونز انجام شده است (رحمانی و بشیری‌منش، ۱۳۸۶، ۱ و ۲). درگیر شدن مسئله مدیریت سود برای شرکت‌ها کاری خالی از مخاطره نیست؛ مخاطراتی چون مخدوش شدن اعتبار شرکت‌ها و مدیران عامل و دادخواهی از آنها، از این قبیل است. انگیزه‌های مدیریت سود را می‌توان به دو دسته کلی طبقه‌بندی کرد:

انگیزه‌های مربوط به منافع شرکت به‌طور خلاصه شامل افزایش بازده سهام، شرایط تأمین مالی بهتر، افزایش قیمت در عرضه نخستین سهام، تخلف نکردن از قراردادهای بدهی، انگیزه سیاسی، کاهش مالیات و ... است. انگیزه‌های مربوط به منافع شخصی هم به‌طور خلاصه شامل افزایش پاداش، انگیزه‌های درون شرکتی، تغییر مدیران اجرایی ارشد و ... است (دستگیر و حسینی، ۱۳۹۲، ۶).

### ۲-۲. نقدشوندگی

نقدشوندگی یکی از ابعاد مهم فرایند تخصیص بهینه منابع به شمار می‌آید. قابلیت نقدشوندگی

میزان نزدیکی دارایی مالی به پول نقد را بیان می کند. دارایی نقدشوندگی یک دارایی مالی از طریق قابلیت تبدیل آن دارایی به وجه نقد در هر زمان و بدون تحمل زیان ارزیابی می شود. اوراق بهادار قابل معامله را می توان از طریق فروش کافی در بازار در هر زمان به وجه نقد تبدیل کرد، اما تضمینی در قبال زیان وجود ندارد. یکی از مهم ترین کارکردهای بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه، تبدیل انواع دارایی ها به اوراق بهادار و سپس افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار و کاهش صرف ریسک مربوط به نقدشوندگی است. نقدشوندگی یکی از دغدغه های کسانی است که اقدام به معامله می کنند یا زیرساخت های معاملاتی را مدیریت می کنند. یکی از مهم ترین شاخص ها در بررسی وضعیت بازار، قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار موجود در آن است. بالابودن میزان نقدشوندگی در یک بورس موفقیت آن را در شفاف سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نشان می دهد (استل، ۱۹۸۹، ۱۳۱).

نقدشوندگی مفهوم پیچیده ای است و مستقیماً مشاهده نمی شود. نقدشوندگی و عدم نقدشوندگی دو روی سکه هستند که در بسیاری از موارد برای اشاره به یک مفهوم به کار می روند. برای اینکه یک دارایی از نقدشوندگی برخوردار باشد، وجود یک بازار نقدشونده برای آن ضروری است. کایل (۱۹۸۵)، بر این باور است که نقدشوندگی بازار یک مفهوم پیچیده چندبعدی است؛ زیرا شامل مجموعه ای از ویژگی های معاملات انجام شده در بازار است. این ویژگی ها شامل (۱) زمان انجام معامله؛ عبارت است از توانایی انجام معامله به صورت آنی در قیمت جاری بازار، (۲) استحکام؛ توانایی خرید و فروش دارایی تقریباً در یک قیمت و در یک زمان و (۳) عمق؛ توانایی خرید و فروش میزان مشخصی از یک دارایی بدون تحت تأثیر قرار دادن قیمت. منظور از نقدشوندگی سهام، صرفاً سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است. از مهم ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵).

معیارهای نقدینگی را می توان به دو گروه تقسیم کرد:

الف) معیارهای بر پایه معامله: حجم معاملات، فراوانی معامله و ارزش سهام معامله شده؛  
ب) معیارهای بر پایه سفارش: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، تفاوت عرضه و تقاضای مؤثر.

در این پژوهش برای اندازه گیری نقدینگی سهام از دو معیار نقدینگی استفاده می شود که یک معیار مربوط به معیارهای بر پایه معامله (حجم معاملات) و یک معیار مربوط به معیارهای بر پایه سفارش (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) است.

## ۲-۲-۱. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

قیمت پیشنهادی نرخی است که برای هر واحد اوراق بهادار از طرف کارگزار وارد سامانه معاملات می‌شود. منظور از قیمت پیشنهادی خرید بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید هر سهم در روز است و قیمت پیشنهادی فروش کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش هر سهم در روز است. تحقیقات مختلف، اجزای اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را بدین صورت تشریح می‌کنند: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه، شامل هزینه‌های سفارش، هزینه‌های نگهداری موجودی و هزینه‌های انتخاب نادرست تشکیل می‌شود. سطح رقابت نیز از دیگر عوامل تأثیرگذار بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بازگردانها، به‌ویژه در بازارهایی است که موانع ورود به بازار به تدریج برطرف شده است. به‌تازگی، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌مثابه یکی از معیارهای مهم نقدشوندگی سهام و همچنین، به‌مثابه یکی از اجزای مهم ساختار بازار سرمایه تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است. نیاز به درک و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام معامله‌گران در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری است. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. هرچه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می‌رسند و حجم معاملات سهام افزایش می‌یابد. این امر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام منجر می‌شود (احمدپور و رسانیان، ۱۳۸۸، ۸۱).

## ۲-۲-۲. حجم معاملات

حجم معاملات یکی از مهم‌ترین نماگرهای رونق و رکود و همچنین، نقدشوندگی در بازار سهام است. بارکلی و مارکس<sup>۱</sup> (۱۹۹۸)، عنوان کردند نقدشوندگی تحت تأثیر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات سهام است. در این تحقیق، منظور از حجم معاملات، متوسط ارزش ریالی معاملات انجام‌شده روی یک سهم در دوره زمانی تحقیق است. نقدشوندگی سهام یک ویژگی مطلوب برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود و حجم معاملات نیز یکی از عوامل مؤثر در نقدشوندگی به‌شمار می‌رود. بنابراین، هرچه حجم معاملات سهام بیشتر باشد، قدرت نقدشوندگی سهام بالاتر و ریسک نقدشوندگی پایین‌تر ارزیابی می‌شود.

آنچه برای سازمان بورس اوراق بهادار ایران، کارگزاران و مقام‌های مالیاتی اهمیت دارد، حجم معاملات است؛ زیرا کارمزد و منافع سازمان‌های مذکور براساس تعرفه‌هایی از حجم معاملات تعیین

---

1. Berkeley & Marx

می‌شود و در واقع، بیش از آنچه از افزایش و کاهش قیمت سهام سود عاید آنها شود، از حجم معاملات منتفع می‌شوند. بررسی حجم معاملات از دیدگاه اقتصاد کلان نیز اهمیت دارد. یکی از وظایف اصلی بورس‌های اوراق بهادار هدایت نقدینگی مازاد موجود کشور به سوی فعالیت‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری سالم است و واضح است که افزایش حجم معاملات در بورس، راه رسیدن به این اهداف را هموار می‌کند (شوشریان و اکبری، ۱۳۸۶، ۹۷).

### ۳. پیشینه پژوهش

#### ۳-۱. پیشینه خارجی

دنک و انگ اونگ (۲۰۱۴) در پژوهشی روابط مدیریت سود و نقدشوندگی بازار را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد، مدیرانی که در فعالیت‌های مدیریت سود واقعی درگیر هستند، به دنبال جذب معاملات ناآگاهانه با هدف فراهم آوردن نقدینگی و کاهش هزینه‌ها در عرضه سهام فصلی هستند. همچنین، آنها دریافتند نقدینگی کمتر موجب دستکاری بیشتر سود می‌شود و معاملات ناآگاهانه در پی دستکاری سود بیشتر صورت می‌گیرد. بدین منظور، شرکت‌ها قیمت پیشنهادی به همراه تخفیفات پس از درگیر شدن در مدیریت سود و کاهش بازده سهام در بلندمدت را ارائه کرده‌اند.

ریاحی و بن عرب<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) تحقیقی را با هدف بررسی رابطه بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام انجام داده‌اند. آنها دریافتند، بین مدیریت سود و نقدشوندگی رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار وجود دارد. نتایج آنها برخلاف سایر نتایج تحقیقات انجام شده بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام است. اسکویو گلو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) مطالعه خود را با استدلال این موضوع انجام دادند که مدیریت سود کفایت افشاء را کاهش می‌دهد و موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و اختلال در نقدینگی معاملات سهام می‌شود. آنها اعلام کردند شرکت‌هایی که مدیریت سود وسیع‌تری را دنبال می‌کنند، نقدینگی بازار کمتری دارند.

لی (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر سهامداران غیرنهادی بر سیاست تقسیم سود پرداخت. نتایج حاکی از وجود رابطه‌ای مثبت و معنادار بین درصد مالکیت سهامداران غیرنهادی و سیاست تقسیم سود بود. جاکبی و ژنگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۳۵۷۶ شرکت امریکایی به بررسی رابطه پراکنندگی مالکیت (درصد سهام بلوکی در دست سهامداران) و نقدشوندگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد، پراکنندگی بیشتر مالکیت به بهبود نقدشوندگی سهام منجر می‌شود.

1. Riahi & Ben Arab

2. Ascioğlu & et al

3. Jacoby & Zheng

چانگ و همکاران (۲۰۰۹)، در مقاله‌ای تحت عنوان آیا مدیریت سود شرکت‌ها بر نقدینگی سهام آنها تأثیر می‌گذارد، به بررسی رابطه بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد، مدیریت سود فقط هزینه‌های اطلاعات نامتقارن را بیشتر می‌کند و تهیه‌کنندگان نقدشوندگی نسبتاً هزینه‌های بالاتری را متحمل می‌شوند و شرکت‌های با مدیریت سود بالاتر نقدشوندگی سهام پایین‌تری را متحمل می‌شوند.

ریان و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی، هموارسازی سود و نقدشوندگی پرداختند. براساس نتایج پژوهش آنها، افزایش کیفیت راهبری شرکتی باعث کاهش هموارسازی سود و در نتیجه، افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود.

فیلیپ وبر و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) در تحقیق خود با عنوان تغییرات بزرگ قیمت سهام «حجم معاملات یا نقدشوندگی؟»، به بررسی علت تغییرات قیمت سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که علت تغییرات زیاد قیمت، حجم معاملات زیاد نیست.

### ۳.۲. پیشینه داخلی

احمدپور و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین حجم معاملات و تغییر قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داده است، در ساختار معاملات بازار روابط وجود دارد و تعداد دفعات معامله و تعداد سهام معامله‌شده و تغییر قیمت سهام روزانه با یکدیگر رابطه مثبت دارند. این ارتباط در فاصله زمانی یک روز نیز وجود دارد. بنابراین، تغییر قیمت سهام از تعداد سهام معامله‌شده و تعداد دفعات معامله‌شده روز قبل نیز سرچشمه می‌گیرد؛ ضمن اینکه تغییر قیمت سهام طی روزهای متوالی از یک روند صعودی یا نزولی تبعیت می‌کند.

مرادی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت غیرنهادی بر سیاست تقسیم سود پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین درصد مالکیت غیر نهادی و سیاست تقسیم سود یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

ایزدی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه هموارسازی سود با ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام پرداختند. از نتایج این پژوهش می‌توان به رابطه منفی و معنادار بین هموارسازی سود و نقدشوندگی سهام اشاره کرد.

زارعی (۱۳۹۰) در پژوهشی تأثیر مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۱ - ۱۳۹۰ بررسی کرده‌اند. داده‌های سری زمانی به صورت سالانه جمع‌آوری شده

و به روش داده‌های تلفیقی بررسی شده است. به منظور رفع ناهمسانی واریانس از حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. نتایج پژوهش مبین وجود رابطه منفی و معنی‌دار مدیریت سود با نقدشوندگی سهام است. این امر ممکن است به دلیل افزایش هزینه‌های اطلاعات نامتقارن و هزینه‌های نمایندگی باشد.

مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۹)، به بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش سطح مدیریت اقلام تعهدی شرکت‌ها با استفاده از مدل تعدیل‌شده جونز و نقدشوندگی سهام با استفاده از معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تعیین شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون مقطعی چندگانه استفاده شده است. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد، مدیریت اقلام تعهدی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تأثیر منفی و معنادار دارد؛ به طوری که مدیریت سود بیشتر، موجب بروز عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی بالاتر می‌شود؛ در این حالت تمایل معامله‌گران بدون اطلاع به مبادله سهام شرکت به شدت کاهش یافته و نقدشوندگی سهام شرکت پایین می‌آید.

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی وجود رابطه معنی‌دار بین کیفیت سود و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداختند. براساس نتایج پژوهش، تقریباً ۲۷ درصد از تغییرات در کیفیت سود توضیح داده می‌شود.

احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، مدلی که شامل ۱۴ متغیر مستقل بود، ۶۸ درصد تغییرات در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را اندازه‌گیری می‌کند.

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه ۱: بین مدیریت سود و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در شرکت‌های با سطح مالکیت غیرنهادی بالا، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین مدیریت سود و حجم معاملات در شرکت‌های با سطح مالکیت غیرنهادی بالا، رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۵. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر رابطه مدیریت سود را با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات بررسی کرده است؛ لذا این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی

است. به منظور انجام پژوهش، داده‌های مالی مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها و سایر گزارش‌های مالی آنها و همچنین، نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است. داده‌ها پس از جمع‌آوری در صفحه گسترده اکسل، مرتب و طبقه‌بندی و در نهایت با استفاده از نرم‌افزارهای آماری **EViews\_7** تجزیه و تحلیل شده‌اند؛ لذا تجزیه و تحلیل داده‌ها براساس رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی صورت گرفته است. برای آزمون معنی‌دار بودن رگرسیون از آماره **F** و برای معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیون از آماره **t** استفاده شده است.

## ۶. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی ۵ سال، یعنی از سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ است.

روش نمونه‌گیری در این پژوهش به این صورت است که ابتدا، شرکت‌هایی که سهامداران غیرنهادی آنها به‌طور میانگین در دوره پژوهش در سطح حداقل ۲۰ درصد قرار دارند، برای نمونه انتخاب شده‌اند که حدود ۷۰ شرکت بودند، سپس با اعمال شرایط زیر:

- (۱) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.
  - (۲) اطلاعات صورت‌های مالی آنها به‌صورت کامل در دوره بررسی در دسترس باشد.
  - (۳) جزو بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند.
  - (۴) طی دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداده باشد.
  - (۵) طی دوره زمانی پژوهش به‌طور فعال در بورس حضور داشته باشد.
- در نتیجه، تعداد ۴۸ شرکت برای نمونه این پژوهش انتخاب شده است. منظور از سهامداران (مالکان) نهادی، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی و شرکت‌های دولتی است، غیر از موارد مذکور را سهامداران یا مالکان غیر نهادی می‌گویند؛ به‌عبارتی، در این پژوهش مالکان غیرنهادی همان اشخاص حقیقی تعریف می‌شود.

## ۷. تشریح متغیرهای پژوهش

### شاخص مدیریت سود

پژوهش‌های قبلی انجام شده در حوزه مدیریت سود چندین ابزار برای پیش‌بینی مدیریت سود از

جمله مدل جونز و مدل جونز تعدیل شده، کازنیک و ... پیشنهاد می کند؛ اما این مدل ها برآورد قابل اتکایی از تعداد مشاهدات اندک به عمل نمی آورند؛ از این رو، دی فوند و پارک<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) مدل جدیدی را برای مدیریت سود پیشنهاد کرده است. دی فوند و پارک استفاده از **AWCA** را برای اندازه گیری شاخص مدیریت سود پیش بینی می کنند. **AWCA** به عنوان اختلاف بین سرمایه در گردش تحقق یافته و میزان سرمایه در گردش مورد انتظار که برای ثبات سطح فروش های فعلی الزامی است.

**AWCA** به شرح زیر محاسبه می شود:

$$AWCA_t = \left( WC_t - \left[ \left( \frac{WC_{t-1}}{S_{t-1}} \right) \cdot S_t \right] \right) \div \text{Total Assets}$$

$$WC_t = (\text{Current Assets} - \text{Short Term Investments} - \text{Cash}) - (\text{Current Liabilities} - \text{Short Term Debt})$$

که  $S_t$  نشانگر کل فروش سالانه برای سال  $t$  و  $WC_t$  سرمایه در گردش غیرنقدی را نشان می دهد. در اینجا منظور از بدهی های کوتاه مدت، حصة جاری تسهیلات بلندمدت است استفاده از **AWCA** به مثابه شاخص مدیریت سود دو مزیت دارد: اولاً، در صورتی که ما تعداد مشاهده کمتری از هر صنعت یا سال داشته باشیم. ثانیاً، از آنجایی که آن برای سرمایه گذاران در مورد مدیریت سود درک شدنی است شاخص مناسبی است. بنابراین، این مدل به طور خاصی با اهداف ما هماهنگ است (ریاحی و بن عرب، ۲۰۱۳).

### شاخص نقدشوندگی

در این بررسی، برای نقدشوندگی بازار سهام از دو معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم مبادلات استفاده می شود.

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (**B\_A**): اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در پژوهش های مختلف یا به صورت مطلق یا به صورت نسبی استفاده شده است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق یا واقعی سهام، قیمت پیشنهادی فروش منهای قیمت پیشنهادی خرید سهام است؛ اما اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام که در این پژوهش استفاده شده است، با استفاده از فرمول زیر به دست می آید که در پژوهش های مختلفی همچون استل و ریان به کار گرفته شده است:

$$B\_A_{it} = \frac{(AskPrice - BidPrice)_{it}}{(AskPrice + BidPrice)_{it}} \cdot \frac{1}{2}$$

$B\_A_{it}$ : درصد شکاف قیمتی سهام  $i$  در زمان  $t$  که به‌عنوان شاخص نقدشوندگی استفاده می‌شود. ابتدا قیمت‌های bid-ask روزانه (به‌صورت میانگین) محاسبه می‌شود، سپس با استفاده از شکاف قیمتی روزانه، شکاف قیمتی سالانه به دست می‌آید.

حجم معاملات (**Volume**): شاخص دیگری از نقدینگی است که در این مطالعه استفاده می‌شود. منظور از حجم معاملات، متوسط ارزش ریالی معاملات انجام‌شده روی یک سهم در دوره زمانی پژوهش است. در این مطالعه، حجم مبادلات برای شرکت  $i$  در زمان  $t$  به شرح زیر تعریف شده است:

$$Volume_{i,t} = \ln(\text{Annually Average of Daily Volume})_{i,t}$$

### سایر متغیرهای پژوهش (کنترلی)

بازده بازار (**Mktret**): در این پژوهش شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان بازده بازار استفاده شده است. شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران براساس تفاوت بین شاخص‌های پایان سال منهای شاخص ابتدای سال، تقسیم بر ابتدای سال محاسبه می‌شود. مقدار شاخص کل به‌صورت سالانه از نرم‌افزارهای تخصصی ره‌آورد نوین استخراج شده است.

نوسان بازده سهام (**Volat**): انحراف استاندارد بازده روزانه هر سهم که برای هر سال محاسبه می‌شود. بازده سالانه سهام هم عبارت است از: تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام به‌علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهام، مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سود نقدی سهام و سهام جایزه، تقسیم بر قیمت سهام اول دوره. محاسبه بازده سالانه سهام برای سهامداران از اطلاعات موجود در نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است.

اهرم مالی (**Lev**): اهرم در واقع، وجود هزینه‌های ثابت در فهرست هزینه‌های شرکت است. اهرم مالی از تقسیم جمع کل بدهی‌ها به جمع کل دارایی‌ها به دست می‌آید.  
بازده دارایی‌ها (**ROA**): یک شاخص از چگونگی سودآوری شرکت وابسته به کل دارایی‌های آن شرکت است؛ لذا از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

### ۸. مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های مذکور در بند ۴، از مدل‌های زیر استفاده شده است.

$$B_{A_{it}} = \beta_0 + \beta_1 Volume_{it} + \beta_2 AWCA_{it} + \beta_3 Lev + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Mktret_{it} + \beta_6 Volat_{it} + \varepsilon$$

$$Volume_{it} = \beta_0 + \beta_1 B_{A_{it}} + \beta_2 AWCA_{it} + \beta_3 Lev + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Mktret_{it} + \beta_6 Volat_{it} + \beta_7 Share_{it} + \varepsilon$$

در جدول زیر خلاصه‌ای از متغیرهای پژوهش بیان شده است.

جدول شماره ۱: خلاصه‌ای از متغیرهای پژوهش

متغیر	تعریف
B_A	اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
Volume	لگاریتم طبیعی حجم معاملات
AWCA	شاخص مدیریت سود
Mktret	بازده بازار
Volat	نوسان بازده سهام
Lev	نسبت اهرم مالی (کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها)
ROA	سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها
Share	لگاریتم طبیعی تعداد سهام منتشره

## ۹. روش‌های آماری

آمارهای توصیفی به کار برده شده در این پژوهش شامل پارامترهای شاخص مرکزی شامل میان و میانگین و شاخص‌های پراکندگی، از قبیل ماکزیمم و مینیمم و انحراف استاندارد است. به دنبال آن آزمون خودهمبستگی انجام می‌شود. برای آزمون خودهمبستگی بین متغیرها از آماره دوربین واتسن استفاده می‌شود. پس از محاسبه آماره دوربین واتسن، مقدار آماره در دامنه صفر تا ۴ قرار می‌گیرد که اگر به صفر نزدیک باشد، خودهمبستگی مثبت و اگر به ۴ نزدیک باشد، خودهمبستگی منفی را نشان می‌دهد. چنانچه این آماره با توجه به سطح اطمینان ۹۹ درصد نزدیک‌تر به عدد ۲ باشد (۱/۵ الی ۲/۵)، خودهمبستگی وجود ندارد.

### ۹.۱. آمار توصیفی

جدول شماره ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای وابسته و مستقل را برای کل مشاهدات نشان می‌دهد. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی میانگین است و نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص

#### ۴۰. راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ششم، پاییز ۱۳۹۳

خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال، مقدار میانگین برای متغیر B\_A برابر با ۰/۰۳۹۵۵ است که نشان می‌دهد، بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، میانه متغیر Volume برابر با ۱۶/۲۸ است که نشان می‌دهد، نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است. مقدار این پارامتر برای متغیر AWCA برابر با ۰/۳۲۹۳۸۱ است.

جدول شماره ۲: آمار توصیفی

متغیر	کمیت‌های آماری				
	مشاهدات	ماکزیمم	مینیمم	میانگین	میانه
B_A	۲۴۰	۰/۰۴۶۶۴۱	۴/۴۵۳۵۹۳	۰/۰۳۹۵۵	۰/۰۰۱۶۷۴
Volume	۲۴۰	۲۲/۳۰۱۷۴	۴/۴۵۳۵۹۳	۱۵/۸۹۵۴۹	۱۶/۲۸۴۲۵
AWCA	۲۴۰	۳/۴۵۰۶۰۸	-۰/۳۷۸۶۲۷	۰/۲۲۰۹۵۸	۰/۲۱۷۴۷۵
Lev	۲۴۰	۵/۷۶۹۷۷۱	۰/۰۶۴۸۶۸	۰/۷۲۸۵۰۰	۰/۶۶۰۹۶۰
ROA	۲۴۰	۰/۸۷۰۴۵۷	-۰/۳۰۲۱۲۰	۰/۰۹۱۰۲۴	۰/۰۹۸۴۴۲
Mktret	۲۴۰	۰/۸۵۸۱۳۷	-۰/۲۰۹۸۲۶	۰/۳۶۰۴۹۹	۰/۴۶۸۴۳۵
Volat	۲۴۰	۱/۳۶۳۷۴۳	-۰/۱۹۳۲۵۲	۰/۳۶۰۱۰	۰/۰۰۳۹۲۷
Share	۲۴۰	۲۰/۵۰۰۱۲	۱۵/۴۲۴۹۵	۱۷/۷۹۹۰۷	۱۷/۷۸۲۴۰

#### ۹-۲. نتایج آزمون فرضیه‌ها

##### ۹-۲-۱. نتایج آزمون فرضیه اول

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرض‌های زیربنایی رگرسیون استفاده‌شده در این پژوهش بررسی شد. اولین شرط استفاده از رگرسیون این است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشد. بدین منظور، مقادیر استاندارد خطاها محاسبه شده و نمودار توزیع داده‌ها و نمودار نرمال آنها رسم شده و سپس مقایسه‌ای بین دو نمودار صورت گرفته است. با مقایسه نمودار توزیع فراوانی خطاها و نمودار توزیع نرمال، مشاهده شد که توزیع خطاها تقریباً نرمال است. برای بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از آماره‌های عامل تورم واریانس و تولرانس استفاده شد. به‌طور تجربی چنانچه عامل تورم واریانس کمتر از پنج باشد و تولرانس نزدیک به یک باشد، بیانگر نبود مشکل جدی از بابت هم

بررسی رابطه بین مدیریت سود با اختلاف قیمت پیشنهادی... ۴۱

خطی است و می توان رگرسیون را استفاده کرد. همانطور که در جدول زیر نشان داده شده است، کلیه عوامل تورم واریانس کمتر از پنج و تولرانس تقریباً نزدیک به یک هستند.

جدول شماره ۳: آزمون تشخیص هم خطی بین متغیرها

متغیرها	B_A	Volume	AWCA	Lev	ROA	Mktret	Volat	Share
Tol	۰/۸۱۲	۰/۸۳۲	۰/۸۰۱	۰/۹۸۱	۰/۲۷۸	۰/۳۰۳	۰/۹۷۷	۰/۵۳۳
VIF	۱/۲۳۳	۱/۲۰۲	۱/۲۴۱	۱/۰۲۲	۴/۶۳۴	۳/۹۲۲	۱/۰۲۵	۱/۸۷۷

اولین فرضیه پژوهش، شامل بررسی رابطه بین مدیریت سود و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است و از مدل رگرسیون داده های ترکیبی استفاده شده است که در راستای انتخاب روش مناسب برای برآورد مدل، شامل روش داده های تلفیقی، روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی، آزمون های چاو و هاسمن انجام شده است.

جدول زیر شامل نتایج آزمون چاو به منظور انتخاب روش برآورد مدل از بین روش داده های تلفیقی و روش اثرات ثابت است. بدین صورت که اگر سطح معناداری (prob) آن کمتر از ۰/۰۵ باشد، از مدل اثرات ثابت استفاده می شود.

جدول شماره ۴: آزمون چاو

آزمون چاو		
آماره آزمون	درجه آزادی	معناداری
۷/۵۷۸۳۴۷	(۱۸۶،۴۷)	۰/۰۰۰۰

با توجه به جدول بالا، چون سطح معناداری این آزمون کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین روش استفاده شده اثرات ثابت است. در مرحله بعد، برای انتخاب از بین روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. بدین صورت که اگر سطح معناداری (prob) آن کمتر از ۰/۰۵ باشد، از مدل اثرات ثابت استفاده می شود.

جدول شماره ۵: آزمون هاسمن

آزمون هاسمن		
آماره آزمون	درجه آزادی	معناداری
۵/۸۳۶۹	۶	۰/۴۵۳۳

پس از انتخاب روش تخمین مدل پژوهش، نتایج حاصل از برآزش مدل‌های آماری مربوط به آزمون فرضیه‌ها در جدول زیر نشان داده شده است.

با توجه به نتایج جدول شماره (۲) رگرسیون مدل داده‌های ترکیبی، شاخص مدیریت سود (AWAC) با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه مثبت و معنی‌داری با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید فروش سهام (B\_A) دارد؛ به عبارتی، با افزایش شکاف قیمتی بین خرید و فروش سهام، مدیریت بهتر می‌تواند سود حاصل از دستکاری را مدیریت کند.

جدول شماره ۶: خلاصه نتایج آماری مدل فرضیه اول با استفاده از رگرسیون ترکیبی

متغیر وابسته: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (B_A)				متغیر
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	
۰/۰۰۰۰	۱۶/۴۳۳۵	۰/۰۰۲۳۴	۰/۰۲۶۷۳	Volume
۰/۰۰۰۰	۵/۱۴۱۲	۰/۰۱۳۲۶	۰/۰۵۹۱۴	AWCA
۰/۰۷۱۱	-۱/۸۳۲۲	۰/۰۰۴۶۶۷	-۰/۰۱۴۲۹	Lev
۰/۰۰۰۱	-۲/۵۳۳۱	۰/۰۴۲۱۱	-۰/۲۳۳۱	ROA
۰/۲۵۵۱	-۱/۰۱۴۳	۰/۰۲۱۳۸	-۰/۰۱۳۲۴	Mktret
۰/۰۰۰۱	۱۸/۰۱۳۳	۰/۰۲۱۱۲	۰/۶۱۱۰۲	Volat
۰/۰۰۰۰	-۶/۰۹۲۱	۰/۰۱۶۷۲	-۰/۱۸۶۶۷	C
آماره‌های آزمون مدل				
سطح معناداری F	۰/۰۰۰۰۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۴۶	
آماره F	۱۰/۴۸۰۲۹	آماره دوربین-واتسون	۲/۰۴۲۲۱	

از آنجا که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید فروش سهام (B\_A) معیار نقدشوندگی سهام در نظر گرفته شده است و این معیار رابطه معکوس با نقدشوندگی سهام دارد؛ لذا بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام رابطه‌ای منفی و معنی‌دار وجود دارد؛ به طوری که مدیریت سود بیشتر موجب بروز عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی بالاتر می‌شود؛ در این حالت، تمایل معامله‌گران بدون اطلاع به مبادله سهام شرکت به شدت کاهش یافته و نقدشوندگی سهام شرکت پایین می‌آید. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده در مدل ۴۶ درصد است و این بدان معناست که ۴۶ درصد از اختلاف قیمت پیشنهادی از طریق متغیرهای مستقل بیان می‌شود. افزون‌بر آن، آماره دوربین واتسون عدد ۲/۰۴ است که عدم خودهمبستگی بین متغیرها را نشان می‌دهد. نتیجه نهایی آزمون پذیرش H<sub>0</sub> است که این حاکی از وجود تأثیر معنی‌دار مدیریت سود بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش در نتیجه نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

### ۲-۹. نتایج آزمون فرضیه دوم

دومین فرضیه پژوهش، شامل بررسی رابطه بین مدیریت سود و حجم معاملات است. با انجام آزمون‌های چاو و هاسمن به صورت زیر، مشخص شد که مدل برآورد فرضیه دوم، روش اثرات تصادفی است.

جدول شماره ۷: آزمون چاو

آزمون چاو		
معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۰۰۰۰	(۴۷، ۱۸۵)	۸/۹۳۵۱۴۷

جدول شماره ۸: آزمون هاسمن

آزمون هاسمن		
معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۲۸۹۲	۷	۸۰/۵۱۷۷

پس از انتخاب روش تخمین مدل پژوهش، نتایج حاصل از برازش مدل‌های آماری مربوط به آزمون فرضیه‌ها در جدول زیر نشان داده شده است که ادامه توضیحات لازم را درباره آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌دهیم.

جدول شماره ۹: خلاصه نتایج آماری مدل فرضیه دوم با استفاده از رگرسیون ترکیبی

متغیر وابسته: حجم معاملات (Volume)				متغیر
ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	
۱۲۳/۳۱۰۱	۱۷/۵۸۶۸۰	۷/۰۰۷۰۰۷	۰/۰۰۰۰	B_A
-۰/۲۸۹۶۱۸	۰/۰۷۸۲۵۴	-۳/۷۰۰۹۷۷	۰/۰۰۰۳	AWCA
-۰/۰۱۶۴۹۴	۰/۰۱۵۱۶۲	-۱/۹۸۷۸۴۵	۰/۲۷۸۱	Lev
۱/۲۰۰۴۵۶	۰/۸۹۶۸۰۴	۱/۳۳۸۵۹۳	۰/۱۸۲۳	ROA
-۰/۱۴۶۴۶۶	۰/۱۴۳۰۲۴	-۱/۰۲۴۰۶۷	۰/۳۰۷۱	Mktret
۱/۲۹۳۳۹۹	۰/۳۹۹۰۴۳	-۱/۲۴۱۲۵۰	۰/۰۰۱۴	Volat
۱/۱۹۶۱۸۱	۰/۱۵۶۷۰۲	۷/۶۳۳۴۶۱	۰/۰۰۰۰	Share
-۵/۹۰۹۸۴۵	۲/۸۷۷۶۱	-۲/۰۵۳۶۲۶	۰/۰۴۱۴	C
آماره‌های آزمون مدل				
۰/۵۸	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۰۰۰۰۰	سطح معناداری F	
۲/۲۵۳۳۴	آماره دوربین - واتسون	۱۴/۹۹۳۳۳	آماره F	

با توجه به نتایج جدول شماره (۱) رگرسیون مدل داده‌های تلفیقی، شاخص مدیریت سود (AWAC) با سطح معناداری (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه مثبت معناداری با حجم معاملات (Volume) دارد. به عبارتی، با افزایش مدیریت و دستکاری سود، حجم معاملات کاهش می‌یابد. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده در مدل ۵۸ درصد است و این بدان معناست که ۵۸ درصد از شکاف قیمت پیشنهادی با متغیرهای مستقل بیان می‌شود. افزون‌بر آن، آماره دورین واتسون عدد ۲/۲۵ را نشان می‌دهد که عدم خودهمبستگی بین متغیرها را بیان می‌کند و احتمال آماره F در هر دو فرضیه صفر است که معنی‌داری کل مدل آماری پژوهش را نشان می‌دهد.

نتیجه نهایی آزمون فرضیه پذیرش  $H_0$  است، که این حاکی از وجود تأثیر معنی‌دار مدیریت سود بر حجم معاملات، در نتیجه نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به دو فرضیه ذکر شده، به طور کلی می‌توان نتیجه گرفت که نقدشوندگی بازار سهام با افزایش حجم معاملات، کاهش شکاف قیمتی (کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) و بالا بودن ارزش بازار معاملات، رونق و بهبود می‌یابد.

### بحث و نتیجه‌گیری

همانطور که مشاهده شد، هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین مدیریت سود با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم معاملات در شرکت‌های با سطح مالکیت غیرنهادی بالا بود. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم معاملات جزء مؤلفه‌های نقدینگی هستند. در پژوهش‌های گذشته برای برآورد مدیریت سود از مدل‌های جونز، جونز تعدیل شده، کازنیک و ... استفاده شده است؛ ولی در این پژوهش برای برآورد شاخص مدیریت سود از مدل جدیدی استفاده شده است. این مدل زمانی استفاده می‌شود که در انتخاب نمونه محدودیت داشته باشیم و تعداد مشاهدات کم باشد. پس از محاسبه متغیرهای پژوهش، به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد.

نتایج آزمون‌های پژوهش نشان داد بین مدیریت سود و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش یک رابطه‌ای مثبت و معنادار وجود دارد. از آنجا که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از معیارهای نقدشوندگی است و بین این معیار و نقدشوندگی رابطه‌ای معکوس وجود دارد و طبق فرضیه دوم، بین مدیریت سود و حجم معاملات رابطه منفی و معناداری وجود دارد. براساس پژوهش‌های گذشته (چانگ و همکاران ۲۰۰۹، اسکویگلو و همکاران ۲۰۱۲) که به این نتیجه رسیده‌اند که بین مدیریت سود و نقدشوندگی رابطه معکوس وجود دارد، همچنین در پژوهش‌های داخلی، مرادزاده و همکاران (۱۳۸۹) به این نتیجه رسیده‌اند که مدیریت اقلام تعهدی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تأثیر

منفی و معنادار دارد؛ به طوری که مدیریت سود بیشتر، موجب بروز عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی بالاتر می‌شود؛ در این حالت، تمایل معامله‌گران بدون اطلاع، به مبادله سهام شرکت به شدت کاهش یافته و نقدشوندگی سهام شرکت پایین می‌آید. بنابراین، براساس پیشینه پژوهش و یافته‌های آن می‌توان گفت، بین مدیریت سود و نقدشوندگی بازار سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

### پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

- ۱) رابطه بین مالکیت غیرنهادی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران؛
- ۲) بررسی مقایسه‌ای رابطه بین مالکیت نهادی و غیرنهادی با مدیریت سود و نقدشوندگی بازار سهام؛
- ۳) تأثیر نوع صنعت بر مدیریت سود بر روابط اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات.

## منابع و مآخذ

۱. احمدپور، احمد؛ آقاجانی، حسنعلی؛ فدوی، مصطفی. (۱۳۹۲). «بررسی رابطه بین حجم معاملات و تغییر قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه مدیریت مالی*، سال اول، شماره اول، بهار ۱۳۹۲، صص ۷۱ - ۹۰.
۲. رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). «رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۶، زمستان ۱۳۸۵، صص ۳۷ - ۶۰.
۳. عجم، مریم. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال سوم، شماره ۱۱، پاییز ۱۳۸۹.
۴. ایزدی‌نیا، ناصر؛ رامشه، منیژه؛ یادگاری، سعید. (۱۳۹۱). «پیش‌بینی جهت بازده سهام بر اساس حجم معاملات سهام». *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، سال چهارم، شماره ۱۶، زمستان ۱۳۹۱.
۵. ایزدی‌نیا، ناصر و دیگران. (۱۳۹۲). «بررسی رابطه هموارسازی سود با ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام». *فصلنامه برنامه و بودجه*، سال هفدهم، شماره سه، پائیز ۱۳۹۱، صص ۵۳ - ۷۷.
۶. پرتوی، ناصر؛ آبشیرینی، الهام. (۱۳۹۲). «بررسی رابطه بین مدیریت سود مدیریت حسابداری سود از دیدگاه هموارسازی سود». *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال چهارم، شماره هفدهم، بهار ۱۳۹۲، صص ۱۴۴ - ۱۵۸.
۷. دستگیر، محسن؛ حسینی، احسان. (۱۳۹۲). «مروری جامع بر مدیریت سود». *فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی*، سال دوم، شماره ۷، پاییز ۱۳۹۲، صص ۴ - ۱۹.
۸. رحمانی، علی؛ بشیری‌منش، نازنین. (۱۳۹۲). «بررسی قدرت کشف مدل‌های مدیریت سود». *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۹، پاییز ۱۳۹۲، صص ۵۴ - ۷۳.
۹. زارعی، حسن. (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران». *پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه مازندران*.
۱۰. شوشتریان، زکيه؛ اکبری، علی. (۱۳۸۶). «بررسی تأثیر افزایش سرمایه از محل حق تقدم بر حجم معاملات سهام در بورس اوراق بهادار ایران». *علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز*، شماره ۵۰، بهار ۱۳۸۶، صص ۹۵ - ۱۱۵.

۱۱. صمدی، ولی اله. (۱۳۸۶). «تأثیر هموارسازی سود بر محتوای اطلاعاتی آن در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه اصفهان.

۱۲. مرادزاده فرد، مهدی و دیگران. (۱۳۸۹). «بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». سال دوم، شماره ۳، شماره پیاپی (۵)، پاییز ۱۳۸۹، صص ۱۰۱-۱۱۶.

۱۳. مرادی، مهدی؛ دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). «بررسی تأثیر سهامداران غیرنهادی بر سیاست تقسیم سود». پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۱، صص ۱۰۶-۱۲۶.

۱۴. نوروش، ایرج و دیگران. (۱۳۸۴). «بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۲۲، شماره ۲، تابستان ۱۳۸۴، صص ۱۶۵-۱۷۷.

15. Ascioğlu, A., Hegde, Sh. P., Krishnan, G. and Mcdermott J. B. (2012). "Earning Management and market Liquidity". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 38, No 2, pp. 257-279.
16. Bartov, E., and Mohanram, P. (2004). "Private information, earningsmanipulation and executive stockoptionexercises". *The Accounting Review*, Vol. 79, No.2, pp. 889-920.
17. Bar Yosef, S. and Prencepe, A. (2013). "The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(3), pp. 292-316.
18. Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D., and Sansone, C. (2010). "The influence of family ownership on the quality accounting information". *Family Business Review*, Vol. 23, No. 3, pp. 246-265.
19. Cohen D. A., and Zarowin, P. (2008). "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings". *Working paper*, Available at <http://ssrn.com/abstract=1081939>.
20. Degeorge, F., Patel, J., and Zeckhauser, R. (1999). "Earnings management to exceed thresholds", *Journal of Business*, pp. 72, 1-33.
21. Denga, X., and Eng Ong, S. (2014). "Real Earnings Management, Liquidity and REITs SEO dynamics". National University of Singapore.

22. Fern, R. H., Brown, B., and Dickey, S.W. (1994). "An empirical test of politically motivated income smoothing in the oil refining industry". *Journal of Applied Research*, 10(1), pp. 92-100.
23. Chung, H., Sheu, H., and Wang, J. (2009). "Do firm' earnings management practices affect their equity liquidity?" *Graduate Institute of Finance*, National Chiao University, Taiwan.
24. Jacoby, G., and Zheng, S. X. (2010). "Ownership Dispersion and Market Liquidity". *International Review of Financial Analysis*, Volume 19, Issue 2, pp. 81-88
25. Kyle, A. (1985). "Continuous auctions and insider trading". *Econometrica*, 53(6), pp. 1315 -1335.
26. Ryan, L., Mark, L. and Skaife H. A. (2007). "Earnings Smoothing, Governance and Liquidity: International Evidence. *available at ssrn.com, id: 975232.*
27. Riahi, Y., and BenArab, M. (2013). "The Impact of Earnings Management on Liquidity: Case of the Tunisian Stock Market". *International Journal of Business and Commerce*, Vol. 2, No.10, pp. 38-57.
28. Rubin, A. (2007). "Ownership level, ownership concentration and liquidity". *Journal of Financial Markets*, pp. 219-248.
29. Stoll, H. R. (1989). "Inferring the components of the bid-ask spread: Theory and empirical tests". *Journal of Finance*, 44, pp. 115-134.