

تأثیر عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی مدیریتی

رسول برادران حسن‌زاده^۱، وحید تقی‌زاده‌خانقاه^{۲*}

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا تعداد ۱۲۴ شرکت با روش نمونه‌گیری حذفی برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه‌گیری عدم نقدشوندگی سهام از معیار آمیهود (۲۰۰۲) و جهت اندازه‌گیری نزدیک‌بینی مدیریتی از شاخص‌های انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی و مدیریت سود واقعی استفاده شده است. از رویکرد داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بدین معنی که با افزایش ریسک نقدشوندگی احتمال انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی افزایش می‌یابد. همچنین در پژوهش حاضر مطابق با تحقیقات گانی (۲۰۱۰) و رویچودری (۲۰۰۶) از رویکرد سال-شرکت‌های مظنون به مدیریت سود برای شناسایی شرکت‌هایی که انحراف از فعالیت‌های واقعی آن‌ها با هدف مدیریت سود بوده است، استفاده گردید و نتایج نشان داد شرکت‌های با عدم نقدشوندگی بالا مدیریت واقعی سود فزاینده را در سال جاری تجربه می‌کنند.

واژه‌های کلیدی: عدم نقدشوندگی سهام، نزدیک‌بینی مدیریتی، فعالیت‌های عملیاتی واقعی، مدیریت واقعی سود.

۱. دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز
۲. دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز

تاریخ دریافت مقاله: ۹۴/۱۰/۶

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۴/۱۲/۱۰

* نویسنده مسئول: وحید تقی‌زاده‌خانقاه

Vahid20t@yahoo.com

مقدمه

نزدیک‌بینی مدیریتی یا "تمایل برای رسیدن به قیمت بالای سهام از طریق متورم کردن سودهای جاری به بهای از دست دادن رشد بلندمدت شرکت" (چن و همکاران، ۲۰۱۵) به یک مسأله مهم در بین دانشگاهیان و قانون‌گذاران تبدیل شده است. تمرکز بر عملکرد کوتاه‌مدت یا نزدیک‌بینی مدیریت به معنای کاهش سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت مانند مخارج تحقیق و توسعه به منظور دستیابی به اهداف عملکرد در کوتاه‌مدت است (پورتر، ۱۹۹۲). به عقیده سیمون (۱۹۵۷) نزدیک‌بینی مدیریتی که به وسیله مدیریت سود اندازه‌گیری می‌شود، نگرشی گذرا نسبت به مجموعه‌ای از انتخاب‌های تصمیم‌گیرندگان است و متکی بر اصولی با عقلانیت محدود و اختلالات عملکرد یادگیری است. بر این اساس، نزدیک‌بینی مدیریتی نشان دهنده نگاه محدود نسبت به قابلیت‌های سازمانی، نیروهای زیست محیطی و استراتژی‌های شرکت است (لویتال و مارس، ۱۹۹۳؛ لویت، ۱۹۶۰؛ ریچارد و همکاران، ۱۹۹۳). جاکوبز (۱۹۹۱) و پورتر (۱۹۹۲) بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌های آمریکایی به خاطر حساسیت خود نسبت به عملکرد کوتاه‌مدت و رفتار سرمایه‌گذاری کوتاه‌بینانه خود، به شدت مورد انتقاد قرار گرفته‌اند. گراهام و همکاران (۲۰۰۵) گزارش می‌کنند که ۷۸٪ از مدیران ارزش بلندمدت خود را برای رسیدن به سودهای کوتاه‌مدت فدا می‌کنند.

مطالعه حاضر، چگونگی تأثیر عدم نقدشوندگی سهام بر نگرش کوتاه‌مدت مدیریتی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌دهد. تحقیقات مشابه نشان می‌دهد که مدیران از طریق اختیار در گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری برای دنبال کردن اهداف کوتاه‌مدت خود، به مدیریت سود متوسل می‌شوند، در حالی که هزینه‌های بلندمدت چنین فعالیت‌هایی برای سهامداران به طور قابل ملاحظه‌ای بالا است (دجانگ و همکاران، ۲۰۱۴). دیدگاه‌های متفاوتی در زمینه تأثیرگذاری نقدشوندگی بازار سهام بر نگرش کوتاه‌مدت مدیریتی وجود دارد. یک دیدگاه این است که نقدشوندگی بالای سهام، فشار بازار سرمایه بر مدیریت را افزایش می‌دهد و موجب می‌شود که مدیران بر نتایج کوتاه‌مدت تمرکز کنند. در نتیجه، چنین اقداماتی موجب تمایل مدیران به نگرش کوتاه‌مدت می‌شود. این دیدگاه به وسیله بید (۱۹۹۳) توصیف شده است "وی بیان می‌کند که نقدشوندگی سهام مانع نظارت داخلی از طریق کاهش هزینه‌های خروج سهامداران ناراضی می‌شود".

این پژوهش به چندین طریق به غنی‌سازی ادبیات تحقیق کمک می‌کند. ابتدا این مطالعه به جریان رشد سریع پژوهش در زمینه تأثیر عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی مدیریتی کمک می‌کند. مطالعه حاضر شواهد دوگانه‌ای را فراهم می‌کند که آیا نقدشوندگی بازار سهام نگرش کوتاه‌مدت را کاهش می‌دهد یا این که آن را تشدید می‌کند. شواهد مستند می‌کند که نقدشوندگی

بالای سهام منجر به کاهش مدیریت سود می‌گردد و مانع نزدیک‌بینی مدیریت می‌شود. دوم، این مطالعه به بررسی عوامل مؤثر بر مدیریت سود می‌پردازد. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که نقدشوندگی بازار سهام اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش می‌دهد و یک ارتباط مهم بین وضعیت بازار سهام شرکت و شیوه‌های مدیریت سود را ایجاد می‌کند. به طور خاص نتایج مطالعه حاضر پیشنهاد می‌کند که قوانین و مقررات با هدف بهبود نقدشوندگی ممکن است یک تأثیر مؤثر بر کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری واقعی از طریق دلسرد کردن شیوه‌های مدیریت سود، داشته باشد. سومین کمک این مطالعه، تحقیق در زمینه تفاوت بین سطح غیرعادی فعالیت‌های واقعی و مدیریت واقعی سود است. مبانی نظری دارای انتقادات در مورد استفاده مستقیم از مدل‌های ارزیابی سطح غیرعادی فعالیت‌های واقعی شرکت به عنوان معیار مدیریت سود می‌باشد، زیرا بدون لحاظ کردن انگیزه‌های مدیریت، این شاخص‌ها ممکن است در حد زیادی رفتارهای دیگری غیر از دستکاری‌های عمدی سود را در خود داشته باشند. این مطالعه تفاوت بین آن‌ها را بیان می‌کند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدیران ممکن است به صورت فرصت‌طلبانه‌ای سودها را برای افزایش منافع شخصی دستکاری کنند. تحقیقات قبلی پیشنهاد می‌کنند که مدیران انگیزه‌های متفاوتی برای درگیر شدن در مدیریت سودهای فرصت‌طلبانه دارند. برای مثال، هیلی و والن (۱۹۹۹) و باکر و همکاران (۲۰۰۴) نشان می‌دهند که مدیران سودها را برای افزایش پاداش خود مدیریت می‌کنند، در حالی که چانی و لویس (۱۹۹۵) بیان می‌کنند که مدیران ممکن است سودها را در جهت افزایش امنیت‌کاری دستکاری نمایند. در این راستا، کوهن و زاروبین (۲۰۱۰) نشان می‌دهند که مدیران می‌توانند سودها را برای ارسال اطلاعات خصوصی به سرمایه‌گذاران هموار کنند.

این بخش به طور خلاصه انواع اساسی مدیریت سود شناسایی شده در پژوهش‌های قبلی و همچنین پیامدهای مدیریت سود بر ارزش بلندمدت شرکت را بیان می‌کند. هیلی و واهلن (۱۹۹۹) گزارش می‌کنند که مدیریت سود زمانی اتفاق می‌افتد که مدیران از مبنای قضاوت در گزارشگری مالی استفاده می‌کنند و معاملات صوری را برای تغییر گزارشگری مالی در جهت گمراه کردن برخی از سهامداران درباره عملکرد شرکت، انجام می‌دهند و یا نتایج قراردادی که وابسته به کیفیت گزارشگری مالی است، مورد نفوذ خود قرار می‌دهند. در نتیجه مدیران آزادی عمل بیش‌تری در فرآیند گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری خواهند داشت.

مطالعات قبلی دو نوع از مدیریت سود را شناسایی کرده‌اند: مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی اختیاری و مدیریت واقعی سود. ژانگ (۲۰۱۲) بیان می‌کند که مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی به عنوان تغییر در روش‌ها یا برآوردهای حسابداری صورت می‌پذیرد. برای مثال، مدیران ممکن است روش استهلاک دارایی‌های ثابت یا روش بهای تمام شده موجودی کالا را برای متورم ساختن سود، بدون تغییر در ماهیت اقتصادی معاملات، تغییر دهند. پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که مدیران به طور گسترده از طریق ارقام تعهدی در زمینه تصمیمات تجاری مانند عرضه اولیه عمومی سهام (تتو و همکاران، ۱۹۹۸)، عرضه سهام فصلی (رانگان، ۱۹۹۸؛ تتو و وانگ، ۲۰۰۲) یا بازخرید سهام (گانگ و همکاران، ۲۰۰۸) در مدیریت سود درگیر می‌شوند. حتی اگر مدیریت مبتنی بر ارقام تعهدی ساختار و زمان‌بندی معاملات را تغییر ندهد، ممکن است موجب افشای نامناسب اطلاعات مالی شده و ریسک اطلاعاتی را افزایش دهد. مطابق با این ادعا، مطالعات قبلی نشان می‌دهند که مدیریت مبتنی بر ارقام تعهدی تأثیر اقتصادی قابل ملاحظه‌ای بر هزینه سرمایه شرکت دارد (آبودی و همکاران، ۲۰۰۵؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۸؛ چانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ کیم و کی، ۲۰۱۰؛ باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۳). این رویدادها در بلندمدت بر ارزش شرکت تأثیر منفی خواهد داشت.

در مقابل مدیریت مبتنی بر ارقام تعهدی که منجر به تغییر زمان‌بندی معاملات نمی‌شود، مدیریت واقعی سود از طریق تغییر فعالیت‌های اقتصادی واقعی انجام می‌پذیرد. رویچودی (۲۰۰۶) مدیریت واقعی سود را به عنوان تمایل مدیران در انحراف از شیوه‌های عملیاتی عادی با انگیزه گمراه کردن برخی از سهامداران در برآورده کردن اهداف گزارشگری مالی تعریف می‌کند. تحقیقات نشان می‌دهد، مدیرانی که هدفشان متورم ساختن سود گزارش شده است به طور سیستماتیک از طریق تسریع در فروش، اضافه تولید و رفتار فرصت‌طلبانه در کاهش هزینه تحقیقات و توسعه، اقدام به دستکاری فعالیت‌های واقعی می‌کنند (رویچودی، ۲۰۰۶؛ بوجراج و همکاران، ۲۰۰۹؛ کوهن و زاروین، ۲۰۱۰). از آنجایی که مدیریت واقعی سود از طریق تغییر عملیات شرکت به دست می‌آید، پیامدهای مدیریت واقعی سود بر ارزش بلندمدت شرکت در مقایسه با مدیریت ارقام تعهدی شدیدتر است. مشابه مدیریت ارقام تعهدی، مدیریت فعالیت‌های واقعی منجر به کاهش کیفیت افشای مالی شرکت‌ها می‌شود که به نوبه خود باعث افزایش هزینه سرمایه می‌گردد (کیم و سوهن، ۲۰۱۳). علاوه بر این، مدیریت واقعی سود برای سودآوری بلندمدت و رقابت شرکت نیز زیان‌بار است (کوتاری و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین، دارای اثرات بلندمدت منفی بر جریان‌های نقد آتی شرکت می‌باشد.

همانطور که در بحث‌های قبلی اشاره گردید، تحقیقات پیشین دو دیدگاه رقابتی را در رابطه با تأثیر نقدشوندگی بازار سهام بر مدیریت سود ارائه داده‌اند. دیدگاه اول این است که نقدشوندگی بالای سهام نظارت بر مدیریت را از طریق جذب سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت‌گرا کاهش می‌دهد (کافی، ۱۹۹۱؛ بید، ۱۹۹۳، فانگ و همکاران، ۲۰۱۴). مطابق با این دیدگاه نقدشوندگی بالای بازار سهام منجر به تشدید مدیریت سود می‌شود. دیدگاه دیگر این است که نقدشوندگی بازار سهام، نظارت سهامداران نهادی از طریق افزایش کنترل سهامداران عمده بر مدیریت شرکت را افزایش می‌دهد (ماگ، ۱۹۹۸؛ ادامز و مانسو، ۲۰۱۱، براث و همکاران، ۲۰۱۳، ادامز و همکاران، ۲۰۱۳). مطابق با این دیدگاه، نقدشوندگی بازار سهام باید منجر به کاهش مدیریت سود شود. از آنجایی که این پژوهش در پی آشکارسازی تأثیر نقدشوندگی بازار سهام بر مدیریت سود است، فرض می‌شود که شدت مدیریت سود به وسیله نقدینگی بازار سهام تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

بوش (۱۹۹۸) نقش سرمایه‌گذاران و پاداش‌های مدیریتی در رفتار کوتاه‌بینانه را ارزیابی کرد. نگاه ویژه بوش در این ارزیابی به کاهش مخارج تحقیق و توسعه به منزله راهکار جبران افت درآمدها بود. وی نتیجه گرفت که شرکت‌های دارای مالکیت سازمانی، تمایل کم‌تری به کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه دارند؛ زیرا کنترل سازمانی تا حد زیادی مانع از بروز رفتار کوتاه‌بینانه می‌شود. او همچنین دریافت که در زمان افزایش سهم سرمایه‌گذاران و مالکیت شخصی، چون از نظارت و کنترل تیم مدیریت کاسته می‌شود، احتمال کاهش هزینه‌های تحقیق و توسعه بیشتر می‌شود. در نهایت نتایج نشان داد که ارتباط مثبت بین شدت مدیریت سود و هزینه سرمایه تنها برای شرکت‌های با نقدینگی پایین مشهود است.

گرینر و همکاران (۱۹۸۸) جنبه‌هایی از احتمال کوتاه‌بینی مدیریتی را در کشور انگلستان مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با ارسال پرسشنامه‌هایی به مدیران مالی ۱۰۰۰ شرکت، کشف کردند که نگرش کوتاه‌مدت مدیریتی در بین شرکت‌های انگلیسی وجود دارد و به طور مثبتی با درک مدیران از شیوه‌های ارزشیابی بازار سرمایه مرتبط است.

آمیهود (۲۰۰۲) اعلام نمود که عدم نقدشوندگی مورد انتظار بازار دارای رابطه مثبت با مازاد بازده پیش‌بینی شده سهام است. او در پژوهش خود اثبات نموده است که بخشی از مازاد بازده مورد انتظار را می‌توان به وسیله صرف عدم نقدشوندگی بیان نمود. او از نسبت قدرمطلق بازده سهام به حجم معاملات بر حسب دلار به عنوان معیار عدم نقدشوندگی در تحقیق خود استفاده نموده است. وی اثبات کرده است که عدم نقدشوندگی تأثیر بیش‌تری بر صرف سهام شرکت‌های کوچک دارد.

لاورتی (۲۰۰۴) اهمیت سیستم‌های مدیریتی در ارزش‌گذاری اهداف بلندمدت شرکت و تصمیم‌گیری مدیریت را مورد بررسی قرار داد. نتایج پیشنهاد می‌کند که عناصر سیستماتیک همچون فرهنگ سازمانی، فرآیندها و نگرش‌ها در درک این که چرا شرکت‌ها ممکن است ارزش‌های بلندمدت را نادیده انگارند و توجه بیشتری به ارزش‌های کوتاه‌مدت داشته باشند، توضیح می‌دهد. مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد زمانی که مدیران نتایج را بین بلندمدت و کوتاه‌مدت مدیریت کنند با احتمال کم‌تری ارزش‌های بلندمدت شرکت را نادیده می‌انگارند و فضایی از اعتماد را ایجاد می‌کنند که به افراد اجازه می‌دهد برای دستیابی به نتایج بلندمدت از اهداف کوتاه‌مدت خود عقب نشینی کنند.

اسلی و همکارانش (۲۰۱۲) برای بررسی تأثیر مدیریت سود بر نقدشوندگی بازار از سه معیار برای ارزیابی مدیریت سود استفاده کرده‌اند که یکی از معیارها اقلام تعهدی است و دو معیار دیگر مربوط به معیارهای مدیریت سود واقعی هستند که شامل جریان نقد عملیاتی و هزینه‌های اختیاری است و برای ارزیابی نقدشوندگی بازار نیز از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود کردند؛ طبق نتایج به دست آمده، مدیریت سود مبتنی بر هزینه‌های اختیاری غیرعادی (مدیریت واقعی سود) با معیار عدم نقدشوندگی رابطه مستقیم و معناداری دارد.

جیسون رج و همکاران (۲۰۱۴) تأثیر نزدیک‌بینی زمانی و فاصله‌ای بر استراتژی شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها کشف کردند که نزدیک‌بینی زمانی بر استراتژی فعلی شرکت تمرکز می‌کند و منجر به شکل‌گیری استراتژی دائمی در طول زمان می‌شود. نزدیک‌بینی فاصله‌ای تصمیم‌گیرندگان را منظور شناخت بهتر فن‌آوری و شناخت وضعیت رقبا یاری می‌کند و منجر به سازگاری با استراتژی صنعت می‌گردد. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که تفاوت در انواع نزدیک‌بینی مدیریتی تأثیرات متفاوتی بر نتایج شرکت دارد.

چن و همکاران (۲۰۱۵) تأثیر نقدشوندگی بر تشدید (یا کاهش) نگرش کوتاه‌مدت مدیریتی را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها در تحقیق خود برای کنترل مدیران دو نوع دیدگاه تهدید به اخراج و تهدید به مداخله را بررسی نمودند. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌های با نقدشوندگی سهام بالا، کم‌تر در مدیریت اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی درگیر می‌شوند. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد که تأثیر نقدشوندگی سهام بر مدیریت سود برای شرکت‌های که مدیریت آن‌ها حساسیت بیشتری به عملکرد خود دارند، بیش‌تر است. نتایج آن‌ها با نگرش تهدید به اخراج مدیران سازگار می‌باشد. بدین ترتیب نقدشوندگی سهام با محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، منجر به کاهش نگرش کوتاه‌مدت مدیریتی می‌شود.

چن و همکاران (۲۰۱۵) تأثیر شرایط اشتغال مدیرعامل و نگرش کوتاه‌مدت مدیریتی را در ۲۰۲۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۹۹۵-۲۰۰۸ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که حمایت از شرایط قراردادی مدیرعامل احتمال کاهش هزینه‌های تحقیقات و توسعه را برای اجتناب از کاهش سود، می‌کاهد. همچنین احتمال کم‌تری وجود دارد که در چنین وضعیتی مدیران در مدیریت سود واقعی درگیر شوند. علاوه بر این چنین تأثیری با افزایش استمرار و قدرت پولی مدیرعامل افزایش می‌یابد. همچنین این تأثیر برای شرکت‌هایی با صنایع همسان و برای شرکت‌هایی با سهامداران نهادی کوتاه‌مدت‌گرا، قوی‌تر است.

مرادزاده فرد و همکارانش (۱۳۸۹) در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ به بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش آن‌ها از پنج معیار نقدشوندگی استفاده کرده‌اند که به طور کلی، نتایج پژوهش بیانگر آن است که مدیریت اقلام تعهدی بر معیارهای نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تأثیر منفی و معنادار دارد، یعنی می‌توان این چنین بیان کرد که بر معیار عدم نقدشوندگی (عکس نقدشوندگی) تأثیر مثبت و معنادار دارد.

حقیقت و همکاران (۱۳۹۳) رابطه بین شفافیت اطلاعات با نقدشوندگی سهام را که به وسیله معیار شکاف بین قیمت خرید و فروش سهام محاسبه شده مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این نتایج بیانگر این است که بین معیار شفافیت و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

مرادی و باقری (۱۳۹۴) به بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام می‌پردازند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که کوتاه‌بینی مدیریت، اگرچه در کوتاه‌مدت بازده مثبتی خواهد داشت، اما در بلندمدت بر بازده سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد. همچنین مقایسه آثار کوتاه‌بینی مدیران و مدیریت سود بر بازده سهام حاکی از آن است که مدیریت کوتاه‌بین نسبت به مدیریت سود، پیامدهای منفی بیشتری برای شرکت دربردارد.

فرضیه‌های پژوهش

این مطالعه دارای دو فرضیه اصلی است، همچنین به منظور بررسی این دو فرضیه، فرضیه اول به ۶ فرضیه فرعی و فرضیه دوم به ۴ فرضیه فرعی تفکیک شده است. برای اندازه‌گیری نزدیک‌بینی مدیریتی از دو شاخص انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی و مدیریت واقعی سود استفاده گردید. به طور خلاصه فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه اصلی ۱: عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی مدیریتی (انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی) تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۱: عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۲: عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های تولید تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۳: عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از جریان وجوه نقد ناشی از عملیات تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۴: عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری و جریان وجوه نقد ناشی از عملیات تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۵: عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری و هزینه‌های تولید تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۶: عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولید و جریان وجوه نقد ناشی از عملیات تأثیر دارد.

فرضیه اصلی ۲: عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی مدیریتی (مدیریت واقعی سود فزاینده) تأثیر دارد.

فرضیه ۲-۱: عدم نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های اختیاری تأثیر دارد.

فرضیه ۲-۲: عدم نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های تولید تأثیر دارد.

فرضیه ۲-۳: عدم نقدشوندگی سهام بر مدیریت واقعی سود فزاینده از طریق مدیریت هزینه‌های اختیاری و هزینه‌های تولید تأثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع شبه‌تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. مبانی نظری و پیشینه پژوهش، به روش کتابخانه‌ای و داده‌های مورد نظر آزمون فرضیه‌های نیز به روش میدانی از گزارش‌های مالی

موجود در آرشیو بورس اوراق بهادار تهران، بانک‌های اطلاعاتی موجود در بازار همچون ره آورد نوین، اطلاعات موجود در سایت کدال و سایر سایت‌ها و مأخذ معتبر، جمع‌آوری گردید.

جامعه آماری این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۸۵ الی سال ۱۳۹۳ است، اما به دلیل این که معیار انحراف از فعالیت‌های عملیات واقعی از مجموع این انحرافات در ۳ سال قبل حاصل شده است، نمونه نهایی از سال ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ می‌باشد. با توجه به گستردگی حجم جامعه آماری و وجود برخی ناهماهنگی‌ها و عدم تجانس بین اعضای جامعه، نمونه آماری با توجه به شرایط زیر و به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است:

الف) شرکت‌های سرمایه‌گذاری بیمه، بانک‌ها و مؤسسات تأمین مالی در این پژوهش مورد بررسی قرار نمی‌گیرند.

ب) شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۵ عضو بورس بوده و برای دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ صورت‌های مالی تهیه و به بورس ارائه نموده باشد و همچنین اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش را دارا باشند.

ج) برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

د) در طول هر یک از سال‌های دوره تحقیق، وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند.

ه) شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

با اعمال محدودیت اول که مربوط به حذف شرکت‌های غیر تولیدی بود ۲۹۰ شرکت باقی ماند که از این تعداد ۴۲ شرکت به علت عدم تطابق سال مالی با ۲۹ اسفند و ۸۷ شرکت به علت وقفه معاملاتی بیش از شش ماه و ۳۷ شرکت به دلیل تغییر سال مالی و عدم دسترسی به اطلاعات حذف شدند. در نهایت، با اعمال محدودیت‌های یاد شده ۱۲۴ شرکت در ۱۴ صنعت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل: در این پژوهش برای اندازه‌گیری نزدیک‌بینی مدیریتی از شاخص مدیریت سود مطابق پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۱۵) و شاخص انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی استفاده گردید. همچنین، برای مدیریت سود نیز از تقسیم‌بندی رویچوداری (۲۰۰۶) و گانی (۲۰۱۰) استفاده شد.

انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی (DRO): در این پژوهش مطابق تحقیق رویچوداری (۲۰۰۶) از سه مدل برای شناسایی فعالیت‌های غیرعادی عملیاتی استفاده شده است.

۱. مدل هزینه‌های اختیاری غیرعادی: هزینه‌های اختیاری مجموع هزینه‌های فروش، عمومی و اداری (SC&A)، هزینه‌های تحقیق و توسعه (R&D)، و هزینه‌های تبلیغات را تشکیل می‌دهد. با فرض این که دستکاری این هزینه‌ها، عملکرد واقعی شرکت را در دوره جاری تحت تأثیر قرار ندهد، یک ریال دستکاری در این هزینه‌های اختیاری باعث یک ریال تغییر در جهت معکوس در سود قبل از مالیات می‌گردد. به منظور ارزیابی سطح عادی هزینه‌های اختیاری، رویچوردی (۲۰۰۶) از نسبت فروش سال قبل بر کل دارایی‌های سال قبل (S_{t-1}/A_{t-1}) و همچنین از یک عامل نسبی مشترک برای کنترل، تحت عنوان کل دارایی‌های سال قبل $(1/A_{t-1})$ استفاده کرد. فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) این مدل را با اضافه کردن متغیرهایی که گانی (۲۰۱۰) در ارزیابی هزینه‌های اختیاری (SG&A) به کار برده بود، تقویت و تکمیل نمودند، این متغیرها شامل: (۱) لگاریتم طبیعی ارزش بازار (MV) که شاخصی برای اندازه شرکت می‌باشد؛ (۲) کیو توبین (Q) که حاشیه سود به هزینه برای هر واحد سرمایه‌گذاری جدید را اندازه‌گیری می‌کند؛ (۳) وجوه داخلی (INT) که وجوه موجود برای سرمایه‌گذاری که در داخل شرکت تولید شده باشد را کنترل می‌کند و (۴) تغییر در فروش $(\Delta S_t/A_{t-1})$ که تأثیر روند فروش بر روی هزینه‌های اختیاری را کنترل می‌کند. گانی (۲۰۱۰) با در نظر گرفتن رفتار چسبندگی هزینه‌ها (آندرسون و همکاران، ۲۰۰۳)، متغیر تغییر در فروش (ΔS_t) را به صورت تعامل با یک متغیر مجازی (DD) که مقدار ۱ را برای زمانی که کل فروش نسبت به سال قبل کاهش می‌یابد و مقدار ۰ را که برای شرایط عکس آن است، به کار می‌برد.

$$\begin{aligned} \text{مدل (۱)} \quad \frac{DISX_t}{A_{t-1}} = & \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (MV_t) + \beta_3 (Q_t) \\ & + \beta_4 \left(\frac{INT_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_5 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_6 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \times DD \right) \\ & + \varepsilon_t \end{aligned}$$

۲. هزینه‌های غیرعادی تولید: هزینه‌های تولید از مجموع بهای تمام شده کالای فروش رفته (COGS) و تغییرات در موجودی $(\Delta \text{Inventory})$ حاصل می‌شود. در سایر مطالعات، برای ارزیابی سطح عادی هزینه‌های تولید از متغیرهای: فروش (S_{t-1}/A_{t-1}) ، تغییرات در فروش (ΔS_{t-1}) و تغییرات فروش سال گذشته استفاده شده است. فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) این مدل را به پیروی از گانی (۲۰۱۰) با اضافه کردن کیو توبین (Q_t) و ارزش بازار (MV_t) تقویت و تکمیل کردند. این شاخص به صورت بالقوه نتیجه دو نوع از فعالیت‌های مربوط به مدیریت واقعی سود را در خود دارد. اولین نوع دستکاری‌های مدیریت در تولید برای ایجاد تغییر در بهای تمام شده کالای فروش رفته را اندازه‌گیری می‌کند. هر چه تولید در یک دوره مالی بیش‌تر شود سربار

ثابت تولیدی کم‌تری به تولیدات سرشکن می‌شود و بالعکس. دومین نوع، دستکاری مدیریت در قیمت فروش محصولات است. هر چه تخفیفات بیش‌تر باشد هزینه‌های تولید در جهت مثبت، غیرعادی می‌شود.

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (MV_t) + \beta_2 (Q_t) + \beta_3 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_5 \left(\frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad \text{مدل (۲)}$$

۳. دستکاری در فروش از طریق شرایط اعتباری آسان: این مدل شرایط اعتباری آسان را از طریق مقادیر غیرعادی و منفی جریان وجوه نقد ناشی از عملیات (CFO) شناسایی می‌کند. همانطور که رویچودری (۲۰۰۶) نیز اشاره کرده است، این شاخص به صورت مبهم و دو پهلو قابل توصیف است. به این خاطر که دیگر فعالیت‌های مربوط به مدیریت واقعی سود نیز جریان وجوه نقد ناشی از عملیات را غیرعادی می‌سازد. برای مثال، کاهش هزینه‌های اختیاری برای افزایش سود منجر به غیرعادی شدن جریان وجوه نقد ناشی از عملیات در جهت مثبت می‌گردد، در حالی که اضافه‌تولید برای افزایش سود منجر به غیرعادی شدن جریان وجوه نقد ناشی از عملیات در جهت منفی می‌گردد. از آنجایی که تمامی فعالیت‌های مربوط به مدیریت واقعی سود بر جریان وجوه نقد تأثیر دارد، مبهم و دو پهلو بودن این معیار بر مبنای جریان وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی محدود به دو نوع مذکور از فعالیت‌های مدیریت واقعی سود در بالا نمی‌باشد. بنابراین به هنگام تفسیر نتایج مربوط به این شاخص باید احتیاط لازم را انجام داد. فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) برای ارزیابی سطح عادی جریان وجوه نقد ناشی از عملیات بعد از اضافه کردن متغیرهای (Q و MV) به مدل رویچودری (۲۰۰۶) به مدل زیر دست یافتند:

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (MV_t) + \beta_2 (Q_t) + \beta_3 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad \text{مدل (۳)}$$

مدل‌های رگرسیونی (۱)، (۲) و (۳) بر مبنای روش سال-صنعت فاما و فرنچ به گونه‌ای که شامل حداقل ۱۵ مشاهده باشد، برآورد می‌شود. انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی (DRO) به صورت مابه‌التفاوت مقادیر واقعی متغیر وابسته در مدل‌های (۱)، (۲) و (۳) از مقادیر برآوردی یا پیش‌بینی شده آن‌ها اندازه‌گیری می‌شود. سه شاخص اصلی و اولیه از این فرآیند به دست می‌آید: سطح غیرعادی هزینه‌های اختیاری (Residual_DISX)، سطح غیرعادی هزینه‌های تولید

(Residual_PROD)، و سطح غیرعادی جریان وجوه نقد ناشی از عملیات (Residual_CFO). برای راحتی تفسیر نتایج، دو شاخص سطح غیرعادی هزینه‌های اختیاری و سطح غیرعادی جریان وجوه نقد ناشی از عملیات در منفی ۱ ضرب می‌شود تا علامت مقادیر آن‌ها مشابه شاخص سطح غیرعادی هزینه‌های تولید، با تأثیری که آن‌ها بر روی سود می‌گذارند مستقیماً در ارتباط باشد.

شاخص ترکیبی انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی: فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) با پیروی از مطالعات کوهن و زاروین (۲۰۱۰)، ۳ معیار (شاخص) جامع شامل: معیار ۱ Residual_ که از مجموع ۲ شاخص سطح غیرعادی هزینه‌های اختیاری (Residual_DISX) و سطح غیرعادی جریان وجوه نقد ناشی از عملیات (Residual_CFO) و معیار ۲ Residual_ که از مجموع سطح غیرعادی هزینه‌های اختیاری (Residual_DISX) و سطح غیرعادی هزینه‌های تولید (Residual_PROD) ایجاد کرده‌اند. کوهن و زاروین (۲۰۱۰) تشریح می‌نمایند که اضافه تولید به صورت اتوماتیک به سمت کاهش غیرعادی جریان وجوه نقد ناشی از عملیات سوق می‌کند. ترکیب این دو شاخص می‌تواند موجب محاسبه مضاعف مدیریت واقعی سود گردد. فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) معیار ۳ Residual_ را معرفی کردند که از ترکیب ۳ شاخص اصلی مذکور می‌باشد.

فرانسیس و همکاران (۲۰۱۴) مطابق مدل تعدیل شده جونز (دیچو و همکاران، ۱۹۹۵)، معادلهٔ مقطعی (۴) زیر را برای هر سال هر صنعت برآورد کردند:

$$\text{مدل (۴)} \quad \frac{Accrual_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta S_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

در معادلهٔ (۴)، Accruals نشان دهندهٔ کل ارقام تعهدی است که از مابه‌التفاوت جریان وجوه نقد ناشی از عملیات و سود خالص به دست می‌آید. PPE ناخالص اموال ماشین‌آلات و تجهیزات و ΔAR تغییرات حساب‌های دریافتی می‌باشد. مدل (۵) محاسبهٔ ارقام تعهدی اختیاری (DA) برای هر مشاهده را نشان می‌دهد. ضرایب موجود در مدل (۵) از ارزیابی مدل (۴) به دست آمده است.

$$\begin{aligned} \text{Discretionary Accruals}_t & \quad \text{مدل (۵)} \\ &= \frac{\text{Accrual}_t}{A_{t-1}} - \left[\alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta S_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} \right) \right. \\ & \quad \left. + \beta_2 \left(\frac{PPE_{t-1}}{A_{t-1}} \right) \right] \end{aligned}$$

فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) مطابق پژوهش هاتن و همکاران (۲۰۰۹) اقلام تعهدی اختیاری را به صورت مجموع قدر مطلق اقلام تعهدی اختیاری در سه سال گذشته مطابق مدل (۶) اندازه‌گیری کردند:

$$\begin{aligned} DA_t = & | \text{Discretionary Accruals}_{t-1} | \quad \text{مدل (۶)} \\ & + | \text{Discretionary Accruals}_{t-2} | \\ & + | \text{Discretionary Accruals}_{t-3} | \end{aligned}$$

و به همان شیوه شاخص نهایی برای انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی (DRO) طبق مدل (۷) ایجاد گردید:

$$\begin{aligned} DRO_{Item} = & | \text{Residual}_{Item(t-1)} | + | \text{Residual}_{Item(t-2)} | \quad \text{مدل (۷)} \\ & + | \text{Residual}_{Item(t-3)} | \end{aligned}$$

اندازه‌گیری‌های انجام شده برای DRO و DA بر مبنای قدر مطلق باقیمانده‌های مدل‌های ارزیابی مدیریت واقعی سود (REM) و مدیریت اقلام تعهدی (AEM) می‌باشد. این مدل‌ها انگیزه مدیران از مدیریت سود را لحاظ نکرده‌اند. در نتیجه فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) به این نکته دست یافتند که نباید شاخص‌های DRO مستقیماً به عنوان مدیریت واقعی سود (REM) یا مدیریت اقلام تعهدی (AEM) نام‌گذاری کرد، زیرا احتمال دارد آن‌ها عوامل غیر مدیریت سود را به کار گرفته باشند. بنابراین در فرضیه اول استدلال می‌شود که انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی که ناشی از مدیریت واقعی سود نیست نیز می‌تواند از عدم نقدشوندگی سهام تأثیر پذیرد.

مدیریت واقعی سود (REM): مبانی نظری دارای انتقادات در مورد استفاده مستقیم از مدل‌های ارزیابی سطح غیرعادی فعالیت‌های واقعی شرکت به عنوان معیار مدیریت سود می‌باشد، زیرا بدون لحاظ کردن انگیزه‌های مدیریت، این شاخص‌ها ممکن است در حد زیادی رفتارهای دیگری غیر از دستکاری‌های عمدی سود را در خود داشته باشند. برای حل این مشکل، گانی (۲۰۱۰) شناسایی مدیریت واقعی سود را به صورت تحقیق زمینه‌ای بررسی کرد. به این صورت

که گانی (۲۰۱۰) و رویچودری (۲۰۰۶) در تحقیق زمینه‌ای خود نشان دادند که به طور متوسط سال-شرکت‌های با سود گزارش شده بیش‌تر از صفر ($0 < ROA < 0.01$) یا بیش‌تر از سود سال قبل ($0 < \Delta ROA < 0.01$) از نوعی دستکاری فعالیت‌های واقعی که فزاینده سود می‌باشد، استفاده کرده‌اند. بدین منظور آن‌ها این سال-شرکت‌ها را تحت عنوان سال شرکت‌های مظنون به مدیریت سود که با هدف افزایش سود بود، نام‌گذاری کردند. طبق مطالعات گانی (۲۰۱۰) شرکت‌های با سطح پایین هزینه‌های تحقیق توسعه و هزینه‌های فروش و عمومی و اداری غیرعادی (پایین‌ترین پنجم) و شرکت‌های با سطح بالای هزینه‌های تولید غیرعادی (بالا‌ترین پنجم) به عنوان شرکت‌های با مدیریت واقعی سود، شناسایی می‌شوند. فرانسویس و همکاران (۲۰۱۶) از این رویکرد پیروی کرده و کلیه سال شرکت‌های مظنون را به صورت جداگانه برای پنجم‌های سطح غیرعادی هزینه‌های اختیاری و پنجم‌های سطح غیرعادی هزینه‌های تولید طبقه‌بندی کردند، و در آخر یک متغیر مجازی به نام (REM_1_SUSPECT) با مقدار ۱ برای مشاهدات با مدیریت واقعی سود که ناشی از هزینه‌های اختیاری است و مقدار صفر برای دیگر مشاهدات (پنجم‌های ۱ تا ۴) شناسایی کردند و همچنین یک متغیر مجازی مشابه دیگر به نام (REM_2_SUSPECT) با مقدار یک برای مشاهدات که دارای مدیریت واقعی سود که ناشی از هزینه‌های تولید است، ایجاد کردند. علاوه بر این دو، یک شاخص محدود کننده برای مدیریت واقعی سود به نام (REM_3_SUSPECT) با مقدار یک برای مشاهداتی که هم دارای مدیریت واقعی سود ناشی از هزینه‌های اختیاری و هم دارای مدیریت واقعی سود ناشی از هزینه‌های تولید می‌باشند، شناسایی کردند.

متغیر وابسته

معیار عدم نقدشوندگی آمیهود: به عنوان واکنش قیمت روزانه سهام به یک واحد حجم معاملات تفسیر می‌شود. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات در یک بازه زمانی معین به دست می‌آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه شده است. به عنوان مثال چنانچه نسبت نقد شونددگی ۳ باشد باشد، یعنی به ازای یک درصد افزایش در حجم معاملات انجام شده، قدر مطلق بازده در آن روز ۳٪ است. با توجه به مدل ۸ چنانچه در یک سهم نسبت ILLIQ بالا باشد آن سهم با عدم نقدشوندگی روبرو خواهد بود (یحیی‌زاده‌فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷).

$$ILLIQ_t^i = \frac{1}{Days_t^i} \sum_{d=1}^{Days_t^i} \frac{R_{td}^i}{V_{td}^i} \quad \text{مدل (۸)}$$

که در آن: V_{td}^i حجم ریالی در روز d و ماه t و $Days_t^i$ تعداد روزهایی است که سهم i در ماه t معامله شده است. ساختار مفهومی معادله بالا این است که سهمی که نقدینگی پایینی دارد، عدم نقدشوندگی یا ILLIQ بالایی دارد. قیمت سهام چنین سهمی در واکنش به حجم کم معامله تغییر قیمت بالایی را تجربه می‌کند. این مفهوم را اگر بخواهیم در مورد بازار بررسی کنیم می‌توان گفت که اگر شاخص کل بازار در واکنش به حجم کم معاملات با تغییرات بالایی مواجه شود، می‌توان چنین استدلال کرد که چنین بازاری نقدشوندگی پایینی دارد.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش برای جداسازی تأثیر عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی مدیریتی (فعالیت‌های واقعی غیرعادی و مدیریت واقعی سود) از متغیرهای کنترلی به شرح ذیل استفاده می‌گردد:

جریان‌های نقد آزاد (FCF): در این پژوهش از مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) برای تعیین جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری استفاده شده است که به صورت مدل ۹ می‌باشد:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}) / TA_{it-1} \quad \text{مدل (۹)}$$

که در آن:

FCF_{it} : جریان‌های نقد آزاد شرکت i در سال t ; INC_{it} : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t ; TAX_{it} : کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t ; $INTEXP_{it}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t ; $PSDIV_{it}$: سود سهامداران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t ; $CSDIV_{it}$: سود سهامداران عادی پرداختی شرکت i در سال t ; TA_{it-1} : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t .

$SIZE_{it}$ (اندازه): لگاریتم طبیعی دارایی‌های ابتدای سال؛

MBV_{it} (فرصت‌های سرمایه‌گذاری): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛

LEV_{it} (اهرم مالی): نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها؛

SG_{it} (رشد فروش): تفاوت بین فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل؛

Ret_{it-1} (بازده سهام سالانه): منظور از بازده، مجموعه مزایایی است که در طول دوره به سهم تعلق می‌گیرد، که می‌تواند نسبت به اولین قیمت سهم یا نسبت به آخرین قیمت سهم در نظر گرفته شود و بازده کل سهم محاسبه گردد:

$$R_t = [P_t (1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C_\alpha) + DPS] / (P_{t-1} + C_\alpha)$$

R_{it} : بازده سالانه سهام؛ P_{it} : قیمت سهم شرکت i در دوره t ؛ P_{it-1} : قیمت سهم شرکت i در دوره $t-1$ ؛ α : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات؛ β : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود سهمی؛ C : مبلغ پذیره‌نویسی سهام (معمولاً ۱۰۰۰ ریالی)؛ DPS : سود نقدی هر سهم.

آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. یافته‌های جدول ۱ نشان می‌دهد که میانگین عدم نقدشوندگی سهام برابر ۱/۳۶۵ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر، حول این نقاط تمرکز یافته‌اند. همچنین کم‌ترین و بیش‌ترین مقدار عدم نقدشوندگی به ترتیب برابر ۰/۲۲۳ و ۷/۲۴۴ می‌باشد. همانطور که در این جدول قابل مشاهده است میانگین متغیرهای انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های اختیاری، هزینه‌های تولید و جریان وجوه نقد ناشی از عملیات نشان می‌دهد که به طور میانگین به ترتیب ۰/۰۶۲، ۰/۴۷۵ و ۰/۳۰۱ از فعالیت‌های واقعی انحراف داشته‌اند. این اعداد نشان می‌دهد که بیش‌تر انحرافات از فعالیت‌های واقعی در درجه نخست ناشی از هزینه‌های تولید، در درجه دوم ناشی از جریان‌های وجوه نقد ناشی از عملیات و در نهایت ناشی از هزینه‌های اختیاری است. مقایسه میانگین این ۳ شاخص انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی با میانگین متغیر اقلام تعهدی اختیاری نشان می‌دهد که دستکاری و انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی ناشی از هزینه‌های تولید (۰/۴۷۵) بیش از اقلام تعهدی اختیاری (۰/۳۱۱) است.

برای تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل‌های فرضیه اصلی اول پژوهش از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شد و نتایج نشان داد که آماره F لیمر دارای خطای کم‌تر از ۵٪ است. از این رو، برای تمام مدل‌های رگرسیونی فرضیه اصلی اول الگوی داده‌های پانل در نظر گرفته شد. از طرفی، نتایج حاصل از آزمون هاسمن نیز روش اثرهای ثابت را برای تخمین مدل تأیید کرد.

برای بررسی مانا بودن متغیرهای پژوهش از آزمون هادری استفاده شد. نتایج نشان داد که تمام متغیرها مانا هستند. از شرایط لازم برای تخمین مدل رگرسیونی، همسانی واریانس جملات خطای مدل است که در صورت ناهمسانی از اعتبار مدل رگرسیونی می‌کاهد. نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس نشان داد که واریانس‌ها همسان هستند. قبل از آزمون F لیمر و هاسمن و همچنین آزمون ناهمسانی واریانس، آزمون هم‌خطی انجام پذیرفت. در تمام آزمون‌ها، مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت. همچنین به دلیل این که متغیر وابسته در فرضیه اصلی دوم یک متغیر مجازی است برای آزمون مدل‌های فرضیه دوم از رگرسیون لجستیک استفاده گردید.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
ILLIQ	۱/۳۶۵	۲/۲۶۲	۰/۷۳۸	۰/۲۲۳	۷/۲۴۴
DRO_DISX	۰/۰۶۲	۰/۰۶۲	۰/۰۲۳	۰/۰۴۴	۰/۰۷۵
DRO_PROD	۰/۴۷۵	۰/۲۵۶	۰/۲۷۴	۰/۴۴۲	۰/۶۷۵
DRO_CFO	۰/۳۰۱	۰/۱۷۶	۰/۱۷۴	۰/۲۵۷	۰/۳۹۴
DA	۰/۳۱۱	۰/۲۳۴	۰/۱۶۶	۰/۲۵۰	۰/۳۹۷
SIZE	۱۳/۷۰	۱۳/۶۱	۱/۳۵۴	۱۱/۰۰	۱۸/۹۷
LEV	۰/۵۴۶	۰/۵۷۰	۰/۱۶۶	۰/۰۴۰	۰/۸۸۵
MBV	۲/۰۰۳	۱/۶۹۸	۱/۳۹۹	۰/۰۴۶	۱۵/۸۹
SG	۰/۱۴۴	۰/۱۳۳	۰/۲۷۹	۰/۰۹۴۷	۰/۹۸۶
FCF	۰/۱۷۴	۰/۱۵۵	۰/۱۹۸	۰/۰۸۳۸	۰/۹۷۲
RET	۰/۱۰۲	۰/۰۸۶	۰/۳۵۵	۰/۰۸۸۷	۰/۹۹۶

آزمون فرضیه‌های پژوهش

همانطور که در جدول ۲، قابل مشاهده است نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش برای هر یک از معیارهای مجزای انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی (DRO) ذکر شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون فرضیه‌های فرضیه اصلی اول

DRO_CFO فرضیه فرعی ۱-۳		DRO_PROD فرضیه فرعی ۱-۲		DRO_DISX فرضیه فرعی ۱-۱		متغیرها
t	بتا	t	بتا	t	بتا	
-.۰۵۱۵	-.۰۰۹۳	**۲/۹۵۲	-۱/۱۸۵	۰/۸۰۴	-۰/۱۸۷	C
**۴/۴۱۷	۰/۳۴۵	**۵/۹۳۵	۱/۰۳۲	**۵/۰۳۹	-۰/۵۰۷	ILLIQ
**۵/۸۱۱	-۰/۸۹۵	**۴/۳۲۹	-۰/۷۰۹	**۳/۰۲۵	-۰/۲۸۷	DA
-۰/۳۷۴	-۰/۰۰۵	**۳/۲۱۶	-۰/۰۸۷	**۲/۶۶۸	-۰/۰۴۲	SIZE
۱/۷۹۷	-۰/۱۶۱	۱/۴۰۵	-۰/۲۸۱	**۳/۵۹۲	-۰/۴۱۵	LEV
**۲/۶۱۹	-۰/۰۰۷	**۲/۹۷۲	-۰/۰۱۷	**۲/۲۵۷	-۰/۰۰۸	MBV
*-۱/۹۷۱	-۰/۰۴۸	**۳/۴۸۵	-۰/۱۸۸	**۸/۸۳۱	-۰/۲۷۳	SG
**۳/۴۹۶	-۰/۱۸۸	۱/۸۰۷	-۰/۲۱۷	-۰/۸۲۸	-۰/۰۵۷	FCF
**۳/۵۴۶	-۱/۳۴۲	-۰/۹۸۵	-۰/۸۳۱	**۲/۶۱۰	-۱/۲۷۴	RET
۰/۲۲۶		۰/۱۹۰		۰/۲۳۴		ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۶۳		۱/۸۷۹		۱/۹۵۹		دوربین واتسون
۱۵/۴۳۶		۱۷/۹۴۶		۲۳/۳۷۹		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F
** و * به ترتیب معناداری در سطح خطای ۱٪ و ۵٪						

نتایج نشان می‌دهد که عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد، زیرا سطح معنی‌داری هر سه مدل کمتر از ۵٪ است. بدین معنی که شرکت‌هایی با نقدشوندگی پایین انحراف بیش‌تری از فعالیت‌های عملیاتی واقعی دارند. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب ۲۳/۴، ۱۹ و ۲۲/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۱/۹۵۹، ۱/۸۷۹ و ۱/۹۶۳ است که نشان می‌دهد در تخمین مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. افزون بر این، مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آن‌ها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره مورد آزمون، در کل معنی‌دار است و می‌توان بر آن‌ها اتکا کرد.

آزمون فرضیه اول در جدول ۳ با استفاده از شاخص‌های ترکیبی فعالیت‌های عملیاتی واقعی (DRO) نیز انجام پذیرفت و نتایج نشان داد که عدم نقدشوندگی سهام بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد، زیرا سطح معنی‌داری هر سه مدل کمتر از ۵٪ است. بدین معنی که شرکت‌هایی با نقدشوندگی پایین انحراف بیش‌تری از فعالیت‌های عملیاتی واقعی دارند.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه‌های فرضیه اصلی اول

DRO_3 فرضیه فرعی ۱-۶		DRO_2 فرضیه فرعی ۱-۵		DRO_1 فرضیه فرعی ۱-۴		متغیرها
t	بتا	t	بتا	t	بتا	
***۲/۹۹۵	۱/۲۹۳	***۳/۰۴۸	۱/۳۱۱	***۲/۸۴۱	۰/۲۵۳	C
***۴/۵۲۳	۰/۸۴۶	***۳/۸۶۵	۰/۷۲۰	***۵/۶۶۲	۰/۲۱۸	ILLIQ
*۲/۱۱۰	۰/۳۷۲	۱/۵۳۸	۰/۲۷۰	***۹/۳۱۳	۰/۳۳۸	DA
**۲/۷۱۶	-۰/۰۷۹	**۳/۲۳۹	-۰/۰۹۴	-۱/۴۳۷	-۰/۰۰۹	SIZE
۰/۸۹۱	-۰/۱۹۲	۱/۵۶۸	-۰/۳۳۶	۰/۷۳۱	۰/۰۳۲	LEV
***۴/۴۹۸	-۰/۰۲۸	***۴/۳۲۸	-۰/۰۲۷	***۳/۹۵۳	۰/۰۰۵	MBV
***۳/۴۶۱	-۰/۲۰۱	***۳/۶۹۲	-۰/۲۱۴	***۷/۱۵۱	۰/۰۸۶	SG
***۷/۳۱۹	-۰/۹۴۶	***۷/۴۶۶	-۰/۹۶۰	***۳/۳۶۲	-۰/۰۸۹	FCF
**۲/۸۳۶	-۲/۵۷۴	**۲/۷۴۷	-۲/۴۸۳	-۰/۲۲۸	-۰/۰۴۳	RET
۰/۲۱۲		۰/۲۰۲		-۰/۳۲۰		ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۱۰		۱/۸۸۴		۲/۰۲۲		دوربین واتسون
۲۱/۷۷۶		۲۰/۶۰۶		۳۳/۳۳۹		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F
** و * به ترتیب معناداری در سطح خطای ۱٪ و ۵٪						

ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب ۳۲، ۲۰/۲ و ۲۱/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون مدل‌های آزمون به ترتیب برابر ۲/۰۲۲، ۱/۸۸۴ و ۱/۹۱۰ است که نشان می‌دهد در تخمین مدل‌های مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. افزون بر این، مقدار آماره F مدل‌ها و سطح احتمال آن‌ها، بیانگر آن است که مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون، در کل معنی‌دار است و می‌توان بر آن‌ها اتکا کرد.

همانطور که در جدول ۴، قابل مشاهده است نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش برای هر یک از ۳ معیارهای مجزای مدیریت فزاینده سود آورده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که عدم نقدشوندگی سهام بر هر سه معیار مدیریت واقعی فزاینده سود تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد، زیرا سطح معنی‌داری هر سه مدل کمتر از ۵٪ است. در واقع شرکت‌هایی با عدم نقدشوندگی بالای سهام با احتمال زیادی به مدیریت واقعی سود روی می‌آورند.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم

REM_Suspect 3 فرضیه فرعی ۳-۲		REM_Suspect 2 فرضیه فرعی ۲-۲		REM_Suspect 1 فرضیه فرعی ۱-۲		متغیرها
آماره والد	بتا	آماره والد	بتا	آماره والد	بتا	
**۱۲/۶۷۳	-۸/۴۶۸	**۷/۲۱۹	-۴/۶۱۷	**۱۱/۰۶۱	-۶/۵۰۷	C
**۱۶/۳۳۱	۶/۴۷۸	**۱۴/۲۱۶	۴/۹۴۱	**۹/۵۳۳	۳/۹۰۳	ILLIQ
**۵/۲۴۱	۱/۴۰۳	**۴/۲۶۶	۱/۱۱۳	**۳/۹۶۹	۱/۰۸۸	DA
۰/۴۵۴	۰/۰۹۸	۰/۰۷۵	-۰/۰۳۱	**۳/۹۱۱	۰/۲۵۳	SIZE
**۶/۴۲۹	۳/۹۰۳	۲/۶۵۶	۱/۹۶۰	۱/۳۶۰	۱/۲۳۳	LEV
۰/۰۴۳	-۰/۰۰۷	۰/۱۷۸	-۰/۰۱۱	**۴/۰۵۲	-۰/۰۸۳	MBV
۱/۳۶۸	۰/۳۹۹	۰/۵۶۳	-۰/۲۲۲	۲/۱۴۶	۰/۴۲۳	SG
۱/۵۵۲	-۱/۴۹۵	۱/۰۵۷	-۰/۹۵۹	۰/۷۶۹	-۰/۷۲۸	FCF
**۵/۶۴۷	۹/۰۹۳	**۶/۸۷۵	۸/۵۹۱	۰/۸۱۹	۲/۷۵۵	RET
۰/۴۶۵		۰/۳۳۸		۰/۳۰۸		ضریب تعیین نگلکرک
۰/۲۶۷		۰/۲۱۱		۰/۲۰۶		ضریب تعیین کاکس و اسنل
۵۹/۲۱۰		۴۵/۳۵۳		۴۳/۹۵۹		آماره کای دو
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معنی داری
۴/۸۰۴		۱۰/۳۴۰		۴/۳۹۱		آماره هاسمر و لمشو
۰/۷۷۸		۰/۲۴۲		۰/۸۳۰		سطح معنی داری
۱۰۳/۴۷۸		۱۴۲/۴۵۶		۱۶۶/۹۲۴		نسبت درست‌نمایی مدل
** و * به ترتیب معناداری در سطح خطای ۱٪ و ۵٪						

میزان آماره کای دو و سطح معناداری مربوط به این آماره بیانگر معنادار بودن کل مدل است. مقایسه سطح معناداری آماره هاسمر و لمشو با میزان خطای ۵ درصد نیز نشان دهنده انطباق مناسب مدل با مشاهدات واقعی (نیکویی برازش مدل) است. مقدار شاخص‌های ضرایب تعیین نگلکرک و کاکس و اسنل در مدل‌های مورد آزمون مطابق جدول ۴ بیانگر قدرت پیش‌بینی مناسب مدل‌ها است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش تأثیر عدم نقدشوندگی سهام بر نزدیک‌بینی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار می‌دهد. برای اندازه‌گیری عدم نقدشوندگی از معیار آمیهدود (۲۰۰۲) و برای تخمین میزان نزدیک‌بینی مدیریتی از مدل فعالیت‌های عملیاتی واقعی و مدیریت واقعی سود استفاده شده است. مطابق اظهارات فرانسیس و همکاران (۲۰۱۶) انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی به معنای مدیریت سود نیست و ممکن است ناشی از فعالیت‌های

عادی شرکت باشد. بنابراین در این پژوهش مدیریت واقعی سود از انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی مجزا گردید. طبق مطالعات گانی (۲۰۱۰) شرکت‌های با سطح پایین هزینه‌های تحقیق توسعه و هزینه‌های فروش و عمومی و اداری غیر عادی (پایین‌ترین پنجم) و شرکت‌های با سطح بالای هزینه‌های تولید غیرعادی (بالا‌ترین پنجم) به عنوان شرکت‌های با مدیریت واقعی سود در نظر گرفته شدند.

نتایج نشان می‌دهد که عدم نقدشوندگی بر انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی با استفاده از شاخص‌های مجزا و همچنین شاخص‌های ترکیبی تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بدین معنی که با افزایش ریسک نقدشوندگی احتمال انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی افزایش می‌یابد. یافته‌ها نشان می‌دهد زمانی که عدم نقدشوندگی بالاست، گرایش به دستکاری ارقام تعهدی اختیاری و همچنین انحراف از فعالیت‌های عملیاتی واقعی و مدیریت واقعی سود بیش‌تر می‌باشد. نتایج سازگار با یافته‌های بید (۱۹۹۳)؛ بوش (۱۹۹۸)؛ ماتسوموتو (۲۰۰۲)؛ ادمنز (۲۰۰۹)؛ باراث و همکاران (۲۰۱۳) می‌باشد. آن‌ها نشان دادند زمانی که ریسک نقدشوندگی سهام در شرکت‌ها بالاست، مدیران تمایل بیش‌تری به اتخاذ تصمیمات کوتاه‌بینانه دارند و سعی می‌کنند با دستکاری سودها منافع شخصی خود را افزایش دهند.

نتایج این پژوهش به سرمایه‌گذاران و تجزیه و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌کند که با توجه به اثر مثبت عدم نقدشوندگی بر کوتاه‌بینی مدیریتی و پیامدهای منفی مرتبط بر آن، به کیفیت سود گزارش شده توجه داشته باشند و دستکاری احتمالی سود را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ نمایند، تا بدین وسیله ریسک عدم نقدشوندگی پرتفوی سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند.

منابع

- حقیقت، ح.، نعمتی‌کشتلی، ر. و علوی، س.م. (۱۳۹۳). "شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام". *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳ (۳)، ۸۵-۹۸.
- مراذاده‌فرد، ه.، رضاپور، ن. و فرزانی، ح.ا. (۱۳۸۹). "بررسی نقش مدیریت ارقام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله پژوهش‌های حسابداری*، ۲ (۳): ۱۰۱-۱۱۶.
- مرادی، ج. و باقری، ه. (۱۳۹۴). "بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۲): ۲۳۹-۲۵۰.
- یحیی‌زاده‌فر، م. و خرم‌دین، ج. (۱۳۸۷). "نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مزاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵ (۵۳): ۱۰۱-۱۱۸.

- Aboody, D., Hughes, J. and Liu, J. (2005). "Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital". *Journal of Accounting Research*, 43 (5): 651-673.
- Amihud, Y. (2002). "Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-Series Effects". *Journal of Financial Markets*, 5 (1): 31-56.
- Asli, A., Shantaram, P.H., Gopal, V.K. and John, B. (2012). "Earnings Management and Market Liquidity". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38 (2): 257-274.
- Bharath, T., Jayaraman, S. and Nagar, V. (2013). "Exit as Governance: An Empirical Analysis". *Journal of Finance*, 68 (6): 2515-2547.
- Bhattacharya, N., Desai, H. and Venkataraman, K. (2013). "Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs". *Contemporary Accounting Research*, 30 (2): 482-516.
- Bhide, A. (1993). "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity". *Journal of Financial Economics*, 34 (1): 31-51.
- Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M. and Mcinnis, J. (2009). "Making Sense of Cents: An Examination of Firms that Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts". *Journal of Finance*, 64 (5): 2361-2388.
- Bushee, B. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behaviour". *The Accounting Review*, 73 (3): 305-333.
- Chaney, P.K. and Lewis, C.M. (1995). "Earnings Management and Firm Valuation under Asymmetric Information". *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4): 319-345.
- Chen, X., Cheng, Q., Alvis K.L. and Wang, X. (2015). "CEO Contractual Protection and Managerial Short-Termism". *The Accounting Review*, 90 (5): 1871-1906.
- Chen, Y., Ghon Rhee, S., Veeraraghavan, M. and Zolotoy, L. (2015). "Stock Liquidity and Managerial Short-termism". *Journal of Banking & Finance*, 60: 44-59.
- Coffee, J.C. (1991). "Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor". *Columbia Law Review*, 91 (6): 1277-1368.
- Cohen, A. and Zarowin, P. (2010). "Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings". *Journal of Accounting and Economics*, 50 (1): 2-19.
- De Jong, A., Mertens, G., Poel, M.V.D. and Dijk, R.D. (2014). "How does Earnings Management Influence Investor's Perceptions of Firm Value?"

- Survey Evidence from Financial Analysts”. *Review of Accounting Studies*, 19 (2): 606-627.
- Edmans, A. and Manso, G. (2011). “Governance through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Block Holders”. *Review of Financial Studies*, 24 (7): 2395-2428.
- Edmans, A., Fang, V. and Zur, E. (2013). “The Effect of Liquidity on Governance”. *Review of Financial Studies*, 26 (6): 1443-1482.
- Fang, V., Tian, X. and Tice, S. (2014). “Does Stock Liquidity Enhance or Impede firm Innovation?” *Journal of Finance*, 69 (5): 2085-2125.
- Francis, B., Hasan, I. and Li, L. (2016). “Abnormal Real Operations, Real Earnings Management, and Subsequent Crashes in Stock Prices”. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46 (2): 217-260.
- Francis, J., Nanda, D. and Olsson, P. (2008). “Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital”. *Journal of Accounting Research*, 46 (1): 53-99.
- Gong, G., Louis, H. and Sun, X. (2008). “Earnings Management and Firm Performance Following Openmarket Repurchases”. *Journal of Finance*, 63 (2): 947-986.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. and Rajgopal, S. (2005). “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting”. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3): 3-73.
- Gunny, K. (2010). “The Relation between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks”. *Contemporary Accounting Research*, 27 (3): 855-888.
- Healy, P.M. and Wahlen, J.M. (1999). “A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting”. *Accounting Horizons*, 13 (4): 365-383.
- Jacobs, M.T. (1991). *Short Term America: The Causes and Cures of our Business Myopia*. Harvard University Press, Cambridge.
- Kim, D. and Qi, Y. (2010). “Accruals Quality, Stock Returns and Macroeconomic Conditions”. *Accounting Review*, 85 (3): 937-978.
- Kim, J.B. and Sohn, B.C. (2013). “Real Earnings Management and Cost of Capital”. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32 (6): 518-543.

- Kothari, S.P., Mizik, N. and Roychowdhry, S. (2012). Managing for the moment: The role of real activity versus accrual earnings management in SEO valuation, Boston College working paper.
- Laverty, K.J. (2004). "Managerial Myopia or Systemic Short-termism?: The Importance of Managerial Systems in Valuing the Long Term". *Management Decision*, 42 (8): 949-962.
- Lehn, K. and Poulsen, A. (1989). "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions". *Journal of Finance*, 44 (3): 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.
- Matsumoto, D. (2002). "Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises". *The Accounting Review*, 77 (3): 483-514.
- Porter, M.E. (1992). "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System". *Harvard Business Review*, 70 (5): 65-82.
- Rangan, S. (1998). "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*, 50 (1): 101-122.
- 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.
- Ridge, J.W. Kern, D. and White, M.A. (2014), "The Influence of Managerial Myopia on Firm Strategy". *Management Decision*, 52 (3): 602-623.
- Roychowdhury, S. (2006). "Earnings Management through Real Activities Manipulation". *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3): 335-370.
- Teoh, S. and Wong, T. (2002). "Why New Issues and High Accrual Firms Underperform: The Case of Analysts' Credulity". *Review of Financial Studies*, 15 (3): 869-900.
- Teoh, S., Welch, I. and Wong, T. (1998a). "Earnings Management and the Long-run Underperformance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*, 50 (1): 63-100.
- Zang, A.Y. (2012). "Evidence on the Trade-off between Real Activities Manipulation and Accrual Based Earnings Management". *The Accounting Review*, 87 (2): 675-703.