[2-1 مقدمه 14](#_Toc383247376)

[**بخش اول: مبانی نظری نقدشوندگی 14**](#_Toc383247377)

[2-2 اهمیت نقدشوندگی 14](#_Toc383247378)

[2-3 تعریف نقدشوندگی 15](#_Toc383247379)

[2-3-1 نقدشوندگی دارایی ها 17](#_Toc383247380)

[2-3-2 نقدشوندگی بازار 18](#_Toc383247381)

[2-3-3 وسعت بازار 19](#_Toc383247382)

[2-3-4 عمق بازار 19](#_Toc383247383)

[2-3-5 برگشت پذیری بازار 20](#_Toc383247384)

[2-3-6 نقدشوندگی شرکت 20](#_Toc383247385)

[2-4 ارتباط بین مفاهیم نقدشوندگی 21](#_Toc383247386)

[2-5 نقدشوندگی و قیمتگذاری داراییها 22](#_Toc383247387)

[2-6 نقدشوندگی و اثرات مشتریان 23](#_Toc383247388)

[2-7 راه حل های اندازه گیری نقدشوندگی 24](#_Toc383247389)

[2-7-1 معیارهای مبتنی بر معامله 24](#_Toc383247390)

[2-7-2 معیارهای مبتنی بر سفارش 25](#_Toc383247391)

[2-7-3 معیارهای نقدشوندگی 26](#_Toc383247392)

[2-7-3-1 تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش سهام 27](#_Toc383247393)

[2-7-3-2 هزينههاي فرايند سفارش 27](#_Toc383247394)

[2-7-3-3 هزينههاي نگهداري موجودي 27](#_Toc383247395)

[2-7-3-4 هزينههاي انتخاب نادرست 27](#_Toc383247396)

[2-7-4 معیار نسبی نقدشوندگی مبتنی بر نقدشوندگی سهام فردی و نقدشوندگی بازار 28](#_Toc383247397)

[2-7-5 منابع عدم نقدشوندگی 28](#_Toc383247398)

[2-7-6 انواع بازارها 29](#_Toc383247399)

[2-7-6-1 بازار سفارش محور 30](#_Toc383247400)

[2-7-6-2 بازارهای اعلام محور 30](#_Toc383247401)

[**بخش دوم: مبانی مدیریت سود 31**](#_Toc383247402)

[2-8 تعريف مديريت سود 31](#_Toc383247403)

[2-8-1 مدیریت سود یا تقلب 32](#_Toc383247404)

[2-8-2 انگیزه های مدیریت سود 34](#_Toc383247405)

[2-8-3 كشف مديريت سود 41](#_Toc383247406)

[2-8-4 محرك‌هاي مديريت سود 43](#_Toc383247407)

[2-8-5 اقلام تعهدي 44](#_Toc383247408)

[2-8-6 بررسي مدل‌هاي مختلف تفكيك اقلام تعهدي به اختياري و غير اختياري 45](#_Toc383247409)

[2-8-7 جنبه‌هاي مديريت سود (تمايز بين شكل‌هاي مختلف مديريت سود) 47](#_Toc383247410)

[2-8-8 اندازه‌گيري مديريت سود 49](#_Toc383247411)

[2-8-9 مدیریت سود واقعی 53](#_Toc383247412)

[**بخش سوم: پیشینه پژوهش 55**](#_Toc383247413)

[2-9 پیشینه پژوهش های خارجی 55](#_Toc383247414)

[2-9-1 پیشینه پژوهش های داخلی 61](#_Toc383247415)

**2-1 مقدمه**

در این فصل مبانی نظری و پیشینه تحقیق در سه بخش به شرح زیر تنظیم شده است:

بخش اول: مبانی نظری نقدشوندگی، ؛

بخش دوم: مبانی نظری مدیریت سود

بخش سوم: پیشینه پژوهش که در این قسمت پیشینه پژوهش­های انجام شده در دو بخش تحقیقات انجام شده در داخل کشور و تحقیقات انجام شده در خارج از کشور مورد مطالعه قرار می گیرد.

**بخش اول: مبانی نظری نقدشوندگی**

**2-2 اهمیت نقدشوندگی**

بازارسرمايه در يك كشور از منابع عمده تأمين مالي شركت­ها و دولت‌ها است و در كشورهايي نظير ايران كه در پي جذب شركت­هاي خارجي جهت سرمايه‌گذاري مستقيم و نيز رونق بورس خود هستند، تقويت آن و شناخت عوامل مرتب طبام عاملها و راقبه ادار مي­تواند انگيزه شركتهاي داخلي و خارجي را براي ورود به عرصه فعاليت و توسعه سرمايه­گذاري افزايش دهد، به نحوي كه تحقق مناسب اهداف عمده توسعه­هاي مالي و اقتصادي دولت را نيز مهيا كند. ايجاد زمينه­هاي لازم جهت پاسخگويي بيشتر به نيازهاي سرمايه­گذارن و تبديل شدن بورس اوراق بهادارتهران به بورسي مطرح، نيازمند بررسي­هاي علمي فراواني است. در این میان یکی از متغیرهایی که به این امر می تواند کمک کند میزان جذابیت شرکت­های موجود در بورس اوراق بهادار و همچنین درجه نقدشوندگی سهام آن­ها در بورس اوراق بهادار است که باعث می‌شود سرمایه­گذارن در هر زمانی که اراده کنند بتوانند دارایی­های خود را با کمترین هزینه به وجه نقد تبدیل کنند. بر طبق مدل­های ارائه شده برای پیش بینی بازده، عوامل زیادی وجود دارد که می توانند بازده سرمایه­گذاری­های مختلف را برآورد کند. در این میان نقدشوندگی سهام یکی دیگر از عواملی است که بررسی تاثیر آن بر بازده سهام در بازارهای مختلف از ادبیات و پیشینه قویی برخوردار است و محققان این متغیر را به عنوان یکی از عواملی که می­تواند در تعیین بازده نقش مهمی داشته باشد، می­شناسند.

دارایی­ها و سبد سهام[[1]](#footnote-1) دارای سه ویژگی است که با اداره کردن سبد سهام مرتبط است. این ویژگی­ها شامل بازده، ریسک، و نقدشوندگی است. بازده به آسانی تعریف و معرفی می­شود. اگر چه اندازه­گیری ریسک مشکل است، اما با این حال یک مفهوم عملیاتی است. ریسک معمولا به وسیله واریانس و انحراف معیار بازده­ها اندازه­گیری می­شود. در مورد مدل قیمت­گذاری دارایی­ها سرمایه­ای، ریسک سیستماتیک برای یک سهم به وسیله بتا اندازه­گیری می­شود (اسچوارتز و فرانشینی[[2]](#footnote-2)، 2004، ص60).

اما چگونه ممکن است نقدشوندگی را تعریف و اندازه­گیری کرد؟ به طور عام، دارایی نقدشونده دارایی است که به صورت نقد باشد یا به آسانی قابل تبدیل به وجه نقد باشد. این تعریف به ما خیلی کمک نمی­کند. آسانی به زمان مورد نیاز برای تبدیل و خارج کردن از وجه نقد، و هزینه معامله اشاره دارد (اسچوارتز و فرانشینی، 2004، ص60). اسچوارتز و فرانشینی (2004) برای تعریف نقدشوندگی بر روی ویژگی­های نقدشوندگی مانند عمق، وسعت، برگشت پذیری بازار تمرکز کرده­اند.

با توجه به اهمیت نقدشوندگی سهام در ادبیات مالی، محققین بسیاری سعی داشتند تعریفی جامع برای نشان دادن مفهوم نقدشوندگی ارائه دهند. به طور کلی تعاریف نقدشوندگی در دو رویکرد کلی طبقه بندی می­شود : بعضی از تعاریف نقدشوندگی بر ویژگی دارایی­ها(نقدشوندگی دارایی­ها)[[3]](#footnote-3) تمرکز کرده­اند و بعضی دیگر، از دیدگاه بازار(نقدشوندگی بازار[[4]](#footnote-4)) این موضوع را مورد توجه قرار داده­اند ( موراسکی[[5]](#footnote-5)، 2008، ص9).

**2-3 تعریف نقدشوندگی**

بازار کاملا نقدشونده بازاری است که هر مقدار از اوراق بهادار می تواند فورا و بدون هزینه به وجه نقد تبدیل شود یا هر مقدار وجه نقد می­تواند به اوراق بهادار تبدیل شود. در بازارهای کمتر نقدشونده نسبت به بازار های کاملا نقدشونده، یک بازار نقدشونده، بازاری است که هزینه معاملات مرتبط با تبدیل اوراق بهادار در حداقل باشد. هزینه معاملات شامل هزینه های ضمنی و صریح[[6]](#footnote-6) است. هزینه­های صریح شامل هزینه­های مربوط به حق دلالی کمیسیون­ها[[7]](#footnote-7) و مالیات­های دولت[[8]](#footnote-8) است. این هزینه را به آسانی به صورت کمیت در می­آیند اما خارج از کنترل مستقیم بورس اوراق بهادار است و بنابراین در نظر گرفته نمی شود. توجه اساسی در معاملات بر هزینه­های ضمنی معامله همچون اختلافات قیمت پیشنهادی خرید و فروش[[9]](#footnote-9)، هزینه­های تاثیر بازار و هزینه­های فرصت است که به موجب تکنولوژی، مقررات، انتشار اطلاعاتی، مشارکت اطلاعاتی و ابزارهای اطلاعاتی ناکارا و یا ناکافی است (آیتکن و کامرتن فورد[[10]](#footnote-10)، 2003، ص46).

بررسی ادبیات مالی آشکار می کند که اختلافات قابل توجهی میان محققان در مورد ماهیت نقدشوندگی، منابع آن، و نتایجش برای سرمایه­گذاری وجود دراد. تعاریف در مورد نقدشوندگی تا اندکی متضاد و نامنظم است. اصطلاح نقدشوندگی به صورت گسترده­ای در ادبیات مالی استفاده شده است، از این جهت درک مفهوم آن مهم است. بنابراین هدف ما در این جا فراهم کردن تعریفی روشن از نقدشوندگی است که می تواند در تجزیه و تحلیل­های مالی به کار گرفته شود ( موراسکی[[11]](#footnote-11)، 2008، ص9).

در بسیاری از موارد، مخصوصاً در معاملات روزمره[[12]](#footnote-12)، استدلال­های نظری گسترده در مورد معنی نقدشوندگی واقعا لازم نیست. اکثر سرمایه­گذار­ها به صورت ذاتی می ­توانند کیفیت بازارها یا انواع دارایی­ها، مانند قابلیت نقدشدن یا غیر قابل نقدشدن را درک کنند و اثرات مربوط به آن را تشخیص دهند. به هر حال نبود یک تعریف رسمی از نقدشوندگی در زمانی که توسعه رویکرد­های رسمی، نقدشوندگی را به عنوان یک معیار سرمایه­گذاری در نظر می­گیرد موجب مشکلات جدی می­شود (موراسکی[[13]](#footnote-13)، 2008، ص10).

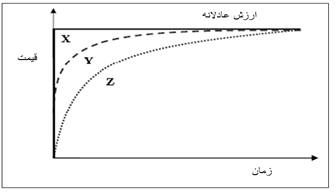
وصف­های مختلفی از تعارف نقدشوندگی در کتاب­ها و مقالات مالی و مدیریت مالی وجود دارد. لیو (2006،ص 631) بیان می­کند که به طور عام نقدشوندگی توانایی برای تعداد زیاد معامله با سرعت بالا در هزینه پایین و با اثر قیمتی کم توصیف می شود. این توصیف چه بعد را برای نقدشوندگی، یعنی، تعداد معامله، سرعت معامله، هزینه معامله، و اثر قیمتی را مشخص می کند. یودین (2009، ص24) نقدشوندگی را به عنوان سرعت و سهولتی که یک نفر می تواند سهام را در بازار مورد معامله قرار دهد تعریف کرده است. پاستور و استمبیو (2003، ص2) نقدشوندگی را به عنوان یک مفهوم وسیع توصیف می­کنند که به طور کلی توانایی برای تعداد زیادی معامله به طور سریع، در هزینه پایین، و بدون تغییر قیمت را نشان می­دهد. ریلی و برون[[14]](#footnote-14)(1997، ص107-106) نقدشوندگی را به عنوان خرید یا فروش یک دارایی با سرعت و در یک قیمت مشخص شرح داده­اند؛ بر طبق نظر بودی و مرتن[[15]](#footnote-15)(1998، ص35) نقدشوندگی، سرعت و سهولت نسبی است که یک دارایی می­تواند به وجه نقد تبدیل شود؛ بر طبق نظر آرنلد[[16]](#footnote-16) (2005، ص18) نقدشوندگی، درجه­ای که یک دارایی می­تواند به سرعت و به سهولت بدون از دست دادن ارزش فروخته شود؛ اسچارتز و فرانشونی[[17]](#footnote-17) (2004، ص60) دارایی را نقد شونده می­نامند که به سهولت قابل تبدیل به وجه نقد باشد؛ و بریلی و همکارانش[[18]](#footnote-18) (2006،ص1000) یک دارایی را نقد شونده می­نامند، اگر به آسانی و ارزان به وجه نقد تبدیل شود و بگ و همکارانش[[19]](#footnote-19) (2003، ص315) بیان می­کنند که نقدشوندگی، ارزانی، سرعت، و اطمینانی است که ارزش دارایی می­تواند به پول تبدیل شود. همچنین شارپ و الکساندر[[20]](#footnote-20)(1990، ص804) بیان می­کنند که نقدشوندگی عبارت است از توانایی سرمایه­گذارن برای تبدیل اوراق بهادار به وجه نقد در یک قیمت مشابه نسبت به معامله قبلی در اوراق بهادار، با فرض این که هیچ اطلاعات جدیدی مهمی از وقتی که معامله قبلی صورت گرفته، وارد نشده باشد. هریس[[21]](#footnote-21)(2003، ص394) کسی است که نقدشوندگی را به عنوان توانایی برای حجم زیادی از معامله به سرعت، در هزینه پایین، و وقتی که تمایل برای معامله وجود داشته باشد، تعریف کرده است. از طرف دیگر مُیر[[22]](#footnote-22) و همکارانش(1998، ص609) نقدشوندگی یا نقدشوندگی شرکت را به عنوان توانایی یک شرکت جهت پرداخت وجه نقد برای تعهداتش در زمانی که این تعهدات سر رسید می­شود، تعریف می کنند.

این بررسی کوتاه از دیدگاه­های مختلف بیان قبلی که هیچ توافق عمومی در مورد معنای معینی از اصطلاح نقدشوندگی در جامعه مالی وجود ندارد را تقویت می­کند. با این حال نظم و ترتیب تقریبی در مفهوم نقدشوندگی وجود دارد. اما به نظر می­رسدکه تعاریف موجود درباره نقدشوندگی را می­توان طبقه­بندی کرد. هر یک از تعاریف نقدشوندگی را می­توان در یکی از طبقاتی که در زیر بیان می شود جای داد. تعاریف نقدشوندگی را می­توان در سه دیدگاه زیر جای داد:

**2-3-1 نقدشوندگی دارایی ها**

نقدشوندگی در بعضی از تعاریف به عنوان ویژگی یک دارایی معرفی شده است. در این مورد، نقدشوندگی به عنوان آسانی تبدیل یک دارایی به وجه نقد درک می­شود. به عبارت دیگر، یک دارایی که به آسانی فروخته می­شود نقدشونده­تر است. در نتیجه، وجه نقد خود به عنوان دارایی که دارای بیشترین درجه نقدشوندگی است فرض می­شود و دیگر دارایی­ها را می­توان با اشاره به وجه نقد به عنوان بیشترین یا کمترین شباهت به وجه نقد، طبقه بندی کرد ( موراسکی، 2008، ص16).

بر طبق نظر هیکز[[23]](#footnote-23) (1962) و میلر[[24]](#footnote-24) (1965)، دارایی غیرنقدشونده[[25]](#footnote-25)، داریی است که می­تواند بدون درنگ و تنها با تنزیل قیمت فروخته شود؛ از طرف دیگر، اگر ارزش عادلانه حفظ شود دوره تسویه طولانی­تری را باید پذیرفت. دارایی کاملا نقدشونده می­تواند فوراً در ارزش عادلانه فعلی خودش فروخته شود و زیاد شدن مدت فرایند تسویه هیچ تاثیری بر قیمت مشخص شده ندارد. موارد گفته شده را می­توان در شکل (1-2) زیر نشان داد( موراسکی، 2008، ص16).



**(نمودار 2-1) نقدشوندگی در دو بعد قیمت و زمان**

منطقهX اشاره به دارایی­هایی دارد که به صورت کاملا نقدشونده هستند و منطقه Y و Z اشاره به دارایی­هایی دارد که برای نقد شدن باید از قیمت آن تنزیل شود. در این مورد نقدشوندگی دارایی­ها را بر اساس زمان و قیمت بررسی کردیم.

**2-3-2 نقدشوندگی بازار**

معنی دوم نقدشوندگی اشاره به بازار­ها دارد. بر این اساس، یک بازار نقدشونده، بازاری است که معامله کردن در آن در هر زمانی ممکن است، مستقل از اندازه معاملات است، و اساساً موجب تغییرات قیمتی ناموجه نمی­شود. در این باره، می­توان گفت که بازار اوراق قرضه خزانه­داری ایالات متحده، به دلیل این که عمدتاً هر مقداری از اورق می­تواند در قیمت جاری جذب شود، بازاری نقدشونده است و اکثرا بعید است که بازار به معاملات بزرگ واکنش نشان دهد ( موراسکی، 2008، ص18).

ادبیات موجود در مورد نقدشونگی بازارهای مالی سازمان یافته معمولا سه جزء اصلی نقدشوندگی بازار را شرح داده­اند. این سه جزء شامل وسعت، عمق، و برگشت پذیری بازار است.

**2-3-3 وسعت بازار**[[26]](#footnote-26)

گاربد[[27]](#footnote-27)(1982، ص420)، وسعت بازار را به عنوان وضعیتی تعریف می­کند که سفارشات وجود دارد، به صورت واقعی و به آسانی آشکار می­شود، و اوراق بهادار در بالا و پایین قیمت عملاً مورد معامله قرار می­گیرند. فرناندز[[28]](#footnote-28) (1999، ص10) بیان می­کند که وسعت بازار، فاصله قیمت­های میانی بازار تا قیمت معاملاتی که واقعا رخ می­هند، است. به هر حال وسعت بازار بیشتر با تفاضلقيمتپيشنهاديخريد و فروش[[29]](#footnote-29) مرتبط است. بر اساس دیگر تعاریف عمومی، وسعت بازار به عنوان فاصله بین خریداران و فروشندگان در ارتباط با ارزش­گذاری دارایی­های مورد معامله در بازار تعریف می­شود. فاصله زیاد منجر به تنزیل­های بیشتر در ارزش عادلانه­ای می­شود که فروشندگان برای فروش سریع دارایی­ها، مجبور به پذیرش آن می­شوند یا این که فاصله زیاد، موجب پرداخت اضافی در مورد ارزش دارایی­های می­شود که خریداران برای خرید سریع آن، نیاز به پرداخت آن دارند. به این ترتیب فاصله بیشتر، موجب بازارهایی با قدرت نقدشوندگی کمتر می­شود، به این دلیل که توافق بین معامله­کنندگان بدون کوتاه آمدن در برابر از دست دادن ارزش اوراق بهادار، مشکل است ( موراسکی، 2008، ص20).

**2-3-4 عمق بازار**[[30]](#footnote-30)

مفهوم عمق بازار بر اساس تعداد مشارکت کنندگان بازار است که برای معامله آمادگی دارند. اکثر محققان، عمق را به عنوان در دسترس بودن پیشنهادهای متقابل، یا به عنوان قیمت­هایی که به وسیله بازارسازان اعلام می­شود یا به عنوان حداکثر حجم معامله شده­ای که بر قیمت اثر ندارد، درک کرده­اند. در هر صورت اندازه بازار نقش مهمی دارد. ارائه یک قیمت قابل قبول در بازارهایی که تعداد زیادی معامله­کننده فعال در آن وجود دارد نسبت به بازارهایی که تعداد اندکی معامله­کننده در آن وجود دارد آسانتر است. پس می­توان گفت که هر چه عمق بازار بیشتر باشد نقدشوندگی بازار هم بیشتر است. هر چند که اندازه بازار برای نقدشوندگی بازار مهم است ولی برای نقدشوندگی بازار کافی نیست. نقدشوندگی بازار علاوه بر معامله­گران، نیاز به تنوع معامله­گران نیز دارد ( موراسکی، 2008، ص21).

باید توجه داشت که نتایج حاصل از وسعت و عمق بازار برای سرمایه­گذار­های فردی مشابه است. هر دو جنبه اشاره به تنزیل ارزش عادلانه دارد که باید به منظور تحقق یک معامله در مدت زمان معقول، با آن مقابله کرد. با این حال، در حالی که وسعت بازار نشان دهنده هزینه­های معامله است، عمق بازار تعیین می­کند که چگونه این هزینه­ها به اندازه معامله بستگی دارد( موراسکی، 2008، ص23).

در کل می توان گفت که اگر سفارش­هایی با فاصله کمی از قیمت بالا و پایین سهامی که در حال معامله است وجود داشته باشد و اگر در مجموع، سفارش­های خرید و فروش در حجم قابل توجه­ای در بازار وجود داشته باشند، بازار دارای وسعت و عمق است. در زمانی که بازار دارای عمق زیاد و وسعت کمی است تفاضل بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش کمتر است و اثر بازار ناچیز است (اسچوارتز و فرانشینی، 2004، ص60).

**2-3-5 برگشت پذیری بازار**[[31]](#footnote-31)

در این جا یک بُعد پویا از نقدشوندگی معرفی می شود. برگشت­پذیری ارشاره به سرعتی دارد که بَعد از یک معامله بزرگ یا هر چیز دیگری که باعث عدم تعادل سفارش می شود سطح قیمت­ها به حالت قبلی بر­می­گردد. این موضوع به عنوان برگشت پذیری بازار شناخته می­شود. باید توجه داشت که برگشت پذیری بازار اشاره به سرعت واکنش به هر گونه تغییر در قیمت ناموجه دارد و این موضوع تنها به موجب معاملات بزرگ نیست ( موراسکی، 2008، ص24).

اسچوارتز و فرانشینی (2004) بیان می­کنند اگر تغییرات موقتی قیمت که به موجب عدم تعادل سفارش­ها ایجاد می­شود به سرعت، سفارشات جدید را برای بازار جذب کند، آن بازار دارای برگشت پذیری است. و وقتی که بازار دارای برگشت­ پذیری است معاملات کمتر متحمل قیمت­های نامناسب می­شوند (اسچوارتز و فرانشینی، 2004، ص61).

**2-3-6 نقدشوندگی شرکت**[[32]](#footnote-32)

دسته سوم از تعاریف نقدشوندگی اشاره به توانایی شرکت­ها برای پرداخت تعهدات خود دارد. یک شرکت نقدینه هیچ مشکلی با تسویه حساب­هایش در طی زمان ندارد، در حالی که یک شرکت غیرنقدینه، ممکن است با مشکل عدم پرداخت به موقع تعهدات خود روبه­رو شود و دارای ریسک عدم توانایی برای پرداخت بدهی باشد ( موراسکی، 2008، ص25).

**2-4 ارتباط بین مفاهیم نقدشوندگی**

اگر چه تعاریف متفاوت نقدشوندگی به زمینه­های مختلف اقتصادی اشاره کرده است، اما آنها غیر مرتبط با همدیگر نیستند. ارتباط بین آن­ها حتی می­تواند به طور حسی تشخیص داده شود. در واقع، بررسی دقیقتر مؤید آن است که این تعاریف به پدیده­های اساسی یکسان اشاره می­کنند (موراسکی، 2008، ص25).

با در نظرگرفتن نقدشوندگی دارایی و نقدشوندگی بازار می­توان گفت که دارایی­های نقدشونده، معمولاً در یک بازار مورد معامله قرار می­گیرند. در بازاری که تعداد زیادی معامله­کننده فعال هستند، آسانتر است که یک دارایی را به سرعت و در قیمت عادلانه فروخت. از طرف دیگر، نقدشوندگی بالای یک دارایی موجب می­شود که سرمایه­گذارن بیشتر برای معامله، یک بازار نقدشونده را ایجاد کنند. علارغم این شباهت، این دو رویکرد مترادف نیستند. در وهله اول تمرکز نقدشوندگی دارایی­ها بر روی وضعیت سرمایه­گذارن فردی است. در حالی که نقدشوندگی بازار اشاره به وضعیت متوسط همه سرمایه­گذارن دارد. این بدین معنی است که سرمایه­گذارن با دسترسی­های گوناگون به بازار معین، نقدشوندگی دارایی­ها مورد معامله در این بازار را به صورت متفاوتی درک می­کنند. همچنین، رحجان زمان­های مختلف منجر به ارزیابی متفاوت از نقدشوندگی می­شود. در مقابل، نقدشوندگی بازار به ویژگی هر سرمایه­گذار فردی بستگی دارد. علاوه بر این، در حالی که تبدیل به وجه نقد برای نقدشوندگی دارایی مهم است، برای نقدشوندگی بازار، هر دو طرف معامله بازار یعنی فروشندگان و خریدارن، به نقدشوندگی بازار مرتبط می­شوند. در نتیجه، وجود بازار نقدشونده، باید نقدشوندگی دارایی­هایی که در این بازار مورد معامله قرار می­گیرد را تضمین کند، اما عکس این قضیه لزوماً صادق نیست. تحت شرایط معین یک دارایی می­تواند نقد شونده باشد حتی اگر در یک بازار غیر نقدشونده قرار داشته باشد. علاوه بر این، در حالت افراطی، حتی این موضوع قابل تصور است که نقدشوندگی بازار و نقدشوندگی دارایی در تضاد با یکدیگر باشد: بازار الف ممکن است نسبت به بازار ب نقدشونده­تر باشد، اما بعضی از سرمایه­گذارن ممکن است دارایی­های معامله شده در بازار الف را نسبت به دارایی­های معامله شده در بازار ب به صورت نقدشوندگی کتمر در نظر بگیرند. در مجموع می­توان گفت، نقدشوندگی دارایی­ها نسبت به نقدشوندگی بازارها مفهوم عمومی­تری به نظر می­رسد (موراسکی، 2008، ص28).

همچنین بین نقدشوندگی بازار یا دارایی و نقدشوندگی شرکت، علارغم تمرکز متفاوت این رویکردها می­توان ارتباطی برقرار کرد. از آن جایی که تنها را ممکن برای پاسخ­گو بودن به تعهدات مالی، توانایی پرداخت به صورت وجه نقد و در دسترس بودن وجه نقد است، توانایی شرکت برای فروش سریع دارایی­هایش برای حفظ نقدشوندگی بسیار مهم است. از این رو، اگر یک شرکت بخش بزرگی از دارایی­های کلی­اش را به شکل دارایی­های جاری نگه دارد، می توان آن شرکت را نسبت به دیگر شرکت­ها نقدشونده در نظر گرفت. به عبارت دیگر، شرکتی که سهام کافی از دارایی­های نقدشونده را نگه دارد، می­تواند نقدشونده باشد. میزان در دسترس بودن دارایی­های نقدشونده مهم است اما تنها عامل تعیین کننده در توانایی شرکت برای پرداختن تعهدات مالی نیست. ساختار بدهی­ها و منابع اعتباری به شدت مستقل از قابلیت عرضه دارایی­ها در بازار است، اما آن­ها بر نقدشوندگی شرکت تاثیر می­گذارند. با این وجود، در دسترس بودن وجه نقد برای هر دو رویکرد مهم است (موراسکی، 2008، ص28).

**2-5 نقدشوندگی و قیمت­گذاری دارایی­ها**

قیمت­گذاری استاندارد دارایی­ها[[33]](#footnote-33) بر مبنای فرض بازار بدون اصطکاک[[34]](#footnote-34) یا کاملا نقدشونده (جایی که هر اوراق بهادار می تواند بدون هزینه و در همه زمان­ها مورد معامله قرار گیرد) است و کارگزان[[35]](#footnote-35) قیمت­ها را همان طور که تعیین شده است می­پذیرند (آمیهود و همکارانش[[36]](#footnote-36)، 2005، ص6). کم کردن اصطکاک هزینه بر است و موسساتی که اصطکاک­ها را کم می­کنند هزینه­هایی دارند. از این رو اگر اصطکاک­ها بر قیمت­ها اثر نگذارند، موسساتی که اصطکاک­ها را کم می­کنند نمی­توانند هزینه­های خود راجبران کنند. بنابراین هیچ کس انگیزه­ای برای کاهش اصطکاک­ها نخواهد داشت. از این رو، بازارها نمی­توانند بدون اصطکاک باشند (آمیهود و همکارانش، 2005، ص7).

در واقع می­توان گفت که با در نظر گرفتن هزینه­های نقل و انتقال، اوراق بهاداری که گردش وجه نقد[[37]](#footnote-37) یکسانی دارند می توانند قیمت­های متفاویی بدون مطرح شدن فرصت­های آربیتراژ داشته باشند. وجود اوراق بهادار با گردش وجه نقد یکسان و قیمت­های متفاوت اشاره به این دارد که عامل تنزیل تصادفی برای قیمت همه اوراق بهادار وجود ندارد (آمیهود و همکارانش، 2005، ص9).

همچنین نقدشوندگی در طول زمان متفاوت است. این به این معنی است که سرمایه­گذاران مطمئن نیستند هزینه معاملاتی که در آینده در زمان نیاز به فروش یک دارایی متحمل می شوند چقدر است. به علاوه، چون نقدشوندگی بر سطح قیمت­ها تاثیر می­گذارد، اصطکاک­های نقدشوندگی می تواند بر تغییرپذیری قیمت دارایی­های خود تاثیر بگذارد (آمیهود و همکارانش، 2005، ص26).

قیمت اوراق بهادار به وسیله تعادل کلی در اقتصاد تعیین می­شود. از این رو، قیمت اوراق بهادار تقریبا تابع جریان وجه نقد، جریان وجه نقد دیگر اوراق بهادار، تابع مطلوبیت کارگزان و حقه زحمه کارگزان است. در یک اقتصاد با اصطکاک، قیمت علاوه بر نقدشوندگی ورق بهادار به نقدشوندگی دیگر اوراق بهادار نیز وابسته است (آمیهود و همکارانش، 2005، ص9). در مدل بر مبنای هزینه معامله، اواق بهاداری با سود سهام یکسان، اگر هزینه­های معاملات مختلف داشته باشند، قیمت­های متفاوتی داردند. از این رو هزینه معامله اوراق بهادار تنها بر ماهیت تعادل اثر نمی­گذارد، بلکه یکی از ویژگی­های اصلی اوراق بهادار است (آمیهود و همکارانش، 2005، ص10).

سرمایه­گذارانی که نسبت به ریسک بی­تفاوت هستند و انتظار دارند که در زمان فروش اوراق بهادار هزینه­ای را بپردازند، در زمان ارزیابی ورقه بهادار این موارد را در نظر می­گیرند. سرمایه گذاران در هنگام خرید می­دانند که فروشندگان هم چنین کاری را می­کنند. در نتیجه، سرمایه­گذار به طور کامل جریان آینده هزینه­های معاملاتی که برای اوراق بهادار پرداخت خواهد کرد را در ارزیابی خود در نظر خواهد گرفت. بنابراین بازده درخواستی، برابر با بازده درخواستی اوراق بهادار مشابه که به طور کامل نقد شوند هستند به علاوه هزینه معاملاتیهر دوره است (آمیهود و همکارانش، 2005، ص11).

**2-6 نقدشوندگی و اثرات مشتریان**

اگر سرمایه­گذاران در احتمال نیاز به معامله در هر دوره­ای متفاوت باشند یا دوره­ی نگه­داری مورد انتظارشان متفاوت باشد. در نتیجه هر سرمایه­گذار اثر هزینه­های معاملات بر روی بازده­ای که او خوهان آن است را به صورت متفاوت درک می­کند (آمیهود و همکارانش، 2005، ص13). به دلیل اینکه سرمایه­گذاران نیازمند جبران حداقل هزینه­های مورد انتظار معاملاتی هر دوره هستند، یک سرمایه­گذار با فعالیت معامله مکرر بازده بالاتری نسبت به سرمایه­گذاری که به صورت مکرر معامله نمی­کند درخواست می­کند. یک سرمایه­گذار بلندمدت کسی است که می تواند هزینه معاملات را در طول دروره نگهداری طولانی­تر کاهش دهد. و در این صورت نیازمند بازده پایین هر دوره نسبت به سرمایه­گذار کوتاه مدت دارد. بنابراین سرمایه­گذاران بلندمدت می­توانند نسبت به سرمایه­گذاران کوتاه مدت در همه دارایی­ها پیشنهاد بالاتری دهند. اما سرمایه­گذاران منابع محدودی دارند و نمی­توانند همه دارایی­ها را بخرند، و بنابراین آنها در سرمایه­گذاری­هایی که برای آنها سودمند است، سرمایه خود را تخصیص می دهند. در حالی که همه سرمایه­گذاران دارایی­هایی را ترجیح می دهند که هزینه­های معاملات پایین تری دارد، این دارایی­ها اکثرا به وسیله سرمایه­گذاران کوتاه مدتی که هزینه معاملات را به کرات متحمل می شوند ارزش­گذاری می­شود. سرمایه­گذاران بلندمدت دارایی­هایی که برای آنها مزیت بیشتری دارد را انتخاب می کنند (آنهایی که برای معامله هزینه­برتر هستند). معامله کننده­گانی که به کرات معامله می­کنند از دارایی­های غیر نقدشونده دوری می کنند و این دارایی به شدت به وسیله آن تنزیل می شود. به عنوان یک نتیجه، سرمایه­گذاران بلند مدت کسانی هستند که هزینه کمتری متحمل می شوند و درآمد حاصل از نگهداری این دارایی­ها بیشتر از هزینه معاملات مورد انتظارشان هست. و در تعادل، دارایی­های نقد شونده به وسیله سرمایه­گذارانی که به کرات معامله می­کنند نگهداری می­شود در حالی که دارایی­های غیر نقد شونده به وسیله سرمایه­گذاران با دوره نگهداری مورد انتظار طولانی نگهداری می­شود. این ایده که سرمایه­گذاران مختلف، دوره­های مورد انتظار نگهداری متفاوتی دارند به وسیله آمیهود و مندلسون(1986)، ارائه شد (آمیهود و همکارانش، 2005، ص14).

**2-7 راه حل های اندازه گیری نقدشوندگی[[38]](#footnote-38)**

در حالی که به طور نسبی تعریف نقدشوندگی آسان است اما اندازه گیری نقدشوندگی مشکل است. تحقیقات پیشین معیارهای اندازه­گیری گوناگونی برای نقدشوندگی معرفی کرده اند.

معیارهای نقدشوندگی در دو دسته طبقه­بندی می­شوند : معیارهای مبتنی بر معامله[[39]](#footnote-39) و معیارهای مبتنی بر سفارش.[[40]](#footnote-40)

**2-7-1 معیارهای مبتنی بر معامله**

به طور معمول معیارهای مبتنی بر معامله استفاده شده در تحقیقات قبلی شامل ارزش معامله[[41]](#footnote-41)، حجم معامله[[42]](#footnote-42)، تعداد معامله گران[[43]](#footnote-43) و نسبت گردش حجم معاملات[[44]](#footnote-44) است. به دلیل این که این معیار­ها به سادگی با استفاده از داده­های که به سهولت در درسترس هستند محاسبه می­شوند در نتیجه این معیار­ها جذاب هستند و به طور خاص مقبولیت گسترده­ای در میان متخصصان بازار دارند. به هر حال، معيارهاي مبتني بر معاملات به جاي پيشرو بودن معطوف به گذشته هستند. در این مفهوم این معیار­ها به آنچه که افراد در گذشته معامله کردند اشاره دارد. این، لزوما اشاره خوبی به آن چه که در آینده مورد معامله قرار می گیرد نیست. این معیار­ها، توانایی سرمایه گذاران برای معامله کردن با سرعت و هزینه­های مرتبط با آن را نشان می­دهند (آیتکن و کامرتن فورد، 2003، ص 47).

**2-7-2 معیارهای مبتنی بر سفارش**

اما ظهور سيستمهاي الكترونيكي معاملات، دستيابي به داده­هاي جزيي‌تر و در نتيجه معيارهاي جديد نقدشوندگي با توجه به سفارشهاي موجود در بازار را به همراه دارد. اين معيارها با دقت بيشتري توانايي انجام سريع معاملات و هزينه­هاي مرتبط با آن را مورد بررسي قرار مي­دهند. ازجمله مهمترين اين معيارها تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش و عمق بازار هستند. تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش هزینه‌هایی را نشان می­دهد که سرمایه­گذار باید برای سفارش معامله با سرعت بالا، متحمل شود. برای سرمایه­گذارن کوچک این مورد یک روش موثر و دقیق برای محاسبه نقدشوندگی است اما برای سرمایه گذارن بزرگتر، معیاری که از طریق تفاضل قيمتپ يشنهادي خريد و فروش به دست می­آید هزینه­های معامله را کمتر تخمین می­زند. از این رو نقدشوندگی را بیشتر از آن چیزی که است برآورد می­کند. معیارهای کاملتر نقدشوندگی باید اثر بازار و هزینه­های فرصت معامله را نیز در نظر بگیرند. و این نیازمند تجزیه و تحلیل حجم سفارش در دسترس، برای هر سطح از قیمت است. برای مثال، اگر یک سرمایه گذار خواستار خرید 100000 واحد از سهام باشد و تنها تعداد 10000 واحد از این سهام عرضه شده باشد، باید قیمت پیشنهادی خود را افزایش دهد. از این رو سرمایه­گذار باید متحمل هزینه­های اثر بازار شود. بنابراین بازار نسبت به آن چه که معیار تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش نشان می­دهد کمتر نقدشونده است (آیتکن و کامرتن فورد، 2003، ص 47 و 48).

**2-7-3 معیارهای نقدشوندگی**

در تخمین اثر نقدشوندگی بر قیمت یا بازده دارایی­ها، مشکل اصلی این است که چگونه نقدشوندگی اندازه­گیری می شود. چون به سختی معیارهایی پیدا میشود که همه جنبه­های نقدشوندگی را در بر داشته باشد (آمیهود و همکارانش، 2005، ص36). بعلاوه، معیار­های امتحان شده در مطالعات تجربی به علت در دسترس نبودن داده­ها با محدودیت روبه­رو هستند. در نتیجه محققان به حجم زیادی داده (با سری زمانی طولانی مدت) برای افزایش توان آزمایشات خود نیاز دارند. با توجه به اینکه داده­ها با سری زمانی بلند مدت در بسیاری از کشورها وجود ندارد محققان نیاز به پیدا کردن معیارهایی جایگزین برای نقدشوندگی، با استفاده از داده­های کوتاه مدت، همچون داده­های مربوط به بازده روزانه و حجم معامله دارند. در بازار خارج از آمریکا داده­هایی با فراوانی بالا به سختی در دسترس هستند، در نتیجه محققان نقدشوندگی را به وسیله داده­های بازده روزانه و داده­های حجم معاملات روزانه برآورد می­کنند (آمیهود و همکارانش، 2005، ص37).

مشکل اندازه­گیری نقدشوندگی، قدرت آزمایش اثر نقدشوندگی بر روی قیمت­گذاری اوراق­ بهادار را کاهش می­دهد. هر معیار نقدشوندگی که استفاده می­شود دارای یک خطای اندازه­گیری است، به همین دلیل (1) یک معیار نمی­تواند همه جنبه­های متفاوت نقدشوندگی را در بر گیرد، (2) معیاری که به صورت تجربی اشتقاق شده است برآورد به هم ریخته­ای[[45]](#footnote-45) از پارامتر واقعی(حقیقی) دارد. و (3) استفاده از داده­ها با فراوانی پایین برای برآورد، اختلال اندازه­گیری را افزایش می دهد (آمیهود و همکارانش، 2005، ص37).

در مطالعات گذشته، محققان اهمیت نقدشوندگی را در توضیح بازده­های مقطعی دارایی مورد بررسی قرار داده­اند، و مطالعات تجربی چندین معیار نقدشوندگی را به کار برده­اند. معیارهایی وجود دارد که بر روی یک بعد از نقدشوندگی تمرکز کرده­اند. معیار تفاضل بین قیمت پیشنهادی و قیمت درخواستی در مطالعه آمیهود و مندلسون (1986) مورد استفاده قرار گرفت که در ارتباط با بعد هزینه معامله است. معیار گردش معاملات داتار و همکارانش[[46]](#footnote-46) (1998) بعد تعداد معامله را در نظر می گیرد و معیار مورد استفاده در مطالعات آمیهود (2002) و پاستور و استمبیو (2003) مفهوم اثر قیمتی را برای عکس العمل قیمت نسبت به حجم معامله نشان می­هد (لیو، 2006،ص632).

در این قسمت چهار معیار مهم نقدشوندگی را معرفی می­کنیم:

**2-7-3-1 تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش سهام**

در این میان یکی از معیار های مهم مورد استفاده در تحقیقات معیار تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش است. این معیار تفاضل بین قیمت پیشنهادی و قیمت درخواستی را اندازه­گیری می­کند و هر چه فاصله بین این دو قیمت بیشتر باشد بازار از نقدشوندگی کمتری برخوردار است.

تحقيقات مختلف، اجزاي تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش سهام را بدين صورت تشريح مي‌كنند: تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش سهام از سه جزء هزينه شامل هزينه­هاي سفارش، هزينه‌هاي نگهداري موجودي و هزينه‌هاي انتخاب نادرست تشكيل ميگردد. سطح رقابت نيز از ديگر عوامل اثرگذار بر تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش سهام بازارگردان­ها، خصوصاً در بازارهايي كه موانع ورود به بازار به تدريج برطرف گرديده، می­باشد (صلواتيورسائيان، 1386).

**2-7-3-2 هزينه­هاي فرايند سفارش**

هزينه­هايي كه مستقيماً با ارائه خدمات بازار گردانيد را رتباط است و شامل اقلامي همچون عضويت در بورس، اجاره فضاي بورس، هزينه‌هاي كامپيوتري، هزينه‌هاي سرويس اطلاعاتي، هزينه‌هاي نيروي كار (حقوق و دستمزد) و هزينه‌هاي فرصت وقت بازارگردان­ها مي­باشد.

**2-7-3-3 هزينه­هاي نگهداري موجودي**

هزينه­هايي است كه يك بازارگردان به دليل مسؤليتي كه در تجهيز سرمايه­گذاران به نقدينگي دارد، متحمل مي­شود. اين هزينه­ها شامل هزينه فرصت از دسترفته ناشي از نگهداري موجودي توسط بازارگردان‌ها و ريسك مربوط به نوسانات ارزش موجودي به دليل تغييرات قيمت سهام مي باشد (احمدپور و رسائيان،1385، ص38-13)

**2-7-3-4 هزينه­هاي انتخاب نادرست**

اين هزينه­ها به دليل اين واقعيت ايجاد ميشوند كه بازارگردان‌ها در فراهم كردن نقدينگي ممكن است با افرادي معامله كنند كه از تغييرات قيمت مورد انتظار در مورد او راقبه ادار مطلع باشند. به عنوان مثال اين تصور وجود دارد كه افراد خاص در مورد سهام برخي شركت­ها داراي اطلاعات نهاني باشند. خبرهاي پيشاپيش از سود، ادغام­ها، تحصيل­ها، تجديد سازمان­ها، تقسيم سهام شركت فرعي بين سهامداران شركت اصلي و تغييرات مديريت از مثال­هايي است كه به ذهن مي­رسد. عدم تقارن اطلاعات در بازار، هزينه‌هاي انتخاب نادرست را افزايش و از اين طريق تفاضل قيمت پيشنهادي خريد و فروش سهام را تحت تاثير قرار می‌دهد (احمدپور و رسائيان، 1387،ص48-29).

**2-7-4 معیار نسبی نقدشوندگی مبتنی بر نقدشوندگی سهام فردی و نقدشوندگی بازار**

یودین (2009، ص25) معیار جدیدی به نام معیار نسبی نقدشوندگی معرفی کرد. این معیار، نقدشوندگی سهام فردی را با متوسط نقدشوندگی بازار مرتبط می­کند. در نتیجه این معیار می­تواند ریسک نقدشوندگی را بهتر مشخص کند. دلیل اهمیت این معیار این است که ممکن است سهامی که در حجم کمی مورد معامله قرار می­گیرند لزوماً نقدنشونده در نظر نگرفته شود، اگر متوسط نقدشوندگی بازار در طول همان دوره پایین باشد.

یودین (2009، ص26) اعتقاد دارد که نقدشوندگی دیگر سهام، در ارزیابی نقدشوندگی سهام فردی نقش دارد. برای مثال، حجم گردش معملات سهمj در ماهt ممکن است پایین باشد، اما اگر متوسط گردش معاملات برای این ماه پایین باشد، پس به طور نسبی، سهام j نباید زیاد به صورت غیر نقدشونده در نظر گرفته شود. در واقع می­توان گفت، نقدشوندگی سهامی که به وسیله نقدشوندگی دیگر سهام اندازه­گیری شده است ارزیابی بهتری از خودش نسبت به زمانی که منحصراً بر اساس ویژگی­های خاص خود اندازه­گیری می­شود ارائه می­دهد.

**2-7-5 منابع عدم نقدشوندگی**

نقدشوندگی می تواند از هزینه­های معاملاتی برونزا[[47]](#footnote-47)، اطلاعات محرمانه[[48]](#footnote-48)، ریسک نگهدار اوراق بهادار خریداری شده جهت فروش مجدد[[49]](#footnote-49)، و مشکلات تحقیق و جستجو[[50]](#footnote-50) ناشی شود (آمیهود و همکارانش، 2005، ص26). یکی از منابع نقدشوندگی هزینه معاملات برونزا همچون حق لازحمه دلالی[[51]](#footnote-51)، هزینه­های فرایند سفارش[[52]](#footnote-52)، یا مالیات معاملات[[53]](#footnote-53) است. در هر زمانی که یک ورقه بهادار مورد معامله قرار می­گیرد، خریداران و یا فروشنده­گان متحمل هزینه معامله می­شوند. از اینرو خریداران هزینه­های آینده جهت فروش ورقه بهادار را پیش­بینی می­کنند و آن را در خرید خود تاثیر می­دهند (آمیهود و همکارانش، 2005، ص1). منبع دیگر عدم نقدشوندگی، فشار تقاضا و ریسک اوراق­بهادار خریداری شده جهت فروش مجدد است. فشار تقاضا به دلیل اینکه همه عاملان[[54]](#footnote-54)(کارگزاران) در همه زمان در بازار حضور ندارند، به وجود می­آید. این به این معنی است که اگر یک عامل(کارگزار) نیازمند فروش سریع یک ورقه بهادار باشد، خریداران ممکن است فورا در دسترس نباشند. در نتیجه فروشنده ممکن است ورقه بهادار را به یک بازار ساز بفروشد. بازار ساز در حالی که دارایی را به قصد فروش مجدد است نگه می دارد، متحمل ریسک تغییرات قیمت می­شود و این ریسک باید جبران شود.راه جبران ریسک این است که بازارساز هزینه­ای را به فروشنده تحمیل کند (آمیهود و همکارانش، 2005، ص1).

همچنین معامله اوراق بهادار ممکن است به دلیل اینکه معامله گران دیگر اطلاعات محرمانه­ای داشته باشند، هزینه­بر باشد. برای مثال، خریدار سهام ممکن است نگران این باشد که فروشنده بالقوه اطلاعات محرمانه­ای داشته باشد که شرکت در آینده متحمل ضرر می­شود، و فروشنده از اینمی­ترسد که خریداران ممکن است اطلاعات محرمانه­ای در مورد جهش شرکت داشته باشند. بنابراین معامله با یک فرد مطلع در نهایت به ضرر می­انجامد. یکی دیگر از منابع نقدشوندگی مربوط به اصطکاک تحقیق و جستجو است. این اصطکاک مربوط به بازارهای خارج از بورس است که بازار مرکزی ندارند این جستجو برای معامله­گر هزینه­های مالی و یا هزینه­های فرصت دارد (آمیهود و همکارانش، 2005، ص2).

**2-7-6 انواع بازارها**

تحقیقات صورت گرفته در مورد ناهمسانی­های مالی، از جمله نقدشوندگی در ­بازارهای مالی مختلف، ممکن است نتایج متفاوتی داشته باشد. و این به دلیل این است که ساختار این بازارها با هم متفاوت است در این جا ما دو نوع بازار را بر مبنای ساختار آن­ها معرفی می­کنیم. این بازارها شامل بازارهای سفارش محور[[55]](#footnote-55) و بازارهای اعلام محور[[56]](#footnote-56) هستند.

**2-7-6-1 بازار سفارش محور**

بازارهای سفارش محور اساساً ساختار بازار متفاوتی دارند و رفتار پویا آن­ها متفاوت از بازارهای اعلام محور است. در بازارهای سفارش محور، هیچ بازار سازی وجود ندارد، و خرج آزاد است و عرضه کنندگان اوراق بهادار به دلیل این که موانع کم برای ورد، موقعیت مناسبی را برای همکاری فراهم می­کند نقدشوندگی بیشتری جذب می­کنند. چانگ و بروکمن[[57]](#footnote-57)(2002) استدلال می­کنند که چنین سیستم بازاری، برنامه زمان بندی عرضه و تقاضا نقدشوندگی که سازگار با تعادل تحت رقابت کامل است را به وجود می­آورد(نرینوژنگ، 2010، ص 511) .

در یک بازار سفارش محور، قیمت دارایی­ها می­تواند از دو منبع متأثر شود. منبع اول اصطکاک­های بازار[[58]](#footnote-58) است. اصطکاک­های مالی شامل هزینه­های صریح (هزینه­های کمیسیون و مالیات­ها) و هزینه­های ضمنی معاملات ( یعنی تفاضل قيمتپيشنهاديخريدوفروش، اثر قیمتی[[59]](#footnote-59))است. منبع دومی که می­تواند بر قیمت­ها اثر بگذارد این است که اگر سرمایه­گذارن اجباری در به دست آوردن اطلاعات دقیق داشته باشند ممکن است در این راه متحمل هزینه­هایی شوند که این موضوع بر قیمت نهایی اثر دارد (نرینوژنگ، 2010، ص 511).

**2-7-6-2 بازارهای اعلام محور**

در یک بازار اعلام محور خالص قیمت­ها به وسیله مضنه­های دلالان تعیین می­شود. از این رو به اصطلاح به این بازارها بازارهای اعلام محور می­گویند. بازارهای اعلام محور جایگزین بسیار متفاوتی برای بازارهای سفارش محور خالص است که در آن به هیچ وجه بازارسازی وجود ندارد. بازارسازان[[60]](#footnote-60)، در زمانی که مشارکت کنندگان عمومی در بازار قصد فروش سهام را دارند، آن سهام را می­خرند و زمانی که مشارکت کنندگان در بازار قصد خرید دارند، سهام را می­فروشد. در هر لحظه، قیمت پیشنهادی بازارسازان پایین­تر از قیمت درخواستی مشارکت کنندگان در بازار است و بازارساز سعی می­کند از میان افرادی که قصد فروش دارند سهامی را که قیمت پایین­تری دارد بخرد تا بتواند از این طریق سود ببرد. بازارسازان با خرید و فروش سهام در بازار سعی در تعادل بازار دارند و با خرید و فروش خود در بازار سهام، نقدشوندگی بازار سهام را فراهم می­کنند (اسچوارتز و فرانشینی، 2004، ص72).

با اعلام کردن مظنه­ها، یک بازارساز به فراهم کردن سرمایه برای بازار، مشتریان عام را قادر می­سازد که به سرعت معامله کنند. در واقع می­توان گفت که بازارسازان یکی از منابع اصلی در بازار اعلام محور هستند. در بازار سفارش محور یک از منابع اساسی نقدشوندگی برای خریداران عام، فروشندگان عام هستند، و یک از منابع اساسی نقدشوندگی برای فروشندگان عام، خریداران عام است. بازارسازان بسادگی از طریق میانجی­گری در معامله کمک می­کنند که سهام از فروشندگان به خریداران انتقال یابد (اسچوارتز و فرانشینی، 2004، ص72).

همان طور که گفتیم این دو بازار ساختار متفاوتی دارند. بدین معنی که نقش عامل ریسک نقدشوندگی بازار و در واقع دیگر عامل­های ریسک، تاثیرات متفاوتی بر بازده­های سهام در دو نوع بازار خواهد داشت(نرینوژنگ، 2010، ص 511).

**بخش دوم: مبانی مدیریت سود**

**2-8 تعريف مديريت سود**

مدیریت سود موضوع بسیاری از تحقیقات حسابداری بوده، لیکن تاکنون تعریف واحدی از آن ارائه نشده است و از دیدگاههای مختلف تعاریف متعددی از آن بعمل آمده است

هيلي و والن[[61]](#footnote-61) (1999)، مديريت سود را به اينصورت تعريف مي‌كنند:

"قضاوت در گزارشگری مالي و شكل دهي معاملات به منظور دستكاري گزارشات مالي با هدف گمراه نمودن برخي افراد ذينفع در رابطه با عملكرد اقتصادي شركت و یا تأثيرگذاري بر نتايج قراردادهایي كه به ارقام حسابداري گزارش شده بستگي دارند."

اسکات (1997) به مدیریت سود به عنوان اختیار شرکت در انتخاب سیاست های حسابداری برای دستیابی به برخی اهداف خاص مدیر، اشاره می کند.

به نظر دچو و همکاران[[62]](#footnote-62) (1996) و ویلد[[63]](#footnote-63) (1996) مدیریت سود شکلی از دستکاری سود است که احتمال دارد قابلیت اتکای سودها را کاهش دهد. هرچه سودها قابلیت اتکای کمتری داشته باشد حاوی اطلاعات مفید کمتری نیز هستند. از سوی دیگر، زمانی که مدیریت سود فرصت طلبانه با استفاده از سیستم های نظارتی کنترل شود، سودهای حسابداری قابل اتکاتر بوده و حاوی اطلاعات مفیدتری هستد.

فرنل[[64]](#footnote-64) (1996) دستكاري سود توسط مديريت به منظور دستيابي به قسمتي از پيش داوري‌هاي مربوط به «سود مورد انتظار» (مانند پيش بيني‌هاي تحليل گران، برآوردهاي قبلي مديريت و يا كاهش پراكندگي سودها) را به عنوان مديريت سود، تعريف مي‌كند.

كلاگ[[65]](#footnote-65) (1991) دو انگيزه اصلي براي مديريت سود تعريف مي‌كند: تشويق سرمايه‌گذاران براي خريد سهام شركت و افزايش ارزش بازار شركت.

اسکیپر[[66]](#footnote-66) (1989) مدیریت سود را گزارشگری مالی جانبدارانه و همراه با سوءگیری که بر اساس آن مدیران از روی تعمد و با تصمیم قبلی، در فرایند تصمیم گیری مالی مداخله می کنند تا برخی منافع خاص را عاید خود سازند، تعریف می کند.

دي جورج و همكاران(1996)، مديريت سود را بعنوان نوعي دستكاري مصنوعي سود توسط مديريت جهت حصول به سطح مورد نظر سود براي برخي تصميمات خاص، تعريف مي‌كنند. به نظر ايشان، انگيزه اصلي مديريت سود در واقع مديريت تصور سرمايه‌گذاران در مورد واحد تجاري است.

هرچند که این تعریف ها در سطح وسیعی مورد پذیرش است، اما کاربرد عملیاتی این تعریف ها کمی دشوار است، زیرا موضوع اصلی قصد، نیت و انگیزه میریت است که قابل مشاهده نیست. در ادبیات حسابداری ارائه تعریف روشن از مدیریت سود دشوار است، زیرا مرز بین مدیریت سود و تقلب های مالی مشخص نمی باشد. اگرچه برای حد نهایی مدیربت سود که همانا تقلب محسوب می شود تعریف مشخصی (بر حسب انگیزه مدیر) وجود دارد.

**2-8-1 مدیریت سود یا تقلب**

موضوع اصلی در مدیریت سود نیت و انگیزه مدیر است که قابل مشاهده نیست. تقلب عبارت است از هرگونه اقدم عمدی یا فریبکارانه یک یا چند نفر از مدیران، کارکنان یا اشخاص ثالث برای برخورداری از یک مزیت ناروا یا غیر قانونی. هدف برخی از تقلبات ممکن است تحریف صورتهای مالی نباشد. تقلبی که با دخالت یک یا چند نفر از مدیران واحد مورد رسیدگی روی می دهد به عنوان "تقلب مدیران" و تقلبی که تنها توسط کارکنان واحد مورد رسیدگی صورت می پذیرد به عنوان "تقلب کارکنان" نامیده می شود.

در هر دو حالت ممکن است تبانی با اشخاص ثالث خارج از واحد مورد رسیدگی نیز وجود داشته باشد (استاندارد حسابداری 1385). از نظر دچو و دیگران (2000) بین تقلب و مدیریت سود تفاوتهایی وجود دارد که در جدول 2-1 نشان داده می شود. (کامیاب تیموری،1389).

**(جدول 2-1) تفاوت های مدیریت سود و تقلب**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| نوع حسابداری | انتخاب های حسابداری | انتخاب جریان های نقدی "واقعی" بر اساس  اصول پذیرفته حسابداری |
| حسابداری  "محافظه کارانه" | شناسایی بیش از اندازه ذخایر و اندوخته ها  ارزش گذاری بیش از میزان مخارج و تحقیق و توسعه در حال انجام مربوط به تحصیل واحدهای تجاری  ارائه بیش از حد مخارج تجدید سازمان و کنارگذاری دارائی ها |  |
| سود بیطرفانه | سودی که در نتیجه فعالیتهای بیطرفانه بدست آمده است |  |
| حسابداری  غیر "محافظه کارانه" | کمتر از واقع نشان دادن ذخایر مربوط به بد حسابی های مشتریان  کمتر نشان دادن ذخایر یا اندوخته ها به گونه غیر محافظه کارانه | معوق نمودن مخارح تحقیق و توسعه یا تبلیغات  شتاب بخشیدن به فروش |
| تخلف از اصول پذیرفته شده حسابداری | | |
| حسابداری متقلبانه | ثبت فروش های موهوم |  |
| ثبت فاکتورهای فروش در تاریخهای پیش از فروش واقعی |
| زیاده از حد نشان دادن موجودی کالا با ثبت کالاهای موهوم |

به طور کلی تقلب مالی، حذف و یا دستکاری عمدی واقعیات اصلی یا داده های حسابداری است که در کنار سایر داده های موجود باعث تغییر قضاوت و یا تصمیم گیری استفاده کنندگان از داده ها می شود (داوری نژاد مقدم، 1389).

**2-8-2 انگیزه های مدیریت سود**

شركت از ديدگاه قانوني يك شخصيت حقوقي مستقل و جداگانه محسوب مي‌شود. اما كاس[[67]](#footnote-67) (1937) و واتز و زيمرمن (1986) معتقدند كه شركت مي‌تواند بعنوان مجموعه‌اي از قراردادها ميان طرف‌هاي مختلف تلقي شود. مهم‌ترين اين قراردادها، قرارداد ميان مديران و سهامداران شركت مي‌باشد كه به دنبال جدايي مالكيت از مديريت و بر پايه تئوري نمايندگي شكل مي‌گيرد. سهامداران در قرارداد خود با مديران، اداره امور شركت را به نمايندگان (مديران) مي‌سپارند و در مقابل، حق پاسخ خواهي در خصوص عملكرد مديران را براي خود حفظ مي‌كنند. تعهد مديريت به تلاش در راستاي حداكثر نمودن ثروت صاحبان سرمايه و تعهد سهامداران به جبران خدمات مديران در قالب پرداخت حقوق و مزاياي توافق شده به آنها در قبال انجام وظايف خود از شرايط اصلي اين قراردادها است.

حسابداري و حسابرسي در تمام اين قبيل قراردادها، هم در تعيين شرايط قرارداد و هم در نظارت بر اجراي صحيح قرارداد، نقش اساسي ايفا مي‌كند. بعنوان مثال، در قرارداد ميان سهامداران و مديريت شركت، سود حسابداري، بعنوان برترين شاخص اندازه‌گيري عملكرد اقتصادي شركت كه محصول فرآيند حسابداري مالي است، براي مقاصد مختلف، نظير طرح‌هاي جبران خدمت (پاداش) مديريت و ارزيابي وظيفه مباشرت مديريت نقش اساسي بازي مي‌كند. بنابراين، با توجه به اهميت سود حسابداري و نقش تعيين كننده آن در شرايط قرارداد ميان سهامداران و مديريت، اين فرض قوت مي‌گيرد كه به دليل وجود تضاد منافع ميان سهامداران و مديران و انتظارات نفع شخصي، مديران كيفيت سود را تحت تأثير قرار مي‌دهند

حاجيوند (1376)، در بررسي خود در بين شركت‌هاي سيمان، نشان داد كه هدف مديريت از دستكاري سود، افزايش منافع شخصي مدير است بنابراين در صورت معيار قرار گرفتن سود براي پاداش، مديريت دست به دستكاري سود مي‌زند.

نوروش و همکاران (1384)، به بررسي چگونگي مديريت سود در شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس پرداخته و نشان دادند كه شركت‌هاي بزرگ در بورس ايران اقدام به مديريت سود مي‌كنند و انگيزه آنها با افزايش بدهي، بيشتر مي‌شود. در اين پژوهش آنها از مدل جونز بهره گرفته‌اند.

هيلي[[68]](#footnote-68) (1996)، در مقاله‌اي با عنوان "ارزيابي مدل‌هاي اقلام تعهدي اختياري براساس بازار"، بدنبال اين است كه آيا و چرا مديران از اختيار خود، براي مديريت گزارشگري مالي استفاده مي‌كنند. وي بيان مي‌دارد، كاربرد مدل‌هاي اقلام تعهدي در تحقيقات حسابداري طي 20 سال اخير، فراگير شده‌اند. يافته‌ها بيان مي‌دارند كه مديران، بدلايل زيادي، شامل افزايش پاداش و حفظ امنيت شغلي خود و برآوردن انتظار بلند مدت كارايي شركت از ديد سرمايه‌گذاران و ايجاد ثروت براي سهامداران به هزينه ساير ذينفعان (مانند بستانكاران و ماليات دهندگان)، از اختيار خود استفاده مي‌نمايند. (زمانی قورتولیش،1388).

انگيزه‌هاي مديريت سود را به صورت كلي مي‌توان به صورت زير دسته‌بندي كرد:

1. حداقل كردن هزينه‌هاي سياسي، نظير حداقل كردن ماليات

2. حداقل كردن هزينه سرمايه مانند تمديد قرارداد بدهي، تخطي نكردن از شرايط قراردادهاي وام

3. حداكثر كردن ثروت مديران، مانند طرح‌هاي پاداش (كامياب تيوري، 1389)

انعقاد قرارداد بين مالك و مدیر

همچنان كه پيش از اين بيان شد، بنابر مفروضات علم اقتصاد يك فرد عقلائي به دنبال منفعت شخصي خودش است. در رابطه مالك و مدير نيز فرض مي‌شود كه طرفين به دنبال منافع شخصي خود هستند بعلاوه مديران ممكن است به اطلاعاتي دسترسي داشته باشند كه مالكان از آنها بي‌خبرند (عدم تقارن اطلاعات[[69]](#footnote-69)) در نتيجه امكان رفتار فرصت طلبانه مدير وجود دارد. اين امر هزينه‌اي را دربر دارد كه به آن هزينه نمايندگي مي‌گويند. اگر مكانيزم پاداش برقرار نباشد، مالك با تصوري كه از رفتار فرصت‌طلبانه مدير دارد دستمزد كمتري به او مي‌دهد.

**طرح‌هاي پاداش مديران**

پاداش مديران ممكن است بر مبناي يك حقوق ثابت[[70]](#footnote-70) باشد. در اين صورت مديران كمتر ريسك پذير هستند و در پروژه‌هايي كه ريسك بالايي دارند و ممكن است به نفع مالكان باشند، سرمايه‌گذاري نمي‌كنند.

روش ديگر پرداخت پاداش مديران مي تواند مبتني بر نتايج عملكرد او باشد. براي مثال ممكن است پاداش يك مدير بر اساس مقدار سود، فروش يا بازده دارايي ها باشد؛ كه همه آنها خروجي سيستم حسابداري هستند. همچنين مي توان پاداش مدير را بر مبناي قيمت بازار سهام شركت پرداخت كرد.

هر تغيير در روش حسابداري سازمان منجر به تغيير پاداش مديران مي شود. براي مثال اگر استاندارد جديدي تدوين شود و معين كند كه هزينه تحقيق و توسعه هزينه دوره است، در اين صورت سود دوره جاري كاهش مي يابد و ممكن است باعث كاهش پاداش مديران شود.

با توجه به ديد گاه فرصت طلبانه، سود حسابداري هميشه معيار بيطرفانه اي از عملكرد شركت يا ارزش آن نيست. هيلي[[71]](#footnote-71)در سال 1985دريافت كه هنگامي كه برنامه هاي پاداش به گونه اي است كه بعد از حد مشخصي از سود، به مدير پاداش تعلق مي گيرد، مديران در جهت بيشتر كردن سود دوره جاري، روش هاي حسابداري را انتخاب مي كنند ولي اگر سود به حد مشخص شده نرسيد، مديران روش هايي را بكار مي گيرند كه سود دوره جاري را كمتر كند اما سود دوره هاي بعد را افزايش دهد.

استراتژي هاي سرمايه گذاري كه باعث افزايش ارزش شركت مي شوند هميشه جريانات نقدي سالانه يكساني ايجاد نمي كنند. بلكه ممكن است در سال هاي اوليه عوايد كمتري داشته باشند. طرح هاي پاداش مبتني بر سود حسابداري ممكن است باعث شود مديران اين استراتژي ها را انتخاب نكنند و رويكرد كوتاه مدت داشته باشند.

* طرح هاي پاداش مبتني بر بازار

شركت هايي كه در كار معدن هستند و يا در امر تحقيق و توسعه فناوري هاي پيشرفته هستند ممكن است سود حسابداري بسيار متغيري داشته باشند. امكان دارد استراتژي هاي موفقي پياده شود كه براي چندين سال سودي به همراه نداشته باشد. در اين وضعيت، نظريه پردازان تئوري اثباتي حسابداري معتقدند كه پاداش مديران بايد بر اساس ارزش بازار سهام شركت باشد. چون نوسانات ارزش سهام ناشي از انتظارات موجود درباره ارزش فعلي جريانات نقدي احتمالي آتي شركت است.

مشكل اين روش آنجاست كه تغيير قيمت سهام تنها به دليل عوامل داخل شركت نيست و ممكن است ناشي از عواملي خارج از كنترل مدير، مثل عوامل تاثير گذار بر كل بازار، باشد. به علاوه اين روش بيشتر براي مديران ارشد مناسب تر است؛ زيرا تاثير عملكرد آنها بر جريان نقدي و قيمت سهام شركت بيشتر است.

كدام روش مناسب تر است؟ پاسخ اين سوال بستگي به ميزان حساسيت آنها به عوامل غير قابل كنترل (بازار) دارد.

اسلون[[72]](#footnote-72)در تحقيق خود در سال 1993 به اين نتيجه رسيد كه استفاده از روش پاداش مبتني بر حسابداري در شرايط زير بيشتر بوده است:

● قيمت سهام نسبت به تغييرات كلي بازار بسيار حساس است.

● ارتباط نزديكي بين سود شركت و قيمت سهام آن وجود دارد.

● سود شركت رابطه معكوس با جريان كلي قيمت بازار سهام دارد.

* قرار داد با بستانكاران[[73]](#footnote-73)

وقتي گروهي به سازمان ديگري پول قرض مي دهند اين احتمال هست كه آن سازمان به گونه يي فعاليت كند كه امكان بر گشت آن پول وجود نداشته باشد. قرض دهندگان اين موضوع را پيش بيني مي كنند و به دنبال تضميني از طرف مقابل خواهند بود. به علاوه شركت ممكن است بخواهد در پروژه هاي پر خطر سرمايه گذاري كند. در اين صورت اگر سود بالايي نصيب شركت شود، قرض دهنده سهمي از سود اضافي ندارد (بر عكس سهامدارن) و اگر سرمايه گذاري شركت زيانده باشد كه احتمال آن در اين سرمايه گذاري ها زياد است؛ قرض دهنده، در صورت عدم توان شركت در باز پرداخت بدهي متضرر خواهد شد.

در صورت عدم وجود تدابير امنيتي كه قرض دهندگان را در برابر اين خطرات محافظت كند، آنها نرخ بهره بالاتري مطالبه مي كنند. بنابراين اگر شركت بيش از اندازه استقراض نكند، در پروژه هاي پرخطر سرمايه گذاري نكند و سود سهام بالايي پرداخت نكند احتمالا مي تواند با نرخ بهره كمتري وام بگيرد. مدير جهت بستن قرار داد با وام دهندگان ابتدا اقدام به بررسي مزاياي استقراض با بهره كمتر و هزينه محدود كردن شيوه استفاده از منابع نقد موجود مي نمايد.

ئوري اثباتي حسابداري پيش بيني مي كند كه شركت هاي داراي نسبت هاي اهرمي بالا روش هاي حسابداري را بكار مي گيرند كه منجر به افزایش دارايي ها يا كاهش بدهي ها شود و در نتيجه سود شركت افزايش يابد تا خطر تخلف از قرار داد بدهي كاهش يابد.

بر اساس مطالب ذكر شده تا اينجا به اين نتيجه مي رسيم كه حسابرسي صورت هاي مالي به دو دليل ضرورت مي يابد:

● هنگاميكه پاداش مديريت بر مبناي ارقام حسابداري است

● هنگام استقراض وام و تقبل محدوديت هاي لازم براي حمايت وام دهنده.

* هزينه‌هاي سياسي

شركت‌هاي بزرگ گاهي اوقات تحت بررسي گروه هاي مختلف قرار مي‌گيرند. (كارگران، مصرف‌كنندگان، دولت و...) آن‌ها ممكن است چنين جلوه دهند كه آن شركت‌ها سود بالايي ايجاد مي‌كنند اما سهم عادلانه ساير بخش‌هاي جامعه را پرداخت نمي‌كنند (مثلاً دستمزد پايين، قيمت بالاي محصولات، ماليات كم). به اين منظور و براي كاهش هزينه‌هاي مربوطه، شركت‌هاي بزرگ سعي مي‌كنند از روش‌هاي حسابداري استفاده كنند كه سود گزارش شده را كم كنند.

اما اين بدان معنا نيست كه افراد درگير در فرآيند سياسي به راحتي با تغيير يك روش حسابداري فريب مي‌خورند. بلكه از جنبه اقتصادي اين ديدگاه وجود دارد كه در بازارهاي سياسي منفعت حاصل از عمل انفرادي بسيار كم است و براي افراد مقرون به صرفه نيست تا به تحقيق درباره علت‌ها بپردازند. پس منطقاً ترجيح مي‌دهند كه بي‌اطلاع باقي بمانند. اما با تشكيل اتحاديه‌ها هزينه اين كار بين اعضا سرشكن مي‌شود و اين كار امكان پذير مي‌شود.

اما از ديدگاه تئوري اثباتي حسابداري گروه‌ها و افراد درگير در فعاليت‌هاي سياسي نيز به دنبال منافع شخصي خود هستند و نه منفعت عمومي، وقتي رسانه‌ها خبر از سودآوري يك شركت مي‌دهند كمتر به روش حسابداري آن اشاره مي‌كنند. (صفری،1386).

* انگیزه های مالیاتی

مالیات بر درآمد واضح ترین محرک برای مدیریت سود می باشد. مقامات مالیاتی مایلند که قوانین حسابداری خودشان را برای محاسبه مالیات سود در جهت کاهش فضای مانور شرکت ها تحمیل کنند. اما صرفه جویی مالیاتی می تواند انگیزه مناسبی برای مدیریت سود تلقی گردد (اسکات، 2003).

در تحقیقی پورحیدری و افلاطونی (1385) در طی سالهای 1380 تا 1383 نشان دادند که هموارسازی سود با استفاده از اقلام اختیاری توسط مدیران شرکتهای ایرانی صورت می گیرد و مالیات بر درآمد و انحراف در فعالیتهای عملیاتی محرکهای اصلی برای هموار نمودن سود با استفاده از اقلام اختیاری می باشند.

* تغییرات در مدیران ارشد اجرایی

پیش بینی فرضیه طرح پاداش این است که به بازنشستگی رسیدن مدیران ارشد اجرایی موجب اتخاذ سیاست حداکثر کردن سود خواهد شد تا پاداش خود را افزایش دهند و یا این که مدیران برای جلوگیری یا به تاخیر انداختن تشنجات ناشی از عملکرد نامطلوب شرکت ها اقدام به مدیریت سود در جهت بالا بردن سود نمایند. این محرک ها برای مدیران ارشد اجرایی جدید نیز وجود دارد به خصوص اگر در هر گونه کاهش ارزش، مدیران ارشد اجرایی سابق مقصر قلمداد شوند. از طرف دیگر در مواردی که انتظار می رود که سودهای آتی دارای رابطه ضعیفی با سودهای جاری باشند مدیران سودهای جاری را ذخیره می کنند . دلیل این هموار سازی طبق بررسی دیفوند[[74]](#footnote-74) و پارک[[75]](#footnote-75) امکان التهابات و تشنجات علیه مدیریت هنگام ضعیف بودن سودهای جاری بدون توجه به عملکردهای سودآوری قبل می باشد. در نتیجه هموارسازی سود برای جلوگیری از گزارش سود کم، امنیت شغلی را زیاد می کند (اسکات، 2003).

* انگیزه های مربوط به نخستین عرضه عمومی

شرکت هایی که برای نخستین بار اوراق بهادار خود را به عموم عرضه می کنند ارزش بازار مشخص ندارند. هاگز[[76]](#footnote-76) در سال 1986 تحلیلی را ارائه نمود به این مضمون که اطلاعاتی مانند سود خالص می تواند راهنمایی برای سرمایه گذاران در مورد ارزش شرکت باشد از طرفی دونتو[[77]](#footnote-77)، کلارکسون[[78]](#footnote-78)، ریچاردسون[[79]](#footnote-79) و

سفسیک[[80]](#footnote-80) به شواهدی در مورد این که بازار نسبت به سودهای پیش بینی شده به عنوان راهنمایی برای تعیین

ارزش شرکت شدیدا عکس العمل نشان می دهد پی بردند. این موضوع این احتمال را مطرح می کند که مدیران شرکت ها به امید این که ارزش سهام شرکت خود را افزایش دهند سود گزارش شده را مدیریت می کنند (اسکات، 2003).

ابراهیمی و حسنی آذر (1385) با بررسی 30 شرکت عرضه کننده اولیه سهام در بین سالهای 78 تا 80 نشان دادند که مدیران سود شرکتها را در سال قبل از عرضه ی اولیه و سال عرضه اولیه سهام به عموم مدیریت می کنند. همچنین آنها نشان داد ند که بین اقلام تعهدی جاری اختیاری سال اول شرکت ها و عملکرد بلند مدت قیمت سهام در سه سال آتی رابطه مثبت وجود دارد.

* جریان های نقد آزاد

مدیران از طریق شناسایی فرصت های رشد مناسب، در راستای تحلیل ایجاد ارزش برای سهامداران، جریان های نقد آزاد را در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت NPV) مثبت)، سرمایه گذاری کرده و به این ترتیب باعث افزایش ثروت سهامداران خود می گردند. اما با توجه به تئوری تضاد منافع بین مدیران و مالکان مدیران لزوما وجوه مذکور را در پروژه های باNPV مثبت سرمایه گذاری نمی کنند. ممکن است برخی مدیران تمایل داشته باشند حتی در پروژه های با NPV منفی سرمایه گذاری نمایند تا در کوتاه مدت به برخی از منافع شخصی خود برسند.

جنسن (1986) مشکل مذکور را در قالب نظریه معروف خود برای اولین بار بیان نمود. او هزینه های ناشی از جریان های نقد آزاد را هزینه هایی دانست که در پروژه های با NPV منفی سرمایه گذاری شده اند. از نظر جنسن مدیران واحدهای تجاری با جریان های نقد آزاد بالا و رشد کم، سود را مدیریت می نمایند تا سودهای کم و یا زیان های ناشی از سرمایه گذاری در پروژه های با NPVمنفی را از بین برده و در کوتاه مدت به برخی منافع شخصی خود دست یابند. بنابراین انتظار می رود که جریان های نقد آزاد بتواند به عنوان محرکی به منظور مدیریت سود تلقی شود.

در این راستا باقری (1386) رابطه معنادار مستقیمی بین مدیریت سود و جریان های نقد آزاد کشف کرده است و این نشان می دهد که بطور کلی جریان های نقد آزاد شرکت ها می توانند به عنوان محرکی برای مدیریت سود تلقی شوند.

* سایر محرک ها

انگیزه های دیگری که برای مدیریت سود می تواند وجود داشته باشد عبارتند از تلاش برای به حداکثر رساندن قیمت سهام برای سهامداران موجود نسبت به سهامداران بالقوه، در جائیکه سود گزارش شده عامل مهم تعیین کننده قیمت سهام در نظر گرفته می شود. کمتر از واقع نشان دادن سود توسط مدیریت در جائیکه انتظار می رود خرید سهام شرکت توسط مدیریت اتفاق بیفتد و به حداقل رساندن سود بوسیله افزایش اقلام تعهدی هزینه ها تا اینکه حمایت دولت را در مقابل رقابت خارجی جلب نماید. محققین تصدیق می کنند کشف اینکه آیا سود برنامه ریزی شده است یا نه مشکل می باشد ( سیدی، 1386).

**2-8-3 كشف مديريت سود**

يك عامل بنيادين در آزمون مديريت سود شركت‌ها، تخمين عامل اختيار و اعمال نظر مديران در تعيين سود است. بررسي ادبيات مبتني بر سود، بيانگر وجود رويكردهاي متفاوت با شناسه‌اي مختلف در تخمين و اندازه‌گيري اختيار مديريت در تعيين سود گزارش شده است. يكي از مهم‌ترين اين رويكردها، مبتني بر كاربرد اقلام تعهدي بعنوان شاخصي در تعيين و كشف مديريت سود در شركت‌ها است.

هلي، دي آنجلو و جونز، در طي انجام مطالعاتي در زمينه مديريت سود، با بكارگيري اقلام تعهدي براي كشف مديريت سود، اقدام به ارائه مدل‌هايي كرده‌اند كه در تحقيقات بعدي، بارها مورد استفاده و آزمون قرار گرفته‌اند. دچو و همكاران با ارائه مدلي كه از آن پس مدل "تعديل شده جونز" نام گرفت، اين مدل را با مدل‌هاي هلي و دي آنجلو و جونز و نيز مدل صنعت مورد مقايسه قرار داده و به اين نتيجه رسيدند كه مدل تعديل شده جونز، از قدرت بيشتري براي كشف مديريت سود برخوردار است. بعداً به بررسي مدل‌هاي مذكور و نحوه كشف مديريت سود آنها بيشتر خواهيم پرداخت.

سعيد البولوشي و ديگران (2008)، در مقاله‌اي با عنوان "ارزيابي ويژگي‌ها و قدرت مدل‌هاي اقلام تعهدي" بيان داشته‌اند كه مديران شركت‌ها بر انگيزه‌هاي شخصي كوتاه مدت در مقابل موفقيت بلند مدت شركت تمركز دارند. اين مقاله، چهار مدل را كه در تحقيقات گذشته در ارتباط با كشف مديريت سود، ايجاد شده است را ارزيابي نمود:

■ مدل جونز

■ مدل تعديل شده جونز

■ مدل بسط يافته جونز توسط جريانات نقدي

■ مدل سرمايه در گردش اقلام تعهدي

نتايج اين تحقيق نشان داد كه تمام مدل‌هاي مذكور وقتي دستكاري هزينه‌ها صورت مي‌گيرد، تقريباً داراي قدرت يكساني در كشف مديريت سود هستند. در مورد دستكاري درآمدها، مدل جونز قدرت بيشتري را در كشف مديريت سود از خود نشان داد. اطلاعات حسابداري گزارش شده‌اي كه واقعيت اقتصادي و مالي شركت را به معرض نمايش مي‌گذارد، دربرگيرنده هر دو جنبه كارايي و وضعيت مالي است. مديريت سود بعنوان متمايل شدن وظيفه تهيه كنندگي و كنترل كنندگي سيستم‌هاي گزارشگري و حسابداري به سمت تحقق بخشيدن به اهداف مديريت است. عقيده غالب اين است كه مديران كه بعنوان مأموران امانتدار[[81]](#footnote-81) اعتبار شركت انجام وظيفه مي‌كنند، سود بلند مدت را حداكثر مي‌نمايند. اقلام تعهدي بدليل ماهيت غيرقابل مشاهده آن و بهاي نسبتاً پايين آن، ابزاري كمك كننده به دستكاريهاست. براي مثال، مي‌توانند بوسيله تغيير چند مورد تعهدي براعداد گزارش شده تأثير بگذارند، تا اينكه بخواهند با ايجاد تغيير در هزينه تحقيق و توسعه، اين كار را انجام دهند.

گرچه بنظر مي‌رسد اقلام تعهدي مكانيزم مرجح مديران باشد، اما مديران مجبورند كه تمام دستكاري‌هاي اقلام تعهدي را تحقق بخشند، خواه اقلام تعهدي در دوره جاري بيش از واقع ارزيابي شده باشند، خواه كمتر از واقع ارزيابي شده باشند، بايد در آينده برگشت شوند و اين مسئله، به ماهيت بازگشتي اقلام تعهدي مربوط مي‌شود.(یونگ، 1999) ايست از ماهيت بازگشتي اقلام تعهدي آگاه بوده و بهاي بالقوه آنرا و تأثير آن بر سود آتي را در نظر بگيرند. براي مثال، افزايش سود در دوره جاري از طريق ارزيابي بيش از واقع درآمدها، لزوماً به كاهش سود در دوره آتي، كه ناشي از ارزيابي كمتر از واقع درآمدهاست، منجر مي‌گردد. بعلاوه، افزايش عمر مفيد يك دارايي جهت كاهش هزينه استهلاك، به افزايش سود منجر مي‌شود و قطعاًً منجر به كاهش سود در چند سال بعد خواهد گردید. بنابراين، ماهيت غير قابل مشاهده بودن اقلام تعهدي، اندازه‌گيري مستقيم مديريت سود را تقريباً غير ممكن مي‌سازد.

تحقيقات بيشماري در ارتباط با مدل‌هاي پيش بيني اقلام تعهدي در راستاي اهداف گوناگون، انجام شده است. عموماً اين مدل‌ها براي كشف مديريت سود، بكار گرفته مي‌شوند. بيشتر روش‌هاي شناخته شده را مي‌توان به دو بخش تفكيك نمود:

■ آنهايي كه بر اندازه‌گيري كل اقلام تعهدي تمركز مي‌كنند.

■ آنهايي كه پيشرفته‌تر بوده و اقلام تعهدي را به اختياري (غيرعادي) و غيراختياري (عادي) تجزیه مي‌نمايند.

تمركز اوليه تحقيقات مديريت سود تا به امروز، بر كشف اين موضوع كه آيا و چه زماني مديريت سود اتفاق مي‌افتد، تمركز دارد.

برخي تحقيقات گذشته، كل اقلام تعهدي را بعنوان نماينده اقلام تعهدي در نظر گرفته‌اند(هیلی، 1985) سنگ بنا را در تفكيك اقلام تعهدي، با پيشنهاد كردن مدلي كه اقلام تعهدي اختياري (غير منتظره) را از كل اقلام تعهدي تفكيك مي‌نمود، قرار داد. دچو و ديگران، تعديلاتي را براي تعديل مدل جونز اوليه پيشنهاد نمودند كه به مدل تعديل شده جونز شهرت يافته است. آنها خود را از اين فرض كه اقلام تعهدي غيراختياري (منتظره) در طي زمان ثابتند رها ساخته و فرض كردند كه تغييرات در اندازه‌گيري اقلام تعهدي غيراختياري، در بين شركت‌هاي هم صنعت، مشابه است. شيواكومار، مدل جديدي براي برآورد اقلام تعهدي اختياري ايجاد نمود كه حتي براي شركت‌هاي با جريانات نقد زياد، خوب عمل مي‌كند. پياس نلو ديگران، با پيشنهاد مدلی متفاوت براي برآورد اقلام تعهدي در گردش اختياري[[82]](#footnote-82) نام مدل حاشيه‌اي[[83]](#footnote-83) ، تخمين اقلام تعهدي را بهبود بخشيد. (زمانی قورتولیش،1388).

**2-8-4 محرك‌هاي مديريت سود**

مطالعات در مورد محرك‌هاي مديريت سود عمدتاً در سه زمينه كلي به حداقل رساندن هزينه‌هاي سياسي، به حداقل رساندن هزينه و به حداكثر رساندن ثروت مديران انجام مي‌شود. برخي از سرفصل‌هاي عمده اين مطالعات به شرح جدول 2-2 است. (کامیاب تیموری،1389)

**(جدول 2-2) محرك‌هاي مديريت سود**

|  |  |
| --- | --- |
| محققين | محرك‌هاي عمده مديريت سود |
| هيلي 1985 – گيور و همكاران[[84]](#footnote-84) 1995 – گيدري و همكاران[[85]](#footnote-85) 1999 | پاداش (به حداكثر رساندن ثروت مديران) |
| واتس و زيمرمن 1986 – سوييني[[86]](#footnote-86) 1994 – ديفوند و همكاران 1994 | پيروي از شروط قراردادهاي استقراض |
| فريدمن[[87]](#footnote-87) 1993- نيل و همكاران 1995 – نيتمن و ترومن[[88]](#footnote-88) 1986 – تيو و همكاران[[89]](#footnote-89) 1998 | عرضه اوليه سهام به عموم  (به حداقل رساندن هزينه سرمايه) |
| برمز[[90]](#footnote-90) 1975 – دي آنجلو و همكاران[[91]](#footnote-91) 1994- نويسي 1999 – ماتوكسي[[92]](#footnote-92) 1999 | انتخاب‌هاي حسابداري |
| ايليفس و همكاران[[93]](#footnote-93) 1999 | ماليات بر درآمد (به حداقل رساندن هزينه سياسي) |

**2-8-5 اقلام تعهدي**

زاي (2001)، اقلام تعهدي را فاصله ميان جريانات نقد عملياتي و سود حسابداري تعريف كرده است.

كل اقلام تعهدي = سود – جريانات نقد

جونز (1991)، تفاوت ميان سود و وجه نقد حاصل از عمليات را بعنوان اقلام تعهدي شناسايي كرده است. اسلوان (1996)، تفاوت ميان سود و وجه نقد حاصل از عمليات را بعنوان اقلام تعهدي تعريف نموده است. اسلوان[[94]](#footnote-94) در جايي ديگر (1996)، اقلام تعهدي را بعنوان تغيير در سرمايه در گردش غير نقدي منهاي هزينه استهلاك تعريف نمود.

براي دستيابي به يك اندازه‌گيري جامع از اقلام تعهدي، عنوان مي‌شود كه در صورت عدم استفاده از حسابداري تعهدي (استفاده از حسابداري نقدي) تنها حساب‌هاي نقدي در ترازنامه منعكس مي‌شود. لذا گزارش ساير حساب‌هاي دارايي و بدهي ديگر در ترازنامه، نتيجه بكارگيري حسابداري تعهدي است (ريچاردسون و ديگران 2005).

مشايخي و ديگران در تحقيقي با عنوان "نقش اقلام تعهدي اختياري در مديريت سود شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، وجوه نقد حاصل از عمليات را به اين دليل كه كمتر مورد دستكاري و اعمال نظر مديريت قرار مي‌گيرد، بعنوان معيار اصلي شركت در نظر گرفته‌اند و ارتباط آنرا با اقلام تعهدي اختياري مورد بررسي قرار داده اند. نتيجه اينكه وجوه حاصل از عمليات و اقلام تعهدي اختياري با يكديگر ارتباط معكوس دارند و مديران واحدهاي تجاري در هنگام كاهش وجوه نقد حاصل از عمليات كه بيانگر عملكرد ضعيف واحد تجاري است، بمنظور جبران اين موضوع، اقدام به افزايش سود از طريق افزايش اقلام تعهدي اختياري مي‌كنند.

بالسم و همکاران (2003)، سودي را با كيفيت مي‌دانند كه كيفيت اقلام تعهدي و ضريب واكنش آن بالا باشد.

مايرز و همکاران (2003) نيز سودي را با كيفيت تلقي مي‌كنند كه كيفيت اقلام تعهدي آن بالا و اقلام تعهدي غير عادي آن كم باشد.

گونگ و ديگران (2009) در مقاله‌اي با عنوان "ارتباط خطاهاي پيش بيني مديريت سود و اقلام تعهدي" به اين نكته پي بردند كه اين ارتباط مثبت است و به هر ميزان اقلام تعهدي بيشتر باشد، خطاي كشف مديريت سود نیز بيشتر است. در واقع آنها اهميت اقلام تعهدي را نشان دادند و اينكه بيشتر شدن اقلام تعهدي مي‌تواند داراي تبعات بعدي باشد.

اقلام تعهدي به دو دسته اختياري (غير منتظره يا غيرعادي)[[95]](#footnote-95) و غير اختياري (منتظره يا عادي)[[96]](#footnote-96) تفكيك مي‌شوند.

اقلام تعهدي اختياري آنهايي هستند كه مديريت بر آنها كنترل داشته و مي‌تواند آنها را به تأخير بيندازد و يا حذف كند و يا ثبت و شناسايي آنرا تسريع كند. اقلام تعهدي منتظره اقلامي هستند كه مديريت نمي‌تواند آنها را كنترل نمايد. از آنجا كه اقلام تعهدي اختياري، در اختيار مديريت و قابل اعمال نظر توسط مديريت است، از اين اقلام بعنوان شاخصي در كشف مديريت سود استفاده مي‌شد. يكي از ابزارهاي مديريت براي انجام مديريت سود، استفاده از اقلام تعهدي اختياري است.

در حقيقت، اقلام تعهدي غيراختياري، بواسطه مقررات، سازمان‌ها و ديگر عوامل خارجي دچار محدوديت هستند و اقلام تعهدي اختياري، قابل اعمال نظر توسط مديريت مي‌باشند كه همين توانايي اعمال نظر، باعث مي‌شود كه اقلام تعهدي اختياري، بعنوان شاخصي جهت كشف مديريت سود در واحدهاي تجاري در نظر گرفته شود. از اينرو، در اغلب تحقيقات مديريت سود، بر استفاده مديريت از تعهدي‌هاي اختياري تمركز مي‌شود. لذا مدلي براي تخمين اجزاء اختياري اقلام تعهدي لازم است. (زمانی قورتولیش،1388).

**2-8-6 بررسي مدل‌هاي مختلف تفكيك اقلام تعهدي به اختياري و غير اختياري**

كل اقلام تعهدي، نقطه شروع مناسبي براي اندازه‌گيري اقلام تعهدي اختياري است. مدل‌هاي مختلفي براي تفكيك اقلام تعهدي به اجزاي اختياري و غيراختياري آن توسط محققين مختلف ارائه شده است. در ادامه به بررسي اين مدل‌ها مي‌پردازيم.

* مدل هيلي[[97]](#footnote-97)

هيلي (1985)، با مقايسه ميانگين كل تعهدي‌ها كه بر كل دارايي‌ها تقسيم شده است، وجود مديريت سود را آزمون نمود. او نمونه خود را به سه گروه تقسيم نمود. اگر سود در جهت افزايش مديريت شود در يك گروه و اگر به سمت كاهش مديريت شود، در دو گروه ديگر قرار مي‌گيرد. سپس، ميانگين كل تعهدي‌ها موجود در گروه يك، با گروه‌هاي ديگر مقايسه مي‌گردد. هيلي گروه مشاهداتي را كه در آن سود به سمت افزايش مديريت شده است، دوره برآورد و گروه مشاهداتي را كه به سمت كاهش مديريت شده است را دوره رخداد ناميد. ميانگين كل تعهدي‌ها در دوره برآورد. بيانگر ميزان تعهدي‌هاي غيراختياري است. (دچو، اسلون، سوييني 1995).

* مدل دي آنجلو

دي آنجلو[[98]](#footnote-98) (1986)، در آزمون مديريت سود، اولين تفاوت در كل تعهدي‌ها را محاسبه نموده و فرض كرد در زماني كه هيچگونه مديريت سودي وجود ندارد، اين تفاوت صفر است. در اين مدل، از كل تعهدي‌هاي دوره قبل تقسيم بر كل دارايي‌ها بعنوان اقلام غيراختياري تعهدي‌ها استفاده شده است.

در حقيقت، مدل دي آنجلو، يك مورد خاص از مدل هيلي است كه در آن دوره برآورد تعهدي‌هاي غيراختياري، به مشاهدات سال قبل محدود شده است. مشخصه مشترك اين دو مدل، اين است كه هر دو مدل از كل تعهدي‌هاي دوره تخمين، بعنوان معيار تعهدي‌هاي غيراختياري استفاده مي‌كنند. اگر تعهديهاي غيراختياري در طول زمان ثابت باشند و ميانگين تعهدي‌هاي اختياري در دوره تخمين صفر باشد، دو مدل، تعهدي‌هاي غيراختياري را بدون خطا اندازه‌گيري مي‌كند، اما تعهدي‌هاي غيراختياري از دوره‌اي به دوره ديگر تغيير مي‌كند و به اين ترتيب، هر دو مدل به سمت اندازه‌گيري خطادار اقلام تعهدي گرايش پيدا مي‌كنند. اگر اقلام تعهدي غيراختياري از حركت تصادفي[[99]](#footnote-99) پيروي كنند، باز هم مدل دي آنجلو، مناسب خواهد بود. كاپلان[[100]](#footnote-100) (1985)، ثابت كرد كه ماهيت فرآيند حسابداري تعهدي به نوعي است كه ديكته مي‌كند بايد در قبال تغيير شرايط اقتصادي، سطح تعهدي‌هاي غيراختياري نيز تغيير كند.

* مدل جونز

در اين مدل فرض بر اين است كه اقلام تعهدي تابعي از فعاليت تجاري واقعي شركت‌ها است و معيار فعاليت تجاري هر شركت نيز از طريق فروش آن شركت تعيين مي‌شود (گاي 2006).

جونز (1991) فرض ثابت بودن اقلام تعهدي غيراختياري در طول زمان را كنار گذاشت و تلاش كرد اثر تغيير شرايط اقتصادي بر تعهدي‌هاي غيراختياري را كنترل كند. در اين مدل جونز فرض مي‌كند كه درآمد فروش غيراختياري است. ضعف اين مدل آن است كه چنانچه سود از طريق درآمدهاي اختياري كه جونز آنرا در نظر نگرفته است، مديريت شود، مدل جونز بخشي از سود مديريت شده را حذف مي‌كند، چرا كه جونز اقلام تعهدي منتظره را تابعي از درآمدها و اموال و ماشين آلات و تجهيزات مي‌داند. منطق زيربنايي اين مدل اينست كه اقلام تعهدي اختياري احتمالاً از اعمال اختيار مديران ناشي مي‌شود و بنابراين هر چه اين اقلام تعهدي كمتر باشد سود با كيفيت‌تر خواهد بود.

* مدل تعديل شده جونز

دچو و همكاران (1995) براي از بين بردن محدوديت مدل جونز (فرض غيراختياري بودن درآمد فروش) اقدام به تعديل درآمد از طريق تغييرات حساب‌هاي دريافتني نمودند. در اين مدل فرض مي‌شود كه تمام تغييرات در فروش نسيه از مديريت سود ناشي مي‌شود.

* مدل صنعت

مدل صنعت توسط دچو و همكاران (1991) مطرح شد. ويژگي‌هاي اين مدل به شرح زير است:

1. در اين مدل نيز مشابه مدل جونز فرض ثابت بودن تعهدي‌هاي غيراختياري كنار گذاشته مي‌شود.

2. تغييرات اقلام تعهدي غيراختياري رايج در شركت‌هاي فعال در يك صنعت را حذف مي‌كند.

3. تغييرات اقلام تعهدي اختياري مشترك بين شركت‌هاي فعال در يك صنعت را حذف مي‌كند.

مقاله دچو و همكاران (1995) مدل‌هاي مذكور را مورد مقايسه قرار داده و ويژگي‌هاي هر مدل را به همراه قوت‌ها و ضعف‌هايش ارائه داده است. مدل‌هاي مطالعه شده در اين تحقيق شامل مدل هيلي (1985)، مدل دي آنجلو (1986)، مدل جونز[[101]](#footnote-101) (1991)، مدل تعديل شده جونز و مدل صنعت مي‌باشد. نتايج اين مطالعه حاكي از برتري مدل تعديل شده جونز براي كشف مديريت سود مي‌باشد. (زمانی قورتولیش،1388). دليل انتخاب اين مدل در تحقيق حاضر، از استناد به مقاله دچو و همكاران نشأت مي‌گيرد.

**2-8-7 جنبه‌هاي مديريت سود (تمايز بين شكل‌هاي مختلف مديريت سود)**

* هموارسازي سود

يكي از انواع مديريت سود، هموارسازي سود است. به صورت دقيق‌تر، رفتار هموارسازي سود به عنوان تلاش براي كاهش نوسانات سود گزارشي تعريف مي‌شود (موزز[[102]](#footnote-102)، 1987). در مطالعات مختلف از آن به عناوين «يك مثال خاص براي مديريت سود» (بيتي و همكاران 1994)، «بخشي از مديريت سود» (بيتنز[[103]](#footnote-103) و دلان 1996)، «يك انگيزه براي مديريت سود» (رونن و سادان[[104]](#footnote-104)، 1981) و عناويني شبيه آن ياد شده است. آنچه مسلم است اين است كه مطالعات اين حيطه شامل انواع هموارسازي سود، انگيزه‌ها، اهداف و روش‌هاي تحقيق خاص خود بوده كه در تحقيقات با نام مطالعات «هموارسازي سود» مورد بررسي قرار مي‌گيرند. در ادامه به اجمال به آن‌ها اشاره مي‌شود.

* انواع هموارسازي سود

هموارسازي سود به دو دسته عمده هموارسازي طبيعي و هموارسازي طراحي شده (هموار شده به صورت عمدي و توسط مديريت) تقسيم مي‌شود.

هموارسازي طبيعي: در هموارسازي طبيعي فرآيند ايجاد سود جريان همواري از سود ايجاد مي‌كند. (ايكل[[105]](#footnote-105) 1981)

هموارسازي طراحي شده: در اين نوع هموارسازي فرآيند هموار كردن سود توسط مديريت و به صورت عمدي صورت مي‌گيرد (ايكل 1981).

هموارسازي طراحي شده خود به دو نوع هموارسازي حسابداري و هموارسازي اقتصادي يا معاملاتي تقسيم مي‌شود.

هموارسازي حسابداري: و يا هموارسازي مصنوعي، كه به صورت دستكاري‌هاي حسابداري توسط مديريت و با هدف هموارسازي سود تعريف مي‌شود (ايكل 1981).

هموارسازي اقتصادي: و يا هموارسازي معاملاتي كه هموارسازي واقعي است و از فعاليت‌هاي مديريت در جهت كنترل رويدادهاي اقتصادي ناشي مي‌شود (ايكل 1981)

* مدل‌هاي شناسايي هموارسازي سود

الف) مدل‌هاي سنتي

محور اصلي اكثر مدل‌هاي سنتي بر اين اصل استوار است كه هرگاه نوسان پذيري سود از طريق يك متغير هموار كننده براساس يك مدل مورد انتظار كاهش داده شود، مي‌توان چنين استنباط كرد كه سود هموار شده است. مشكل اصلي اين مدل‌ها طراحي يك مدل مورد انتظار است كه پيچيده و ذهني است.

ب) مدل ايمهاف

در اين مدل هموارسازي سود زماني اتفاق مي‌افتد كه علاوه بر وجود جريان هموار سود، رابطه‌اي ضعيف بين سود و فروش وجود دارد و يا در صورت وجود جريان هموار سود، جريان ناهموار فروش مشاهده مي‌شود.

ج) مدل ايكل

اين مدل الگوي رفتار هموارسازي را طي دوره زماني بررسي مي‌كند. در اين مدل تغييرپذيري سود با تغييرپذيري فروش مقايسه مي‌شود. و اين امر منجر به تفكيك هموارسازي مصنوعي از هموارسازي واقعي مي‌گردد. هرگاه شاخص ايكل كوچك‌تر از يك باشد هموارسازي سود رخ داده است.

* مديريت سود

تلاش براي حداكثر و يا حداقل نشان دادن سود گزارشي، اين جنبه از مديريت سود را نشان مي‌دهد كه آن را از رفتار هموارسازي سود به عنوان تلاش براي كاهش نوسانات سود گزارشي متفاوت مي‌سازد. از اين جنبه از مديريت سود در تحقيقات با نام مطالعات «مديريت سود» ياد مي‌شود.

در غالب تحليل‌هاي مديريت سود بر استفاده مديريت از اقلام تعهدي اختياري تمركز مي‌شود. لذا تخمين اجزاي اختياري اقلام تعهدي ضروري به نظر مي‌رسد. اقلام اختياري تعهدي به صورت اقلامي كه مديريت بر آن‌ها كنترل دارد و مي‌تواند آن‌ها را به تأخير اندازد، حذف كند و یا ثبت و شناسايي آن‌ها را تسريع كند؛ تعريف مي‌شوند. از اقلام تعهدي اختياری به عنوان شاخصي براي كشف مديريت سود استفاده مي‌شود. (صفری، 1386).

**2-8-8 اندازه‌گيري مديريت سود**

براساس تعريف مديريت سود، مديران سودهاي گزارش شده را با هدف هماهنگ كردن با اهدافشان دستكاري مي‌كنند. با توجه به تحقيقاتي كه تاكنون انجام شده، يكي از بهترين معيارها براي نشان دادن مديريت سود بررسي اقلام تعهدي اختياري است. در واقع سه روش براي مديريت سود وجود دارد. (کامیاب تیموری،1389)

■ مديريت اقلام تعهدي

■ زمان بندي براي اتخاذ سياست‌هاي اجباري حسابداري

■ تغييرات حسابداري اختياري

مديريت اقلام تعهدي به تغيير برآوردها مانند برآورد عمر مفيد، احتمال بازيافت طلب از بدهكاران و ديگر اقلام تعهدي پايان سال، به منظور دستكاري سود گزارش شده در جهت يك هدف مطلوب برمي‌گردد.

زمانبندي براي پذيرش سياست‌هاي اجباري حسابداري، شكل دوم مديريت سود خصوصاً در مورد احتمال پذيرش يك سياست جديد است.

روش سوم مديريت سود، تغيير حسابداري از روشي به روش ديگر است( سیدی، 1386).

تحقيقات انجام شده نشان مي‌دهد كه روش اول يعني مديريت اقلام تعهدي كاربرد بيشتري داشته است البته به دلايلي نظير وجود برخي محدوديت‌ها براي استفاده از روش‌هاي ديگر. براي مثال در كشورهايي كه استانداردهاي حسابداري تغييرات حسابداري زيادي توسط مديران انجام مي‌شود استفاده از روش بررسي تغييرات حسابداري اختياري نتايج چندان درستي به بار نمي‌آورد. از طرف ديگر انگيزه‌هاي بساري براي مديريت سود در مقالات عنوان شده است كه بيشتر آنها روي انگيزه پاداش مديران متمركز شده است، اين مي‌تواند براي مديران انگيزه‌اي براي دستكاري سود ايجاد كند. اگرچه تا حد زيادي رويه‌هاي مناسب گزارشگري توسط هيأت استانداردهاي حسابداري تجويز شده‌اند، اما هنوز زمينه‌هايي وجود دارند كه به تشخيص مديريت مي‌توان رويه‌هاي ديگري به كار برد. اين رويه‌هاي گزارشگري بستگي به قراردادهاي آشكار و پنهان بين سرمايه‌گذاران، مشتريان، مديريت، كاركنان، اعتبار دهندگان و سايرين دارد: (کامیاب تیموری،1389)

الف) قرارداد بين مديريت و مالكان

ب) قرارداد بين مديريت و اعتبار دهندگان

ج) قرارداد بين مديريت و جامعه

مطالعات موجود درباره مديريت سود عموماً متوجه اقلام تعهدي بوده است. اقلام تعهدي از تفاوت بين سود و وجوه نقد حاصل از عمليات بدست می آید كه شامل تغييرات در هزينه استهلاك، حساب‌هاي دريافتني، موجودي كالا، حساب‌هاي پرداختني و... مي‌باشد. در نتيجه، با اين فرض كه جريان وجه نقد دستكاري نمي‌شود، تنها راه باقيمانده براي دستكاري سود، افزايش يا كاهش اقلام تعهدي است.

امّا سؤال اين است كه: «افزايش يا كاهش از چه سطحي؟ سطح نرمال اقلام تعهدي چيست؟»

بسياري از مطالعات دهه 90 به بعد، از نظر متدولوژي به مطالعه جونز (1991) برمي‌گردد. اولين مشكل اين است كه كدام قسمت از اقلام تعهدي مربوط به سطح فعاليت است (غير اختياري) و كدام قسمت مي‌تواند دستكاري گردد (اختياري).

مطالعات پيشين بر روي اقلام تعهدي خاصي كه بيشتر از بقيه در معرض استفاده براي اهداف مديريت سود بودند، متمركز شده‌اند. جزء اساسي هر تحقيق مديريت سود، اندازه‌گيري اختيار مديريت در مورد سود است. در ابتدا، مطالعات زيادي تلاش كردند اقلام تعهدي اختياري را براساس ارتباط بين كل اقلام تعهدي و متغيرهاي توضيحي، اندازه‌گيري كنند. در اين مطالعات كه اولين بار توسط هيلي (1985) و دي آنجلو (1986) انجام شدند، كل اقلام تعهدي و تغييرات در آن را به عنوان مقياس اختيار مديريت در مورد سود به كار بردند.

جونز (1991) يك روش رگرسيون براي كنترل عامل‌هاي غيراختياري مؤثر بر اقلام تعهدي معرفي كرد كه در آن يك ارتباط خطي بين كل اقلام تعهدي و تغيير در فروش و اموال و ماشين آلات و تجهيزات، تخمين زده مي‌شد.

در جدول 2-3، سه گروه از مدل‌هايي كه در تحقيقات اخير در زمينه مديريت سود به عنوان نماينده اقلام تعهدي اختياري در نظر گرفته شده‌اند، به نمايش گذارده مي‌شود. در اولين گروه كل اقلام تعهدي در نظر گرفته مي‌شود. در گره دوم، مدل اقلام تعهدي خاص بكار گرفته شده و اين مطالعات اغلب روي صنايع مشخصي كه اقلام تعهدي آنها قابل اندازه‌گيري است و به قضاوت نياز دارد، متمركز است. در گروه سوم، ويژگي‌هاي آماري سود به منظور شناسائي رفتار اثرات سود، مورد آزمون قرار مي‌گيرد.

**(جدول 2-3) نمايندگان اقلام تعهدي اختياري**

|  |  |
| --- | --- |
| 1. مدل‌هاي مبتني بر كل اقلام تعهدي | |
| محقق | نماينده اقلام تعهدي اختياري |
| هيلي (1985)  دي آنجلو (1986)  جونز (1991)  دچو (1995) - «مدل تعديل شده جونز»  كانگ و سيوارا ماكريشنان (1985) | كل اقلام تعهدي  تغيير در كل اقلام تعهدي  مانده رگرسيون كل اقلام تعهدي روي تغيير در فروش و اموال، ماشين آلات و تجهيزات.  مانده رگرسيون كل اقلام تعهدي روي تغيير در فروش و اموال، ماشين آلات و تجهيزات به گونه‌اي كه درآمد از طريق تغيير در حساب‌هاي دريافتني در دوره رويداد تعديل مي‌شود.  مانده رگرسيون دارايي‌هاي جاري غير نقدي منهاي بدهي‌هاي تعديل شده با توجه به افزايش درآمدها، هزينه‌ها، اموال و تجهيزات |
| 2. مدل‌هاي مبتني بر اقلام تعهدي خاص | |
| مك نيكولس و ويلسون[[106]](#footnote-106) (1988)  بيور و انگل[[107]](#footnote-107) (1996)  بنيش[[108]](#footnote-108) (1997)  بيور و مك نيكولس (1998) | مانده ذخيره مطالبات مشكوك الوصول، برآورده شده به عنوان مانده رگرسيون ذخيره مطالبات مشكوك الوصول روي مانده ذخيره اول دوره و مطالبات سوخت شده جاري و آتي  مانده ذخيره زیان وام  شاخص روزهاي پوشش حساب‌هاي دريافتني، شاخص حاشيه فروش، شاخص كيفيت دارايي، شاخص استهلاك، شاخص هزينه اداري، كل اقلام تعهدي به شاخص كل دارايي‌ها.  همبستگي سريالي رشد يك سال ذخيره زیان بيمه‌گران اموال. |
| 3. مدل‌هاي مبتني بر روش توزيع فراواني | |
| بورگ استالر و دچو[[109]](#footnote-109) (1997)  دي جورج و همكاران (1997)  ميرز و اسكيز[[110]](#footnote-110) (1999) | آزمون اينكه فراواني تحقيق سود سالانه بالا (پايين) سطح سود صفر است يا نه و سود سالهاي گذشته بيشتر (كمتر) از انتظار است يا نه.  آزمون اينكه آيا فراواني تحقق سودهاي فصلي سالانه بالا (پايين) سطح سود صفر است يا نه، سود فصل قبل و پيش بيني‌هاي تحليل‌گران بيشتر (كمتر) از انتظار است يا نه.  آزمون اينكه آيا تعداد افزايش سودهاي متوالي بيشتر (كمتر) از شرايط فقدان مديريت سود مورد انتظار است. |

در اين تحقيق اقلام تعهدي اختياري به شيوه دچو و همكاران (1995) محاسبه مي‌گردد كه به «مدل تعديل شده جونز» مشهور گرديد.

**2-8-9 مدیریت سود واقعی**

مديريت سود، برآيند درجه​اي از قابليت انعطاف و اعمال نظري است که مديران در گزارشگري مالي خود دارند. مديران ممکن است از اين قدرت خود براي مديريت فرصت​طلبانه​ي سود يا انتقال اطلاعات محرمانه در باره​ي عملکرد آتي شرکت استفاده نمايند. بيشتر محققين دريافته​اند که مديريت سود با انگيزه​ي گمراه کردن استفاده​کنندگان از صورتهاي مالي و يا انحراف از نتايج قراردادي که بستگي به سوددهي حسابداري دارد انجام مي​شود (آقايي و چالاکي، 1388).

به منظور دستيابي به سطح مورد نظر سود، مديران مي​توانند تا پايان سال صبر کنند و از اقلام تعهدي اختياري براي مديريت سود گزارش شده استفاده نمايند، اما اين راهکار ممکن است اين ريسک را در پي داشته باشد که مقتار سودي که براي دستکاري مدنظر است، از اقلام تعهدي اختياري موجود بيشتر باشد؛ زيرا اختيار در مورد اقلام تعهدي از طريق اصول عمومي پذيرفته شده​ي حسابداري محدود شده است (بارتون و سيمکو، 2002). فرض بر اين است که رويدادهاي اقتصادي اساسي يک شرکت،​ توانايي مديران را براي گزارش سود معوق (تعهد شده) دچار محدوديت مي​سازد. در نتيجه، اين امکان وجود دارد که مديران نتوانند از طريق اقلام تعهدي اختياري در پايان سال به سود مورد نظر خويش دست پيدا کنند. مديران مي​توانند از طريق دستکاري فعاليتهاي عملياتي واقعي در طول سال اين ريسک را کاهش دهند (اعتمادي و همکاران، 1389).

دستکاري فعاليتهاي واقعي کمتر در معرض محدوديت است، مزيت ديگر، جايگزين نمودن فعاليتهاي واقعي براي دستکاري سود، اين است که حسابرسان و قانونگذاران کمتر به چنين رفتارهايي توجه مي​کنند. با اين وجود دستکاري فعاليتهاي واقعي چندان بدون هزينه هم نيست، چرا که اين احتمال وجود دارد که جريان​هاي نقدي در دوره​هاي آتي به طور غيرمستيقم (منفي) تحت تأثير اعمالي قرار گيرد که در حال حاضر براي افزايش سود انجام مي​شود (ناظمي اردکاني، 1388).

در مدیریت سود واقعی مديران براي دستيبابي به اهداف مربوط به مديريت سود خود، در فعالیت­ها و تصميمات عملياتي واحد تجاري تغييراتي ايجاد کند. تحقيقات گذشته (گاني، 2005) اين تصميمات عملياتي را در 4 گروه طبقه​بندي مي​کنند:

کاهش هزينه​هاي اختياري تحقيق و توسعه

کاهش هزينه​هاي اختياري تبليغات و فروش

زيان نقدي فروش دارايي​هاي ثابت براي گزارش شود

اضافه توليد براي کاهش بهاي تمام شده کالاي فروش رفته و افزايش فروش​هاي اعتباري، انجام ندادن

برخي فعاليتهاي تحقيق و توسعه که منجر به پروژه​هاي با خالص ارزش فعلي مثبت در آينده مي​شود. انجام ندادن تبليغات در جهت افزايش فروش شرکت. فروش دارايي​هاي ثابت عملياتي که به افزايش بهره​وري و کارايي عمليات واحد تجاري کمک مي​نمايد. بلوکه نمودن سرمايه​ي شرکت در قالب موجودي​ها، افزايش فروش​هاي اعتباري که منجر به کاهش جريانهاي نقدي ورودي به شرکت مي​شود. همه و همه نشان از آن دارد که چهار عمل فوق منجر به کاهش جريانهاي نقدي عملياتي آتي شرکت و در نتيجه افت عملکرد مالياتي آتي شرکت خواهد شد، از اين رو انتظار مي​رود، بين مديريت واقعي سود (که در قالب چهار فعاليت فوق تعميم مي​يابد) و عملکرد عملياتي آتي شرکت رابطه​ي منفي وجود داشته باشد.

بسياري از شواهد موجود پيرامون دستکاري فعاليتهاي واقعي بر کاهش فرصت​طلبانه​ي هزينه​هاي اختياري از جمله هزينه​هاي تحقيق و توسعه تمرکز مي​کنند (براي مثال تحقيقات بوش (1988)؛ بابر و همکاران (1991). اگرچه کاهش از هزينه​هاي اختياري مي​تواند سود را در جهت برآورده ساختن برخي اهداف خاص ارتقا بخشد، اما ريسک کاهش جريانهاي نقدي عملياتي (CFO) آتي را موجب مي​شود؛ زيرا اين عمل به طور کلي جريانهاي خروجي وجه نقد را کاهش مي​دهد و در عوض تأثيري مثبت بر روي جريان نقدي عملياتي جاري دارد. در سالهاي بعدي، اين تأثير مستقيم ممکن است معکوس شود. بايد توجه داشت دستکاري فعاليتهاي واقعي، وسيله​ي تغيير آرايش حساب​ها نيست. مديران در اين روش، زمان انجام عمليات، نحوه​ي تخصيص منابع و يا زمان اجراي پروژه​هاي سرمايه​گذاري را تغيير مي​دهند. فعاليتهاي مديريت سود مبتني بر اقلام تعهدي هيچ پيامد مستقيم جريان نقدي را به همراه ندارد (کوهن و زارويين، 2008).

مديريت واقعي سود بر جريان​هاي نقدي شرکت اثر مستقيم دارد. در اين روش وجوه نقد، قرباني سود نقدي مي​شود و مهمترين ضرر آن، از بين رفتن ارزش شرکت به دليل کاهش جريانهاي نقدي دوره​هاي آتي است. مديريت اقلام تعهدي نيز بدون هزينه نيست. کشف دستکاري اقلام تعهدي مي​تواند احتمال نياز به بررسي​هاي ويژه از جانب حسابرسان را به وجود آورد. همچنين ممکن است منجر به مجازاتهاي مالي توسط نهادهاي قانوني (مانند بورس اوراق بهادار)، لزوم ارائه​ي مجدد سود و بررسي موضوع در دادگاههاي حقوقي ​شود (مجتهدزاده و ولي​زاده لاريجاني، 1388).

**بخش سوم: پیشینه پژوهش**

**2-9 پیشینه پژوهش های خارجی**

1- مانوز[[111]](#footnote-111) (2013) در تحقيقي با عنوان " نقدشوندگی و سرمایه گذاری شرکت " به بررسي رابطه بين نقدشوندگی بازار سهام و سرمایه گذاری شرکتي پرداخت. او در مقاله خود به طور خاص رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نقدشوندگی بازار سهام را مورد واکاوی قرار داد و از داده های پانل دیتا شرکت های پذیرفته شده در بورس آمریکا استفاده کرد. او شواهدی در ارتباط با سطح بالاتر تجاری و سطح بالاتر تعدیل شده صنایع مرتبط با سطح بالای سرمایه گذاری (امول، ماشین آلات و تجهیزات، کل دارایی ها و موجودی ها) یافت. این رابطه شواهد ضمنی بیشتری در ارتباط با تصمیم گیری های انتشار سهام ارائه داد و همچنین برای شرکت هایی با محدودیت های مالی بیشتر نويد استفاده بهتر از فرصت های سرمایه گذاری بهتر را ارائه داد. شواهد آن به طور پیوسته با از بین بردن انحرافات و سهام انتشار شده شرکت ها و سرمایه گذاری بيشتر، نشان از دريافت مزایای پایین هزینه سرمایه بوده كه رابطه مستقيمي با نقدينگي بازار سهام دارد. همچنین او ارتباط کمتری با حذف اطلاعات هنگامی که نقدشوندگی بازار سهام به مدیران در ارتباط با گرفتن تصمیمات کارآمادتر کمک می کند، بيان كرد. مانوز بيان كرد که این توقف‌ها نمی تواند لزوما" باعث ترقی پیش بینی های سرمایه گذاری شود اما تنها سرمایه گذاری موجود را کارآتر مي‌كند. پژوهش ما نیز از تحقیق مانوز (2013) پیروی کرده اما با توجه به شرایط اقتصادی کشور و تفاوت های موجود در بازارهای سرمایه، یک سری متغییرها مورد بازبینی قرار گرفته و با توجه به بازار سرمایه کشورمان توسط محقق تعدیل شده اند.

2- چانگ (2010) در تحقیقی تحت عنوان حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی به صورتی تجربی رابطه حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی را بررسی نموده است در مطالعات خود نشان داد همبستگی بالای مثبتی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در همه زمانها برقرار است

3- فانگ و همکاران در سال (2009) به بررسي ارتباط بین نقدشوندگی و ارزش شرکت در 2642شرکت عضو بازار آمکس ،نیز و نزدک به مدت 6 سال پرداختند. آنها این ارتباط را با اثر نقدشوندگی، بر نسبت قيمت به سود ،معكوس اهرم مالي و بازده عملياتي تشريح كردند. آنها بر مبناي تئوري نمايندگي معتقدند نقدشوندگی معیاری مطلوب برای سنجش کارائی فعالیت مدیران فراهم آورده وسبب تعیین صحیح پاداش مدیران می شود. آنها همچنین بیان می دارند که نقدشوندگی سهام به دليل هزينه معاملاتي كمتر سرمایه گذاران آگاه بیشتری را به معاملات جذب می کند و در نهايت سبب مي شود تا قيمت سهام به ارزش ذاتي نزديكتر شده و سرمایه گذاران غیر آگاه بيشتري به معاملات وارد شوندكه اين امر منجر به حاكميت شركتي بهتر و در نتیجه ارزش بيشتر شرکت مي شود. بطور كلي نتایج تحقیق آنها نشان داد بین نقدشوندگی سهام با نسبت سود عملیاتی بر دارائی و ميزان حقوق صاحبان سهام در شركتهاي با سطح نقدشوندگی بالاتر رابطه مثبت وجود دارد ولی ارتباطی بين نقدشوندگی در سطوح مختلف و نسبت قیمت برسود عملیاتی وجود ندارد.

4- برنان و همکارانش[[112]](#footnote-112) (1998)، از حجم معامله سهام به عنوان معیار نقدشوندگی در یک مدل قیمت­گذاری دارایی­های چند فاکتوره که نوعی ازAPT است، استفاده کرده اند. برنان و همکارانش در مطالعه خود بر روی بازده اضافی از یک مدل عاملی استفاده کرده­ند، و بدین گونه بازده تعدیل شده بر مبنای ریسک را بدست آوردند. این بازده تعدیل شده بر مبنای ریسک به صورت مقطعی با استفاده از حجم سهام و دیگر ویژگی­ها مانند اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، قیمت، سود تقسیم شده و بازده­های گذشته (برای گرفتن اثر شتاب) رگرس شدند. در این مطالعه از داده­های دوره 1996-1995 استفاده شده است و جامعه آن­ها شامل تمام سهام مورد معامله شده در بورس اوراق بهادار نیویورک، نزدک و بورس اوراق بهادار امریکا بود. همانطوری که انتظار می رفت، نتایج نشان داد که حجم اثر معنی دار و منفی بر بازده سهام تعدیل شده بر مبنای ریسک دارد.

5- داتار و همکارانش[[113]](#footnote-113) (1988)، از گردش معاملات سهام( نسبت حجم سهام معامله شده به تعداد سهام در دست سهامداران) به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده کرد. آنها بازده­های مقطعی سهام بازار بورس نیویورک را برای دوره 1991-1963 با استفاده از گردش حجم معاملات و با کنترل کردن اثرات اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بتا و با به کار گرفتن روش فاما و مکبث (1973) برآورد کردند. پیش­بینی این بود که با طولانی­تر بودن دوره نگهداری سهام (که اشاره به نقدشوندگی پایین دارد)، یا گردش حجم معاملات پایین­تر، بازده موردانتظار بالاتر است. نتایج با این پیش­بینی سازگار بود: بازده مقطعی سهام به صورت منفی و معنی دار با گردش معاملات سهام مرتبط بود. همچنین تحقیقی که وسیله هیو[[114]](#footnote-114)(1997)، در بازار بورس اوراق توکیو صورت گرفت نتایج مشابهی داشت (آمیهود و همکارانش، 2005، ص44-43).

6- ریوون هُرست[[115]](#footnote-115) (1999) بازده­های 20 بازار را که عمری 10 ساله یا کمتر از 10 سال داشتند مورد بررسی قرار داد. بازده های هر کشور را بر اساس حجم معاملات طبقه­بندی کرد، و دریافت که هیچ تفاوتی بین بازده­ها در طبقات بالا و پایین وجود ندارد. اما ریوونهرست در مطالعه خود هیچ کنترلی بر دیگر متغیرها نداشت. وی همچنین دریافت که حجم معاملات شرکت­های کوچک و با بتا بالا بیشتر است (آمیهود و همکارانش، 2005، ص44).

7- مطالعه دیگری که از گردش معاملات به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده کرده است به وسیله نگوین و همکارانش[[116]](#footnote-116) (2005) صورت گرفت. آن­ها اثر گردش معاملات را بر روی بازده­های سهام در دو روش، با استفاده از داده­های 2002-1970 مورد مطالعه قرار دادند. در یک آزمون، آن­ها از مدل سه عاملی که در کار فاما و فرنچ استفاده بود، استفاده کردند و 25 پرتفلیو با طبقه بندی بر اساس اندازه و ارزش بازار در مطابقت با گردش معاملات تشکیل دادند. میانگین ضریت همبستگی رابطه سیستماتیکی را با پرتفلیوهای گردش معاملات نشان نداد، که این موضوع با اثر نقدشوندگی ناسازگار است. در آزمایش بعدی نگوین و همکارانش یک تجزیه و تحلیل مقطعی با استفاده از سهام فردی ( به جای پرتفلیو) انجام دادند. با کنترل کردن بتا، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، آن­ها دریافتند که گردش معاملات تاثیر معنی­دار و منفی بر روی بازده دارد که این موضوع با اثرات نقدشوندگی بر روی بازده سازگار است (نگوین و همکارانش، 2005).

8- آمیهود (2002) اثر عدم نقدشوندگی را بر روی بازده­های مقطعی سهام، با استفاده از معیار عدم نقدشوندگی بررسی کرد. این معیار|R| (P×VOL) ILLIQ= نامیده می­شود که در این فرمول R بازده روزانه ، P قیمت نهایی روزانه و VOL تعداد سهام معامله شده در طول روز است. ILLIQ تغییرات قیمتی نسبی را که به علت حجم معامله بوده است را نشان می­دهد. میانگین این نسبت برای یک سال، جهت به دست آوردن ILLIQ سهام برای یک دوره محاسبه می­شود. سپس ILLIQ در رگرسیون مقطعی­ای بازده­های سهام فردی بر اساس ILLIQ سالانه آن­ها و دیگر متغیرهای کنترل ( بتا، اندازه، نوسان­پذیری، سود تقسیم شده و بازده های گذشته) استفاده شد. دوره تحقیق از سال 1996-1953 و در سهام بورس اوراق نیویورک بود. نتایج نشان داد که ILLIQ همان گونه که در تئوری نیز بیان شده است، اثرات معنی­دار و مثبتی بر بازده­های سهام دارد.

9- پاستر و استمبیو (2003) در مطالعه خود به دنبال این بودند که آیا نقدشوندگی کل بازار متغیر مهمی در قیمت گذاری داریی ها است . دوره مطالعه آن ها از سال 1996 تا 1999 بود و جامعه آن ها شامل تمام سهام مورد معامله شده در بورس اوراق بهادار نیویورک، نزدک و بورس اوراق بهادار امریکا بود. عامل ریسک نقدشوندگی پاستور و استمبیو ابعادی از نقدشوندگی را در بر می گرفت که مرتبط با بازده­های معکوس مرتبط با حجم معامله می­شد. این عامل بر این اصل متکی بود که جریان سفارش در زمانی که نقدشوندگی پایین است موجب بازده های معکوس بالاتر می­شود. آن­ها دریافتند که بازده­های مورد انتظار سهام به صورت مقطعی با حساسیت بازده­های سهام به تغییرات در نقدشوندگی مرتبط است. سهامی که بیشتر به نقدشوندگی حساسند حتی بعد از کنترل اثرات عوامل اندازه ، ارزش و بازده های گذشته، بازده های مورد انتظار بالاتری دارند. پاستور و استمبیو به این نتیجه رسیدند که بازده­های مورد انتظار سهام با سطح نقدشوندگی بازار رابطه منفی دارند (پاستر و استمبیو، 2003).

10- آوراموو و چوردیا[[117]](#footnote-117) (2006) این موضوع را مرود بررسی قرار دادند که آیا قدرت پیش بینی اندازه، ارزش دفتری دفتری به ارزش بازار، گردش معاملات و بازده­های گذشته به وسیله مدل­های خاصی که به کار می­برند توضیح داده می­شود؟ دوره مطالعه وی از جولای 1964 تا دسامبر 2001 بود و داده­های مورد نیاز از سهام موجود در بازار بورس نیویورک، بازار بورس اوراق بهادار امریکا و بورس اوراق بهادار نزدک جمع آوری شده بود. نتایج حاصل از تحقیقات نشان داد که وقتی مدل را بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ و نقدشوندگی سهام برآورد می­کنیم، مدل می­تواند اثرات اندازه و ارزش دفتری به ارش بازار را توضیح دهد ولی اثرات حجم معاملات و بازده­های گذشته را نمی­تواند توضیح دهد. بر این اساس مدلی که معیار ریشک نقدشوندگی در آن گنجانده شده، نمی­تواند قدرت پیش­بینی حجم معاملات ( نشان دهنده نقدشوندگی) و بازده­های گذشته( نشان دهنده اثر مومنیتیم) را توضیح دهد (آوراموو و چردیا، 2006).

11- یودین (2009) در مطالعه خود رابطه بین بازده و نقدشوندگی سهام را با استفاده از معیار نسبی که نقدشوندگی سهام فردی را به نقدشوندگی کل بازار مرتبط می­کند مورد بررسی قرار می­دهد. دوره مطالعه وی از ژانويه 1966 تا دسامبر 1995 بود و داده­های مورد نیاز از سهام عادی موجود در بورس اوراق بهادار نیویورک و بورس اوراق بهادار امریکا جمع آوری شده بود. نتایج حاصل از تحقیقات نشان داد که رابطه بین بازده اضافی سهام و سطح معیار نسبی نقدشوندگی منفی است اما این رابطه به صورت غیر خطی است. همچنین نتایج نشان داد که رابطه تغییرپذیری معیار نسبی نقدشوندگی و بازده اضافی سهام منفی است. این نتیجه متفاوت از نتایج چریدا و همکارانش (200، 2001) است. اما این موضوع می تواند به وسیله ماهیت معیار نسبی نقدشوندگی توضیح داده شودچون این معیار هم نقدشوندگی سهام و هم نقدشوندگی بازار را در نظر می­گیرد و اگر سرمایه­گذارن به نوسانات نقدشوندگی توجه نداشته باشند و تنها به متوسط نقدشوندگی نوسانات بازار توجه داشته باشند ممکن است ریسک نقدشوندگی به وسیله نوسانات نقدشوندگی بازار توضیح داده نشود.(یودین ، 2009)

12- نرین و ژنگ (2010) نقش عامل ریسک نقدشوندگی بازار بر روی بازده مقطعی سهام را در مدلی که شامل اندازه، نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار، نرخ گردش معاملات و بازده­های گذشته بود را در دوره زمانی 1993 تا 2003 در بازار سهام چین که یک بازار سفارش محور است مورد بررسی قرار دادند. آن­ها از عامل ریسک نقدشوندگی پاستور و استمبیو استفاده کردند. یافته­های آن­ها نشان می دهد مدل بر مبنای عامل ریسک نقدشوندگی که شامل اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نرخ گردش معاملات و بازده­های­گذشته است اثرات ناهمسانی­های بازار را توضیح می­دهد. با این حال مدل بر مبنای ریسک نقدشوندگی می­تواند اثرات اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نرخ گردش معاملات را توضیح دهد اما نمی تواند اثرات بازده های گذشته را توضیح دهد. ولی زمانی که عامل ریسک نقدشوندگی در مدل جای ندارد مدل می­تواند اثرات همه عامل­ها را هم به صورت مجموع و هم به صورت جداگانه توضیح دهد. در این آزمایش، نتایج در مورد بازده­های گذشته، مشابه نتایج آنتنیو و همکارانش (2007) است. بنابراین این موضوع نشان می دهد عامل ریسک نقدشوندگی علت اصلی نتایج متفاوت در زمانی است که عامل ریسک نقدشوندگی بازار در مدل جای دارد (نرین و ژنگ، 2010).

13- آمیهاد و مندلسون(2006) در تحقیقی به بررسی اثر نقدشوندگی در کاهش هزینه سرمایه پرداختند آنها با بررسی استراتژي شرکت های گوناگون متوجه شدند که سیاست غالب شرکت ها حفظ نقدشوندگی است نه رشد نقدشوندگی.آنها این سیاست را برای شرکتهای با نقدشوندگی بالا مطلوب دانستند ولی به شرکت های دیگر پیشنهاد دادند که از اینترنت ، تحلیلگران مالی و بازارهای معاملاتی بهتروافزايش انتشار اطلاعات داوطلبانه جهت افزایش نقدشوندگی استفاده نمایندچراكه افزايش نقدشوندگي سبب كاهش هزينه سرمايه شده وكاهش هزينه سرمايه منجر به افزايش ارزش سهام مي شود.

14- ماگ در تحقیق تجربی خوددر سال (1998) نشان داد كه ویژگی نقدشوندگی در سهام ،امکان فروش راتسهیل نموده و خرید سهام ، با مشکل کمتری روبرو است در عین حال هزینه نگهداری این نوع سهام، بسیار پائین می باشد.

15- بر اساس یافته­های مودیگیانی[[118]](#footnote-118) و میلر در سال 1958 در مورد عملیات شرکت در بازارهای کامل،سطوح سرمایه­گذاری شرکت با دسترسی به منابع مالی داخلی،نامرتبط است.در مدلهای سرمایه­گذاریمانند مدلهای شتابنده سرمایه­گذاری،نئوکلاسیک و Q نیز پیش­بینی خاصی در زمینه تامین مالی صورت نگرفته است. آنها فرض می­کنند که شرکت می­تواند منابع کافی برای اجرای پروژه­های سرمایه­گذاری را بدست آورد و در حقیقت،در تامین مالی بودجه مورد نیاز برای پروژه­های خود با هیچگونه محدودیتی روبرو نیست. و یا به عبارت دیگر در این ادبیات،منابع داخلی و خارجی جایگزین هم در نظر گرفته می­شوند(ساموئل ،1996).

16- مارشال ويانگ (2003) به رابطه نقدشوندگي و بازده سهام پرداخته‏اند. معيارهاي نقدشوندگي مورد استفاده در اين تحقيق، شكاف بين قيمت پيشنهادي خريدوفروش و نرخ گردش است. آنها در مدل خود از عوامل بازده بازار و اندازه شركت استفاده نموده است. مارشال ويانگ نتيجه گرفت كه تأثيرعامل اندازه شركت بر بازده سهام منفي بوده است.

17- بيكرو استين (2005) مدلي براي توضيح افزايش نقدشوندگي هنگام كاهش شكاف قيمت پيشنهادي خريد و فروش و يا كاهش تأثير قيمت بر مبادلات و يا افزايش نرخ گردش ارائه دادند. نتايج آنها حاكي از آن است كه معيار كلي آنها با بازده سهام همبستگي بالايي دارد.

مارشالويانگ (2006) در مطالعه ای دیگر به بررسي رابطه ميان بازده سهام عادي در بازار استراليا و عواملي، نظير ريسك بتا و اندازه شركت و قيمت پيشنهادي خريد و فروش، نرخ گردش و نسبت عدم نقدشوندگي پرداختند و نتايج نشان داد كه از ميان معيارهاي گوناگون عدم نقدشوندگي، نسبت ارائه شده توسط آميهود مازاد بازده سهام را بهتر توجيه ميكند.

18- مارسل و وكوييروس (2006) عامل ريسك عدم ‏نقدشوندگي در بازار سهام اسپانيا را در فاصله 1994-2002 بررسي نموده‏اند. آنها در اين تحقيق از عوامل كنترلي اندازه و نسبت ارزش دفتري به ارزش بازار به عنوان معيار عدم نقدشوندگي كه توسط آميهود (2002)پيشنهاد شده است، استفاده نموده‏اند. نتيجه اين تحقيق نشان مي‏دهد كه عامل عدم نقدشوندگي به عنوان يكي از اجزاي كليدي قيمت‏گذاري داراييها بايد موردتوجه قرار گيرد.

19- دوسكار (2006) مدلي را براي رفتار نقدشوندگي و نوسان‏پذيري قيمت سهام ارائه داد. در اين مدل، سرمايه گذاران تغييرات اخير قيمت را براي تغييرات يك دارايي با ريسك پيش‏بيني مي‏كنند. بر اساس نتایج این مطالعه هنگامي كه تغييرات آن دارايي بالا باشد، صرف ريسك آن بالاست و بازده جاري آن دارايي پايين مي‌آيد، نرخ بازده داراييهاي بدون ريسك نيز پايين است و بازار با عدم نقدشوندگي روبه رو مي‏شود.

20- لين و همكارانش (2012) در مقاله اي عوامل تبیین کننده عدم تقارن اطلاعاتی را با مدنظر قرار دادن متغیرهای درون شرکتی و عوامل موجود در سطح بازار مورد بررسی قرار دادند. نتایج این مطالعه حاکی از این است که عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معکوسی با حجم معاملات و تعداد معاملات داشته و بصورت مستقیم با ریسک نقدشوندگی شرکت در ارتباط می باشد. با این وجود، نقدشوندگی بازار و ریسک نقدشوندگی بازار رابطه معنی داری با عدم تقارن اطلاعاتی ندارند. بعد از تعدیل اثر عوامل ریسک بازار، اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ، نقدشوندگی شرکت و نقدشوندگی بازار رابطه مستقیمی را با بازدهی اضافی سهام از خود نشان می دهند، این در حالی است که ریسک نقدشوندگی شرکت رابطه معکوسی با بازدهی اضافی سهام دارد. مطابق با یافته های این مطالعه، ریسک نقدشوندگی بازار تأثیر معنی‏داری بر روی بازدهی اضافی سهام ندارد.

**2-9-1 پیشینه پژوهش های داخلی**

1- قائمی و وطن‌پرست (1384) به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که در طی دوره مورد مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه گذاران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر ازدوره‌های پس از اعلان سود می باشد.

همچنین مشخص گردید که عدم تقارن اطلاعاتی بر حجم معاملات و قیمت سهام تأثیرگذاربوده به طوریکه در دوره قبل از اعلان سود، حجم معاملات افزایش یافته و قیمت سهام شرکتها نیز دچار نوسان مي‌شود.

2- احمدپور و رسائیان (1385) عواملی که بر روی تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تاثیر می­گذارند را بررسی کرده­اند. تحقیق آنها از نوع توصیفی\_همبستگی بود. دوره زمانی تحقیق آ­ن­ها از سال 1383-1381 و نمونه تحقیق شامل 156 شرکت بود. روش مورد استفاده در این تحقیق روش پول بود که برای داده­های ترکیبی به کار برده می­شود. این تحقیق به تشریح عوامل موثر بر تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می­پردازد. نتایج تحقیق نشان دهنده رابطه معنی­دار و منفی بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد روز­های انجام معامله، گردش روزانه سهام شرکت، بتای بازار و ارزش شرکت است. همچنین نتایج نشان دهنده رابطه مثبت بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با قیمت سهام، تغییر­پذیری قیمت سهام و بتای بازار است. همچنین نتایج تحقیق موید آن است که افزایش ریسک شرکت­ها سبب افزایش تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام آن­ها می­شود.

3- احمدپور و رسائیان (1388) رابطه بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را با نوسان­های بازده سهام و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار بررسی کردند. تحقیق آنها از نوع توصیفی\_همبستگی بود و برای آزمون فرضیه­ها از رگرسیون چند متغیره(رگرسیون ترکیبی و مقطعی) استفاده کردند. دوره زمانی تحقیق آ­ها از سال 1384-1381 و نمونه تحقیق شامل 156 شرکت بود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه­ها با استفاده از رگرسیون مقطعی و رگرسیون ترکیبی بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نوسان­های بازده سهام است. همچین نتایج حاصل از آزمون فرضیه­ها نشانگر رابطه منفی اما ضعیف بین تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و ارزش بازار بود.

4- فرتوک­زاده و همکارانش (1389) عوامل موثر بر نقدشونگی قرادادهای آتی را در بورس کالا ایران مورد بررسی قرار دادند. تحقیق فرتوک­زاده و همکارانش نوع توصیفی- همبستگی بود. قلمرو زمانی مورد مطالعه آن­ها از آذر ماه 1387 تا آبان ماه 1389 بود. در این پژوهش از معیار تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عمق بازار برای نشان دادن نقدشوندگی استفاده شد. بر اساس نتایج حجم معاملات اثر منفی، نوسان پذیری قیمت اثر مثبت و سطح قیمت­ها اثری بر روی تفاضل قیمت پیشنهادی خرید و فروش نداشت. همچنین حجم معاملات اثر مثبت بر عمق بازار دارد و بر خلاف مطالعات پیشین سطح قیمت ها تاثیر مثبت و نوسان پذیری قیمت بی اثر بر روی عمق بازار بود.

5- امیر رساییان و ساسان مهرانی(1388)به بررسی رابطه بین بازده سالانه سهام و معیارهای نقدشوندگی سهام؛ همچون اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله ها، تعداد دفعات انجام معامله و درصد روزهای انجام معامله در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. از این رو، تعداد 156 شرکت در طی دوره زمانی 1386-1381 مورد بررسی قرار گرفت. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیه ها، رگرسیون داده های ترکیبی می باشد. نتایج آزمون فرضیه ها بیانگر عدم وجود هرگونه رابطه معنا دار بین بازده سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معامله ها و تعداد دفعات انجام معامله در دوره زمانی 1386-1381 می باشد. نتایج، همچنین بیانگر وجود رابطه معنا دار بسیار کم اهمیت بین بازده سالانه سهام و درصد روزهای انجام معامله می باشد.

6- رضازاده و آزاد(1387) در تحقیق خود رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آزمونهای تجربی با استفاده از اطلاعات مربوطبه 81 شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی دوره 1381 تا 1385 حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری میان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و سطح محافظه کاری اعمال شده در صورتهای مالی است. علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان می دهد که تغییر عدم تقارن بین سرمایه گذاران موجب تغییر در سطح محافظه کاری می‌شود. نتایج مزبور بیانگر این است که به دنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، تقاضا برای اعمال محافظه‌کاری در گزارشگری مالی افزایش می‌یابد.

یحیی‏زاده‏ فر و خرمدین (1387) نقش عوامل نقدشوندگي و ريسك عدم نقدشوندگي بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده اند. در تحقيق آن‌ها با توجه به اهميت رابطه بين ريسك و بازده، تأثير ريسك عدم نقدشوندگي و عوامل نقدشوندگي شامل مازاد بازده بازار، اندازه شركت و نسبت ارزش دفتري به ارزش بازار، بر مازاد بازده سهام مورد بررسي قرار گرفته است. در اين تحقيق از الگوي سريز مانيبراييك دوره زماني از فروردين سال 1378تا اسفند سال 1384بطور ماهانه در بورس اوراق بهادار تهران بهره گيري شده كه تمامي شركتهاي موجود در بورس اورق بهادار را كه سهام آنها حداقل 100 روز در طي حداقل 9 ماه در بورس مورد معامله قرار گرفته باشند را شامل مي‏شود. همچنين بمنظور كاهش همبستگي بين اين متغيرها از روش تشكيل پرتفوي استفاده شده است. نتايج اين تحقيق نشان مي‏دهد كه تمامي متغيرهاي مستقل چهارگانه بر متغير وابسته تحقيق تأثير معني‌دار داشته اند. بدين معني كه تأثير عدم نقدشوندگي و اندازه شركت بر مازاد بازده سهام منفي، اما تأثير مازاد بازده بازار و نسبت ارزش دفتري به ارزش بازار بر مازاد بازده سهام مثبت بوده است. سیرانی و همکارانش (1390) تأثير ريسك نقدشوندگي و ساير عوامل مؤثر بر بازده‏ هاي مقطعي در شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. در این تحقيق با توجه به اهميت رابطه ريسك و بازده، تأثير ريسك نقدشوندگي و عوامل مؤثر ريسك، شامل ريسك بازار (ريسك سيستماتيك)، اندازه شركت، نسبت ارزش دفتري به ارزش بازار سهام و همچنين سهام شناور بر بازده ‌هاي مقطعي با توجه به مدل *FARM* بررسي شده است. در راستاي اين هدف، همه شركتهايي كه اطلاعات مورد نيازب را يدورة چهار سالة مورد تحقيق (86-83) در مورد آنها قابل دسترسي بود، انتخاب گرديدند. به منظور آزمون فرضيه‏ها نیز از تكنيك‏هاي آماري رگرسيون ساده و چند متغيره (روش گام به گام) به ره گرفته شد و آزمون معنادار بودن الگوها با استفاده از آماره‏هاي *t* و *F* صورت گرفت. نتايج تحقيق نشان داد كه ريسك بازار، اندازه شركت و سهام شناور رابطه معناداري با بازده دارند، اما رابطه ارزش دفتري به ارزش بازار سهام و ريسك نقدشوندگي با بازده معنادار نيست. همچنين بررسي‏ها نشان مي‏دهند رابطه ريسك سيستماتيك و ريسك نقدشوندگي معنادار است.

7- ستایش و همکارانش (1390) نیز در مقاله خود، تأثير كيفيت افشا بر نقدشوندگي و هزينه سرمايه سهام عادي جاري و آتي شركت‏هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. در اين راستا، تأثير اندازه شركت نيز كنترل شده است. آن ها براي سنجش متغير كيفيت افشا، از امتيازهاي تعلق گرفته به هر شركت كه توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طريق اطلاعيه «كيفيت افشا و اطلاع رساني مناسب» منتشر مي‏شود، استفاده کردند. در این تحقیق براي سنجش نقدشوندگي نيز از معيارهاي نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ريالي مبادلات استفاده گرديد. يافته‏هاي بررسي 105 شركت در دوره زماني 1383 الي 1387 بيانگر آن است كه بين اندازه شركت و نقدشوندگي جاري و آتي آن رابطه مثبت و معناداري وجود دارد، اما رابطه معناداري بين كيفيت افشا و نقدشوندگي جاري و آتي شركت وجود ندارد. افزون بر اين، رابطه منفي و معناداري بين كيفيت افشا و هزينه سرمايه سهام عادي جاري و آتي شركت وجود دارد. با اين وصف، شواهدي دال بر وجود رابطه معنادار بين اندازه شركت و هزينه سرمايه سهام عادي جاري و آتي آن مشاهده نشد.

8- محمد پور زرندی و همکاران(1390)، اقدام به بررسی تاثیر مازاد بازده بازار بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران کردند. آنها این کار را برای 36 شرکت و در دوره زمانی فروردین 1378 تا اسفند 1384و به کمک الگوی سری زمانی انجام دادند. در این تحقیق برای اندازه گیری دقیق تاثیر مازاد بازده بازار از متغیرهای IMV،SMB و HML استفاده شده است. نتایجی که از این تحقیق بدست آمده نشان می دهد که بین مازاد بازده بازار و مازاد بازده سهام رابطه مثبت و معنا داری وجود دارد.

**فهرست منابع**

1. احمدپور، احمد؛رسائیان، امیر . ( 1385). بررسي اختلاف قيمت پيشنهادي خريد و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله علوم انساني و اجتماعي دانشگاه مازندران،20، 38-13.
2. آذر. ع و منصور مؤمنی ،1380،" آمار و کاربرد آن در مدیریت "، انتشارات سمت ، جلد دوم.
3. ايزدینيا، ن؛ رسائيان، الف. (1389). پراكندگي مالكيت و نقدشوندگي سهام. بررسي هاي حسابداري و حسابرسي، 60، 3-22.
4. بهاری مقدم . م، 1385 ،"محرک های مؤثر برمدیریت سود" ، رساله دکتری ، دانشگاه علامه طباطبایی.
5. حسینی، سید علی.(1387). بررسي رابطه بين كيفيت افشا ( قابليت اتکا و به موقع بودن ) و مديريت سود. رساله دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
6. خسرونژاد. ح، 1388،"رابطه نسبت بدهی ها واندازه شرکت با مدیریت سود" ،پایان نامه کارشناسی ارشد ، دانشگاه علامه طباطبایی.
7. سیدی .ع ، 1386، " بررسی رابطه بین مشخصه های هیأت مدیره با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " ، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
8. صلواتي،شاپور؛رسائيان، امير .(1386). بررسي رابطه بين ساختار سرمايه و نقدشوندگي سهام در ايران. نامه اقتصادي مفيد، شماره 63، 163-143.
9. قالیباف اصل. ح و فاطمه رضایی ،1386، "بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره برعملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" ، تحقیقات مالی ، شماره 23
10. ماتسيشي، ريچارد (1378). «درباره سرشت اطلاعات و دانش و تعبير آن در علوم اقتصادي». ترجمه فرهاد پولادي نجف‌آبادي . کتابداري و اطلاع‌‌رساني، فصلنامه کتابخانه مرکزي و مرکز اسناد آستان قدس رضوي . جلد2، ش 4، ص 115.
11. مشایخی . ب و مریم صفری ،1385، " وجه نقد ناشی از عملیات و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " ، بررسی های حسابداری و حسابرسی ، شماره 44
12. مک کنا، سي. جي (1372). اقتصاد عدم اطمينان. ترجمه سعيد مقاري و عبدالرضا فهيمي. تهران: پژوهشکده علوم دفاعي استراتژيک دانشگاه امام حسين (ع).
13. مهرآذین . ع ، 1387، " ارزیابی مدل های مبتنی براقلام تعهدی در کشف مدیریت سود" ، رساله دکتری ، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم وتحقیقات.
14. مهرانی . ک و زهره عارف منش ، 1387، " بررسی هموارسازی سود در شرکت های پذیرفته شده دربورس اوراق بهادار تهران " ، بررسی های حسابداری و حسابرسی ، شماره 51.
15. نوروش . ا و محمدرضا نیک بخت ، 1384، " بررسی مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران" ، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره 43.
16. Aitken, M. And Comerton-Forde, C.(2003). How should liquidity be measured?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11,45-59
17. Akerlof, G (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanisms. Quarterly Journal of Economics.
18. Amihud, Y.(2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, 5,31–56.
19. Amihud,Y., Mendelson, H., Pedersen, L.H.(2005). Liquidity and asset prices. [pdf] America: nowpublishers. *Available at:* [*http://www.gigapedia.com*](http://www.gigapedia.com).
20. Arnold, G.(2005)*. Corporate Financial Management*. 3rd ed. Pearson Education: Harlow
21. Avramov, D., Chordia, T.(2006). Asset pricing models and financial market anomalies. *Review of Financial Studies*, 19,1001–1040.
22. Baltagi, H.(2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 2rd ed, England: John Wiley & Sons.
23. Beber, A., Brandt, M. W., Kavajecz, K. A. (2009). Flight-to-quality or .ight-to-liquidity? Evidence from the Euro-area bond market. *Review of Financial Studies,* vol. 22(3), 925- 957.
24. Beyer,A. &Guttman.I.(2012).Voluntary disclosure, manipulation and real effects.available online at: <http://ssrn.com> /abstract =1647808
25. Bodie, Z., Merton, R. C.(1998). *Finance, Prentice Hall*. Upper Saddle River.
26. Botosan, C.(1997).Disclosure level and the cost of equity capital.The Accounting Review, 72, 323–349..
27. Brealey, R. A., Myers, S. C. , Allen, F.(2006). *Corporate Finance*. 8rd ed. McGraw-Hill/Irwin: Boston et al.
28. Brito J. A., John K. (2002). *Leverage and growth opportunities: risk avoidance induced by risky debt.* working paper University of New York, Salomon Centre (Stern School of Business).
29. Brockman, P., Chung, D.Y. (2002). Commonality in Liquidity: Evidence from an Order-Driven Market Structure. *Journal of Financial Research*, 25, 521-539.
30. Brown, R. (2002). *Invetement Analysis and portfolio management*. Harcoart college.
31. Brown, S. &Hillegeist, S.(2007).How disclosure quality affects the level of information asymmetry.Review of Accounting Studies,12, 343–366.
32. Butler, A. W., Grullon, G., Weston, J. P. (2005). Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 331-348.
33. Chang, Y.Y., Faff, R., Hwang C-Y .(2010) .Liquidity and Stock Returns in Japan: New evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18 (2010) 90–11.
34. Datar, V.T., Naik, N.Y., Radcliffe, R.(1998). Liquidity and stock returns: An alternative test. *Journal of Financial Markets*, 1,205– 219. Damodaran, A., (none). Investment valuation. 4rd ed. Available at: <http://www.gigapedia.com>.
35. Degryse, H., De Jong, A. (2001). *Investment spending in the Netherlands: Asymmetric information or managerial discretion?.* working paper Erasmus University Rotterdam.
36. Diamond, D. &Verrecchia, R. (1991).Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. Journal of Finance,46-54, 1325-1359.
37. Erickson, T., Whited,T M. (2000). Measurement Error and the Relationship between Investment and q. *Journal of Political Economy, University of Chicago Press,* vol. 108 (5) , 1027-1057
38. Fabozzi, M. (2003). *The theory and practice of investment management*. prentice Hall.
39. Fang V.W., Noe Thomas., Sheri, T.(2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94 150–169.
40. Francis, J., Nanda, D. & Olsson, P.(2008).
41. Garbade, K. D.(1982). *Security Markets*. McGraw-Hill: New York
42. Harris, L. (2003). *Trading and exchanges: market microstructure for practitioners*. Oxford University Press: New York et al.
43. Healy, P. &Palepu, K. ( 2001).Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: AReview of Empirical Disclosure Literature. Journal of Accounting and Economics, 31, 485-520.
44. Hopkins, P. (1996). The effect of financial statement classification of hybrid financial instruments on financial analysts’ stock price judgements. Journal of Accounting Research, 34, 33–50.
45. Houston, J., James, C. (2001). Bank information monopolies and the choice between public and private debt claims. *Journal of Finance*, 51:1863–89.
46. Hovakimian, A G., Hovakimian, G. (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment. *European Financial Management*, 15 (1): 47-65.
47. Huang, R.(2008). The effect of monetary tightening on local banks. *Working Papers 08-20, Federal Reserve Bank of Philadelphia*.
48. Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take- overs. *American Economic Review*, 76, 323-329.
49. Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
50. Leuz, C. &Wysocki, P.(2008).Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research.Working Paper, available online at http:ssrn.com
51. Lipson, M. L., Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets,* Vol. 12, 611-644.
52. Liu, W.(2006). A liquidity-augmented capital asset pricing model. *Journal of Financial Economics,* 82,631–671.
53. Modigliani, F,. Miller, M H. (1985). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, VO1.XLVIII, No.3, (June 1958),261-297.
54. Morawski, J. (2008). Investment decisions on illiquid assets: A Search Theoretical Approach to Real Estate Liquidity. [pdf] Germany: Gabler | GWV Fachverlage GmbH. *Available at:* [*http://www.gigapedia.com*](http://www.gigapedia.com)*.*
55. Moyer, C. R., McGuigan, J. R., Kretlow, W. J.(1998). *Contemporary financial management.* 7rd ed. South-Western College Publishing: Cincinnati.
56. Muñoz, F. (2013). Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America. *Journal of Empirical Finance*, 20, 18-29.
57. Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 146-175.
58. Naes, R., Skjeltorp, JA,. Qdegaard, BA.( 2011). Stock market liquidity and the business cycle. *Journal of Finance*, 66:139-176.
59. Narayan, P., Zheng, X. (2010). Market liquidity risk factor and financial market anomalies:Evidence from the Chinese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18,509–520.
60. Nguyen, D., Mishra, S., Prakash, A. J.(2005). *On compensation for illiquidity in asset pricing: An empirical evaluation using threefactor model and three-moment CAPM*. Working Paper, Florida International University.
61. Pastor, L., Stambaugh, R.(2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111, 642–685.
62. Pawlina, G., Renneboog, L.D.R. (2005). *Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by the Agency Costs or Asymmetric Information?.* Evidence from the UK.
63. Reilly, F. K., Brown, K. C. (1997). *Investment Analysis and Portfolio Management*. 5rd ed. The Dryden Press: Fort Worth et al.
64. Rocca, M L., Rocca, T. L., Gerace, D.(2008). A survey of the relation between capital structure and corporate strategy. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 2(2), 2008.
65. Roudier, F.(2007). *Portfolio optimization and genetic algorithms, Master’s thesis, Department of Management.* Technology and Economics, Swiss Federal Institute of Technology (ETM), Zurich.
66. Schipper K. (1989). Commentary on earnings managemen*t. Accounting Horizons*, 3, 92.
67. Schipper, K., Vincent, L. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons*, 17, 97-110.
68. Schwartz, R., and Francioni, R.(2004). Equity Markets in Action: The Fundamentals of Liquidity, Market Structure & Trading. [pdf] Canada: John Wiley & Sons. *Available at:* [*http://www.gigapedia.com*](http://www.gigapedia.com).
69. Sharpe, W. F., Alexander, G. J.(1990). *Investments*. 4rd ed. Prentice-Hall: Englewood Cliffs
70. Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics,* 26, 3-27.
71. u, G.(2006). Accounting Quality and Firm-level Capital Investment. *The Accounting Review*, vol 81.
72. Uddin, M. (2009). Reexamination of stock liquidity risk with a relative measure. *Studies in Economics and Finance*, 26,24-35.
73. Wankhade, L. &Dabade, B. (2006). Analysis of quality uncertainty due to information asymmetry. International Journal of Quality & Reliability Management. Vol. 32(2): 230 – 241.
74. Welton, D. (2005). Web Hosting: A Market for Lemons. Available at: <http://www.dedasys.com /articles/webhosting-market-lemons.html>
75. Wet, W. (2004). Role of Asymmetric Information on Investments for Merging Markets. Economic Modeling. Vol. 21: 621 – 630.

1. . Portfolio [↑](#footnote-ref-1)
2. . Schwartz And Francioni [↑](#footnote-ref-2)
3. . Asset Liquidity [↑](#footnote-ref-3)
4. . Market Liquidity [↑](#footnote-ref-4)
5. . Morawski [↑](#footnote-ref-5)
6. . Explicit And Implicit Costs [↑](#footnote-ref-6)
7. . Brokerage Commissions [↑](#footnote-ref-7)
8. . Government Taxes [↑](#footnote-ref-8)
9. . Bid–Ask Spreads [↑](#footnote-ref-9)
10. . Aitken And Comerton-Forde [↑](#footnote-ref-10)
11. . Morawski [↑](#footnote-ref-11)
12. . Day-To-Day Trading [↑](#footnote-ref-12)
13. . Morawski [↑](#footnote-ref-13)
14. . Reilly And Brown [↑](#footnote-ref-14)
15. . Bodie And Merton [↑](#footnote-ref-15)
16. . Arnold [↑](#footnote-ref-16)
17. . Schwartz And Francioni [↑](#footnote-ref-17)
18. . Brealey Et Al. [↑](#footnote-ref-18)
19. . Begg Et Al. [↑](#footnote-ref-19)
20. . Sharpe And Alexander [↑](#footnote-ref-20)
21. . Harris [↑](#footnote-ref-21)
22. . Moyer Et Al. [↑](#footnote-ref-22)
23. . Hiks [↑](#footnote-ref-23)
24. . Miller [↑](#footnote-ref-24)
25. 8. Illiquid Asset .3. [↑](#footnote-ref-25)
26. . Market Breadth [↑](#footnote-ref-26)
27. . Garbade [↑](#footnote-ref-27)
28. . Fernandez [↑](#footnote-ref-28)
29. . Bid-Ask Spread [↑](#footnote-ref-29)
30. . Market Depth [↑](#footnote-ref-30)
31. . Market Resiliency [↑](#footnote-ref-31)
32. . Corporate Liquidity [↑](#footnote-ref-32)
33. . Standard Asset Pricing [↑](#footnote-ref-33)
34. . Frictionless [↑](#footnote-ref-34)
35. . Agents [↑](#footnote-ref-35)
36. . Amihud Et Al. [↑](#footnote-ref-36)
37. . Cash Flow [↑](#footnote-ref-37)
38. . Alternative Liquidity Measures [↑](#footnote-ref-38)
39. . Trade-Based Measures [↑](#footnote-ref-39)
40. . Order-Based Measures [↑](#footnote-ref-40)
41. . Trading Value [↑](#footnote-ref-41)
42. . Trading Volume [↑](#footnote-ref-42)
43. . Number Of Trades (Frequency) [↑](#footnote-ref-43)
44. . Turnover Ratio [↑](#footnote-ref-44)
45. . Noisy [↑](#footnote-ref-45)
46. . Datar Et Al [↑](#footnote-ref-46)
47. . ExogenousTrading Costs [↑](#footnote-ref-47)
48. . Private Information [↑](#footnote-ref-48)
49. . Inventory Risk [↑](#footnote-ref-49)
50. . Search Problems [↑](#footnote-ref-50)
51. . Brokerage Fees [↑](#footnote-ref-51)
52. . Order-Processing Costs [↑](#footnote-ref-52)
53. . Transaction Taxes [↑](#footnote-ref-53)
54. . Agents [↑](#footnote-ref-54)
55. . Order-DrivenMarkets [↑](#footnote-ref-55)
56. . Quote-Driven Markets [↑](#footnote-ref-56)
57. . Brockman And Chung [↑](#footnote-ref-57)
58. . Market Frictions [↑](#footnote-ref-58)
59. . Price Impact [↑](#footnote-ref-59)
60. . Market Makers [↑](#footnote-ref-60)
61. Healy & Wallen [↑](#footnote-ref-61)
62. Decho et al [↑](#footnote-ref-62)
63. Wield [↑](#footnote-ref-63)
64. Furnell [↑](#footnote-ref-64)
65. Clog [↑](#footnote-ref-65)
66. . Skipper [↑](#footnote-ref-66)
67. Coss [↑](#footnote-ref-67)
68. . Healy [↑](#footnote-ref-68)
69. . Information asymmetry [↑](#footnote-ref-69)
70. . Fixed Based [↑](#footnote-ref-70)
71. . Healy [↑](#footnote-ref-71)
72. 1. Sloan [↑](#footnote-ref-72)
73. . Debt-Contracting [↑](#footnote-ref-73)
74. . Defond [↑](#footnote-ref-74)
75. . Park [↑](#footnote-ref-75)
76. . Hughes [↑](#footnote-ref-76)
77. . Dontoh [↑](#footnote-ref-77)
78. . Clarkson [↑](#footnote-ref-78)
79. . Richardson [↑](#footnote-ref-79)
80. 7. sefcik [↑](#footnote-ref-80)
81. . fidiciary Officers [↑](#footnote-ref-81)
82. . Working discretionary accruals [↑](#footnote-ref-82)
83. . Margin model [↑](#footnote-ref-83)
84. . Geaver et al [↑](#footnote-ref-84)
85. . Geadry et al [↑](#footnote-ref-85)
86. . Sweanie [↑](#footnote-ref-86)
87. . Friedman [↑](#footnote-ref-87)
88. . Titman & Trueman [↑](#footnote-ref-88)
89. . Theo & Carren [↑](#footnote-ref-89)
90. . Burnes [↑](#footnote-ref-90)
91. . De Angelo et al [↑](#footnote-ref-91)
92. . Matoxi [↑](#footnote-ref-92)
93. . Iliefs et al [↑](#footnote-ref-93)
94. . Slowan [↑](#footnote-ref-94)
95. . Discrtionary ( Unexpected or Abnormal) [↑](#footnote-ref-95)
96. . Undiscrtionary ( Expected or Normal) [↑](#footnote-ref-96)
97. . Healy [↑](#footnote-ref-97)
98. . De Angelo [↑](#footnote-ref-98)
99. . Random walk [↑](#footnote-ref-99)
100. . Kaolan [↑](#footnote-ref-100)
101. . Jones [↑](#footnote-ref-101)
102. . Morse [↑](#footnote-ref-102)
103. . Beatense & Dalan [↑](#footnote-ref-103)
104. . Routen & sadan [↑](#footnote-ref-104)
105. . Ikle [↑](#footnote-ref-105)
106. . Mc Nichols & Wilson [↑](#footnote-ref-106)
107. . Beaver & Angel [↑](#footnote-ref-107)
108. . Benish [↑](#footnote-ref-108)
109. . Burg Stoler & Decho [↑](#footnote-ref-109)
110. . Mears & Skeaze [↑](#footnote-ref-110)
111. . uñoz [↑](#footnote-ref-111)
112. . Brennan Et Al [↑](#footnote-ref-112)
113. . Datar Et Al. [↑](#footnote-ref-113)
114. . Hu [↑](#footnote-ref-114)
115. . Rouwenhorst [↑](#footnote-ref-115)
116. . NguyenEt Al. [↑](#footnote-ref-116)
117. . Avramov And Chordia [↑](#footnote-ref-117)
118. . Modigliani [↑](#footnote-ref-118)