

Research Paper

The Impact of Investment Anomalies on Earnings Response Coefficient and Earnings Volatility: The Role of Deviation from Optimal Cash Holdings

Reza Haghdoust

MA in Accounting, Department of Accounting, Semnan University, Semnan, Iran.
r.haghdoust@semnan.ac.ir

Seyed Kazem Ebrahimi*

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran.
kebrahimi@semnan.ac.ir

Mohammad Amri-Asrami

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran.
m.amriasrami@semnan.ac.ir

Abstract

Investment anomaly refers to a situation in which companies deviate from the optimal level of investment. Balancing available cash with cash requirements is considered the most critical factor for the financial health of any business entity. This study examines the impact of investment anomalies on earnings volatility and the earnings response coefficient, with an emphasis on the role of deviation from optimal cash holdings. Using data from 175 companies listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2012-2022, analyzed through a fixed-effects panel data model, the results indicate that investment anomalies have a positive and significant effect on earnings volatility and a negative and significant effect on the earnings response coefficient. Deviation from optimal cash holdings does not significantly alter the effect of investment anomalies on earnings volatility. However, deviation from optimal cash levels significantly strengthens the impact of investment anomalies on the earnings response coefficient. Thus, as investment anomalies increase, earnings may rise, but the earnings response coefficient weakens. Holding more (or less) than the optimal cash amount enhances the effect of investment anomalies on the earnings response coefficient. This issue is crucial because investment anomalies can lead to unpredictable fluctuations in earnings and impact the earnings response coefficient. Practically, the findings of this research can improve financial and investment decision-making and optimize cash management, while from a knowledge perspective, it advances our understanding of the impact of inefficient investments on financial stability and profitability.

Keywords: Investment Anomaly, Earnings Volatility, Earnings Response Coefficient, Deviation from Optimal Cash Holdings.

Introduction: Investment anomalies, which refer to deviations from a firm's optimal investment behavior, are increasingly viewed as signals of inefficiency in capital allocation. These anomalies often arise due to behavioral biases, managerial overconfidence, or mispricing in financial markets. In parallel, firms' cash holding strategies play a crucial role in their financial health. Maintaining the right balance between liquidity and investment opportunities is particularly critical in emerging economies, where capital constraints and market inefficiencies are more pronounced. This study investigates the dual influence of investment anomalies on earnings volatility and the earnings response coefficient (ERC): with special attention to the moderating role of deviation from optimal cash holdings. The research contributes to understanding how suboptimal financial decisions can compromise both the stability and informativeness of corporate earnings.

* Corresponding author

Haghdoust, R., Ebrahimi, S.K., Amri-Asrami, M. (2024). The Impact of Investment Anomalies on Earnings Response Coefficient and Earnings Volatility: The Role of Deviation from Optimal Cash Holdings. *Quarterly Financial Accounting*, 16(62): 35-53.

Method and Data: The research adopts a descriptive-correlational approach. The empirical analysis is based on panel data gathered from 175 firms listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2012 to 2022. To ensure robustness, the study applies diagnostic tests such as heteroscedasticity, Chow, Hausman, and Breusch-Pagan tests. Hypotheses are tested using multivariate regression models with fixed effects, enabling control for unobserved heterogeneity across firms.

Findings: Empirical results confirm that investment anomalies have a statistically significant positive effect on earnings volatility, suggesting that firms engaging in abnormal investment activities face greater uncertainty in their financial outcomes. Simultaneously, investment anomalies negatively affect the earnings response coefficient, indicating that the market perceives earnings from such firms as less credible or less informative. While deviations from optimal cash holdings do not meaningfully affect the investment anomalies–earnings volatility link, they do significantly exacerbate the negative impact on ERC. Specifically, both cash deficits and surpluses intensify the market’s skepticism toward earnings signals in the presence of investment inefficiencies. These results imply that firms not only need to invest efficiently but must also manage liquidity prudently to preserve earnings quality and investor trust.

Conclusion and discussion: This study provides evidence that investment anomalies undermine the reliability of earnings as a signal to investors, particularly when cash holdings deviate from optimal levels. Firms with poor investment discipline and suboptimal liquidity policies are more likely to experience volatile earnings and reduced investor responsiveness to their financial disclosures. These findings are particularly relevant for financial managers in emerging markets, where access to capital is constrained and market reactions are often driven by limited or distorted information. The results also have implications for policymakers and regulatory bodies, emphasizing the importance of promoting transparency, efficient investment practices, and prudent liquidity management in capital markets. In advancing both theory and practice, this research underscores the intertwined roles of capital allocation and cash policy in shaping financial stability and capital market efficiency.

مقاله پژوهشی

تأثیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود و تغییرپذیری سود: نقش انحراف از وجه نقد بهینه

رضا حق‌دوست

دانش آموخته کارشناسی ارشد، حسابداری، دانشگاه سمنان، سمنان.

r.haghdoust@semnan.ac.ir

سید کاظم ابراهیمی *

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

kebrahimi@semnan.ac.ir

محمد امری اسرمی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران.

m.amriasrami@semnan.ac.ir

چکیده:

ناهنجاری سرمایه‌گذاری به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن شرکت‌ها از سطح بهینه سرمایه‌گذاری منحرف می‌شوند. ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهمترین عامل سلامت هر واحد تجاری به شمار می‌رود. این پژوهش تأثیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود و ضریب واکنش سود را با تأکید بر نقش انحراف از وجه نقد بهینه بررسی می‌کند. از اطلاعات ۱۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ با الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج نشان داد ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود تأثیر مثبت و معنادار، و بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی و معنادار دارد. انحراف از وجه نقد بهینه اثر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود را به‌طور معنادار تغییر نمی‌دهد، اما انحراف از وجه نقد بهینه اثر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود را تقویت می‌کند؛ بنابراین با افزایش ناهنجاری سرمایه‌گذاری، سود افزایش و ضریب واکنش سود ضعیف‌تر می‌شود. نگهداری بیشتر (یا کمتر) از مبلغ بهینه وجه نقد اثر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود را تقویت می‌کند. این موضوع از آن جهت اهمیت دارد که ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند منجر به تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در سود شوند و ضریب واکنش سود را تحت تأثیر قرار دهند. از نظر کاربرد نتایج این تحقیق می‌تواند در بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری و همچنین مدیریت بهینه وجه نقد به کار گرفته شود و از نظر دانش افزایی، دانش ما را در خصوص تأثیر سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد بر ثبات مالی و سودآوری افزایش دهد.

واژه‌های کلیدی: ناهنجاری سرمایه‌گذاری، تغییرپذیری سود، ضریب واکنش سود، انحراف از وجه نقد بهینه.

* نویسنده مسئول

حق‌دوست، رضا، ابراهیمی، سید کاظم، امری اسرمی، محمد. (۱۴۰۳). تأثیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود و تغییرپذیری سود: نقش انحراف از وجه نقد بهینه. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۵(۶۲): ۵۳-۳۵.

مقدمه

در دهه‌های اخیر، ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری و مالی به یکی از موضوعات کلیدی مطالعات مالی تبدیل شده‌اند. این ناهنجاری‌ها زمانی رخ می‌دهند که رفتارهای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها منجر به بازدهی غیرمنتظره‌ای شود که مدل‌های مرسوم مانند CAPM و فاما - فرنچ قادر به توضیح آن نیستند (کوه و ناوالکها^۱، ۲۰۲۰). بررسی‌ها نشان داده است که افزایش سطح سرمایه‌گذاری معمولاً با کاهش بازده سهام همراه است، زیرا بازار ممکن است رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نادرست ارزیابی کند (سولیوان و ژانگ^۲، ۲۰۱۱). طبق اهداف گزارشگری مالی سیستم حسابداری می‌بایست اطلاعات مفید را در خصوص پیش‌بینی ریسک و بازده سهام مخابره کند در صورتی که اطلاعات حسابداری قادر به پیش‌بینی دقیق ریسک و بازده نباشد و نسبت به مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها دقت و کارایی کمتری داشته باشد به این پدیده عدم توانایی اطلاعات و اقلام حسابداری در پیش‌بینی بازده و ریسک سهام را ناهنجاری حسابداری گویند (خردیار، قهرمانی صغیر و براری نوکاشتی، ۱۴۰۳). ناهنجاری سرمایه‌گذاری یک ناهنجاری برپایه رشد خالص در دارایی‌های عملیاتی می‌باشد. در ادبیات پژوهش خالص دارایی‌های عملیاتی به دو بخش کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شود. بخش کوتاه‌مدت، به‌غیر از وجه نقد، اقلام تعهدی است. بنابراین اقلام تعهدی نشان دهنده افزایش در سهم خالص دارایی‌های عملیاتی است و در نتیجه ناهنجاری اقلام تعهدی، نمونه‌ای از ناهنجاری سرمایه‌گذاری است. به این معنا که شرکت در سال‌های اولیه رشد خود، خالص دارایی‌های عملیاتی کوتاه‌مدت (اقلام تعهدی) را افزایش می‌دهد، ولی در سال‌های اول به سوددهی بلند مدت مطلوب دسترسی نخواهد داشت. این در حالی است که سرمایه‌گذاران انتظار غیرعقلانی از بازده بالا در سال‌های اولیه رشد شرکت و به دلیل اقلام تعهدی بالا دارند، این امر سبب ناهنجاری اقلام تعهدی خواهد شد. (فیرفلید، ویزنانت و یون^۳، ۲۰۰۳).

ناهنجاری سرمایه‌گذاری می‌تواند تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل درونی و بیرونی شکل بگیرد. عوامل درونی، عمدتاً شامل نقص‌ها و ناکارآمدی‌های سیستم اطلاعاتی و حسابداری در شرکت‌هاست که سبب می‌شود اطلاعات مالی، به صورت نادرست یا گمراه‌کننده در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد. این امر ممکن است ناشی از کیفیت پایین گزارشگری مالی، عدم شفافیت و تأخیر در انتشار اطلاعات باشد و منجر به تصمیم‌گیری نادرست و بیش یا کم سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف شود (چن، هوپ، لی و وانگ^۴، ۲۰۱۱؛ ریچاردسون^۵، ۲۰۰۶). در این راستا، ضعف سیستم اطلاعاتی حسابداری، به خصوص در کشورهای در حال توسعه، می‌تواند زمینه‌ساز ایجاد ناهنجاری‌های حسابداری و مالی شده و به شدت بر اعتماد سرمایه‌گذاران تأثیر منفی بگذارد (بوشمن و اسمیت^۶، ۲۰۰۱). از طرف دیگر، عوامل بیرونی شامل سیاست‌های اقتصادی و مالی نهادهای حاکمیتی، وضعیت اقتصادی کلان و میزان ثبات یا بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری‌ها است. بی‌ثباتی و عدم پیش‌بینی‌پذیری در سیاست‌های اقتصادی دولت، تغییرات ناگهانی در قوانین مالیاتی، مقررات بانکی، نرخ بهره و سایر شاخص‌های اقتصادی می‌تواند ریسک و نااطمینانی بازار را افزایش داده و موجب بروز ناهنجاری سرمایه‌گذاری گردد (جولیو و یوک^۷، ۲۰۱۲). به عنوان نمونه، پژوهش‌ها نشان داده‌اند که بی‌ثباتی در سیاست‌های اقتصادی و مالی دولت‌ها، منجر به افزایش هزینه تأمین مالی و کاهش کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود و به‌طور مستقیم بر ناهنجاری سرمایه‌گذاری و بازده غیرعادی سهام تأثیر می‌گذارد (گولن و لان^۸، ۲۰۱۶). بنابراین درک هم‌زمان این عوامل درونی و بیرونی به مدیران، سرمایه‌گذاران و نهادهای سیاست‌گذار کمک می‌کند تا ضمن شناسایی به‌موقع دلایل ایجاد ناهنجاری‌ها، استراتژی‌های مؤثری برای کاهش یا مدیریت پیامدهای آن طراحی و اجرا نمایند.

¹ Koh & Nawalkha

² Sullivan & Zhang

³ Fairfield, Whisnant & Yoon

⁴ Chen, Hope, Li & Wang

⁵ Richardson

⁶ Bushman & Smith

⁷ Julio & Yook

⁸ Gulen & Ion

نگهداشت وجه نقد به دارایی‌های نقدی و معادل‌های آن با سررسید کوتاه‌مدت اشاره دارد که به دلیل اطمینان از انجام تعهدات روزانه، سرمایه‌گذاری‌های احتمالی و مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها نگهداری می‌شود. در برخی موارد، نگهداری وجه نقد برای جلوگیری از مشکلات نقدینگی و به عنوان نوعی سپرده احتیاطی در برابر شرایط نامطمئن آینده استفاده می‌شود (یلماز و سیمار^۱، ۲۰۲۴). در شرکت‌ها، نگهداری وجه نقد برای مدیریت جریان نقدی و عملیات تأمین مالی ضروری است (میرزایی، محمدی و منصورفر، ۱۴۰۲). اینکه چه مقدار از وجوه نقد را باید در شرکت نگهداری کرد موضوعی می‌باشد که بر بازده آتی شرکت تأثیر مستقیمی خواهد گذاشت. شناخت عوامل موثر بر سطح نقدینگی، به مدیران این امکان را می‌دهد که کنترل‌های لازم برای حفظ مانده نقدینگی را انجام داده و به سطح نقدینگی بهینه خود برسند و بازده آتی شرکت را بهتر کنند (اولر و پیکونی^۲، ۲۰۱۴). نگهداری دارایی‌های نقدی، هزینه‌های خود را دارد. نگهداشتن وجوه اضافی از میزان سطح بهینه، توسط شرکت، می‌تواند باعث ایجاد تضاد نمایندگی در میان مدیران و سهام‌داران شود که می‌تواند قدرت مدیران را افزایش داده و سبب آسیب دیدن منافع سهام‌داران شود. همچنین نگهداشتن وجه نقد بیش از میزان سطح بهینه به‌خاطر وجود بازده پایین دارایی‌های نقدی برای شرکت، می‌تواند هزینه فرصت برای شرکت ایجاد کرده و بر عملکرد آتی شرکت تأثیر بگذارد (جنسن^۳، ۱۹۸۶). از سوی دیگر عدم نگهداشت وجه نقد کافی برای شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی مواجه‌اند، ممکن است سبب از دست‌دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی شود و بر بازده و عملکرد آتی شرکت تأثیر منفی بگذارد (کینز^۴، ۱۹۳۶) در نتیجه، شرکت‌ها دارای یک سطح بهینه از میزان نگهداشت وجه نقد هستند که نگهداشت کمتر یا بیشتر از این سطح بر عملکرد آتی شرکت تأثیرگذار است (ناظمی اردکانی و حسین‌آبادی، ۱۳۹۵).

از طرفی اهداف‌های گزارشگری مالی و مبانی حسابداری ایجاب می‌کنند، اطلاعاتی که گزارشگری مالی فراهم می‌آورد از ویژگی‌های معینی برخوردار باشد. در مفاهیم گزارشگری مالی ایران از این ویژگی‌ها به‌عنوان خصوصیات کیفی یاد می‌شود (بوژمهرانی، کامیابی و ملکیان، ۱۳۹۹). یکی از خصوصیات که باعث می‌گردد، اطلاعات برای تصمیم‌گیری‌ها مفید واقع شود، ارائه اطلاعات قابل‌اتکا است که عاری از اشتباهات و تمایلات جانبدارانه باشد (رضائیان جویباری، گرگانی دوجی، اشرفی و خامکی، ۱۴۰۲). صورت‌های مالی باید به‌طور منصفانه عملکرد و وضعیت اقتصادی شرکت را نشان دهد. اطلاعات مالی باید دارای ویژگی‌های کیفی باشد، بنابراین تناسب سود برای سودمندی آن در تصمیم‌گیری ضروری است (صالحی، مرادی، جانباز و صادقی لویه، ۱۴۰۱). این اطلاعات منجر به واکنش متفاوت سرمایه‌گذاران به سود اعلام شده و در نتیجه آن موجب واکنش بازار می‌شود، ضریب سود در رگرسیون بازده و سود، با عنوان «ضریب واکنش سود» یاد می‌شود. این ضریب واکنش بیانگر آن است که تغییرات سود تا چه حد بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. واکنش‌های بازار به تغییرات سود و یا سود غیرمنتظره متفاوت است (فضل‌زاده، احمدیان و نقدی، ۱۴۰۱). این ضریب به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا میزان واکنش احتمالی قیمت سهام به اطلاعات سود شرکت را ارزیابی کنند (آیفا و ناتیفاه^۵، ۲۰۲۴). از طرفی مهم‌ترین عامل مؤثر بر واکنش مدیران، سود است، زیرا مدیران سود را دست‌کاری می‌کنند، متعاقباً تصمیمات سرمایه‌گذاران و واکنش آنها به سود اعلام شده بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد، در نتیجه مدیران به‌طور غیرمستقیم بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارند (کردستانی و عبدلی، ۱۴۰۱). در واقع دردنیای سرمایه‌گذاری امروز فرایند تصمیم‌گیری یکی از مهم‌ترین بخش‌های سرمایه‌گذاری است که طی آن سرمایه‌گذاری در جهت حداکثرکردن منافع و ثروت خود نیازمند بهینه‌ترین تصمیم‌هاست (رامینه، ۱۴۰۳).

از سوی دیگر تغییرپذیری سود با شاخص‌های ریسک بازار مثل بتا (ریسک نظام‌مند شرکت) و انحراف معیار بازده در ارتباط است. تغییرات زیاد در سود می‌تواند باعث ارزیابی ریسک بالا گردیده و باعث پایین آمدن قیمت سهام و بالاتر رفتن نرخ استقراض توسط شرکت شود. از طرفی، تغییرات کم در سود می‌تواند باعث ارزیابی ریسک پایین و در نهایت منجر به افزایش

¹ Yilmaz & Samour

² Oler & Picconi

³ Jensen

⁴ Keynes

⁵ Aiffa & Nadhifah

قیمت سهام و کاهش نرخ استقراض توسط شرکت شود (پیرایش و چغاله، ۱۳۹۳). همچنین می‌توان گفت، رعایت استانداردهای حسابداری به‌تنهایی کیفیت صورت‌های مالی و اقلام موجود در آنها را تضمین نمی‌کند (الحسینی^۱، ۲۰۲۴).

این پژوهش با بررسی هم‌زمان تأثیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود و تغییرپذیری سود و همچنین نقش تعدیل‌گری انحراف از وجه نقد بهینه رویکردی جدید ارائه می‌دهد. برخلاف مطالعاتی که مدیریت وجه نقد را صرفاً به‌عنوان یک متغیر مستقل در نظر گرفته‌اند، این تحقیق نشان می‌دهد که چگونه سطح نقدینگی شرکت‌ها می‌تواند شدت و جهت تأثیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری را تغییر دهد. از دیگر جنبه‌های نوآورانه پژوهش، تمرکز بر بازار نوظهور ایران و ارائه شواهد بومی از رفتار سرمایه‌گذاران در این محیط است. یافته‌های تحقیق علاوه بر توسعه مبانی نظری، می‌تواند در بهینه‌سازی تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت نقدینگی توسط مدیران مالی و سیاست‌گذاران مؤثر باشند.

ساختار این مقاله در ادامه به این صورت می‌باشد که در بخش دوم مبانی نظری و مرور پیشینه پژوهش و بسط فرضیه‌ها ارائه خواهد شد. سپس، در بخش سوم، روش‌شناسی پژوهش شامل نمونه آماری و مدل‌های پژوهش بیان خواهد شد. در بخش بعدی آماره‌های توصیفی، یافته‌های پژوهش و نتایج آزمون‌های اضافی تشریح می‌شوند و در پایان نیز بخش نتیجه‌گیری ارائه خواهد گردید.

مبانی نظری، پیشینه پژوهش و بسط فرضیه‌ها

ناهنجاری سرمایه‌گذاری، ضریب واکنش سود و تغییرپذیری سود

یکی از اصلی‌ترین اهداف همه کشورها، توسعه بازارهای سرمایه است. شناخت و استفاده از عوامل افزایش کارایی این بازارها، گام بسیار مهمی در توسعه و گسترش این بازارها و افزایش رونق اقتصادی است. هرچه بازارهای سرمایه کارآمدتر باشند و سرمایه‌گذاران بتوانند ارزش منصفانه را تعیین کنند، سرمایه بیشتری به این بازارها جذب خواهد شد. سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به کاهش ریسک و کسب سود بیشتر از سرمایه‌گذاری خود هستند. در سال‌های اخیر، پژوهشگران تلاش کرده‌اند عواملی را که قادر به ایجاد تغییرات بزرگ در بازده سهام هستند، شناسایی کنند. هدف شناسایی عامل‌هایی می‌باشد که میانگین بازده سهام را برای هر دوره زمانی پیش‌بینی کند و نوسانات میانگین بازده سهام را در طول زمان توضیح دهد. از جمله عواملی که نوسانات هم‌زمان (همگام و منظم) در بازده سهام گروهی از شرکت‌ها را توضیح می‌دهد، متغیرهایی مانند بازار، اندازه یا ارزش دفتری به ارزش بازار است. پس از انتشار مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای CAPM در خصوص ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها، پژوهشگرانی نظیر بال^۲ (۱۹۸۷)؛ بانز^۳ (۱۹۸۰)؛ اسلون^۴ (۱۹۹۶) و رزنبرگ^۵ (۱۹۸۵) در پژوهش‌های خودشان به رابطه میان متغیرهایی مثل اندازه شرکت، نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اقلام تعهدی با بازده سهام پی بردند. این چنین مواردی در ادبیات معاصر تحت ناهنجاری‌های بازار مورد بررسی قرار گرفته‌اند ناهنجاری‌های بازار نشان از ناکارآمد بودن بازار ویا نارسایی در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها می‌باشد (زاج^۶، ۲۰۰۳). مطالعات نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که سطوح بالایی از سرمایه‌گذاری را انجام می‌دهند، اغلب با نوسانات بیشتر در سودآوری مواجه می‌شوند. دلیل اصلی این مسئله به ریسک‌های مربوط به سرمایه‌گذاری‌های جدید بازمی‌گردد که بازار و سرمایه‌گذاران ممکن است نتوانند به‌درستی آن را ارزیابی کنند. (لیاندرز، سان و ژانگ^۷، ۲۰۰۸) دریافتند که افزایش در دارایی‌های عملیاتی (مانند موجودی‌ها و دارایی‌های ثابت) منجر به کاهش بازده آتی سهام می‌شود و این پدیده با توجه به بی‌ثباتی سود قابل توضیح است. همچنین (فیرفیلد و همکاران، ۲۰۰۳) و (اسلون، ۱۹۹۶) اشاره کرده‌اند که ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری، از جمله افزایش در موجودی‌ها و دارایی‌های عملیاتی، می‌تواند به دلیل ناتوانی سرمایه‌گذاران در درک صحیح اطلاعات مالی باشد. در نتیجه، شرکت‌هایی که سطح بالایی از

¹ Al-Hussein

² Ball

³ Banz

⁴ Sloan

⁵ Rosenberg

⁶ Zach

⁷ Lyandres, Sun & Zhang

سرمایه‌گذاری دارند، به دلیل سوءارزش‌گذاری توسط بازار، با نوسانات بالاتری در سودآوری مواجه می‌شوند. از طرفی استفاده ناهنجاری مخارج سرمایه‌ای و ناهنجاری اقلام تعهدی به‌طور همزمان می‌توانند بازده بالاتری نسبت به بکارگیری یکی از این دو ناهنجاری به‌دست آورند (خانی، ۱۳۹۱). (ژانگ و لی^۱، ۲۰۱۰) با مطالعه‌ی ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری و تفاوت در بازده‌ها دریافتند که محدودیت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند بر ضریب واکنش سود تأثیر بگذارد و نوسانات سود آتی را تبیین کند. همچنین (کائو، گری و ژونگ^۲، ۲۰۱۹) اشاره کردند که ناهنجاری سرمایه‌گذاری می‌تواند به دلیل سوءارزش‌گذاری دارایی‌ها توسط سرمایه‌گذاران رخ دهد. این یافته‌ها به کاهش ضریب واکنش سود کمک می‌کنند، زیرا اطلاعات سود نمی‌تواند انتظارات قبلی بازار را برآورده کند و واکنش کمتری نسبت به تغییرات سود ایجاد می‌شود. از طرفی ضریب واکنش سود با بازده خرید و نگهداری رابطه مثبت دارد، افزایش میزان هم‌نوایی سود شرکت، منجر به کاهش ضریب پاسخ سود می‌شود. در صورت وجود خبر سود خوب، حرکت توأم سود، ضریب واکنش سود را تضعیف می‌کند، درحالی‌که در صورت وجود خبر بد، حرکت توأم سود هیچ تأثیری بر ضریب واکنش سود ندارد (حمیدیان، ۱۴۰۱). همچنین سودآوری نیز تأثیر مثبت و معناداری بر ضریب واکنش سود دارد. یعنی شرکت‌هایی که سودآوری بالاتری دارند، بازار واکنش قوی‌تری به اطلاعات سود آن‌ها نشان می‌دهد و ضریب واکنش سود بالاتری دارند (آیفا و ناتیف، ۲۰۲۴). سود غیرمنتظره با ضریب واکنش سود رابطه مستقیم و معناداری دارد و نیز اندازه شرکت با ضریب واکنش سود رابطه منفی و معنا داری دارد (بیگدلی و ضیایی، ۱۳۹۵). همچنین ضریب واکنش سود بالا نشان می‌دهد که سود اعلام‌شده اطلاعات ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد و موجب واکنش قابل‌توجهی در قیمت سهام می‌شود، در حالی که ضریب واکنش سود پایین ممکن است نشان‌دهنده کم‌اهمیت بودن سود برای تصمیمات اقتصادی سرمایه‌گذاران باشد (سندی و مولایا^۳، ۲۰۲۴).

همچنین در رابطه با تورش‌های رفتاری و ضریب واکنش سود رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی همواره تحت تأثیر تورش‌های شناختی و احساسی قرار دارد. تحقیقات نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به دلیل خوش‌بینی بیش از حد، کوتاه‌نگری، رفتار گله‌ای و تصمیم‌گیری احساسی، واکنش‌های نامناسبی به اطلاعات جدید نشان می‌دهند که این امر منجر به نوسانات بیش از حد در قیمت سهام و بروز ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. خوش‌بینی بیش از حد موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران ارزش واقعی سود شرکت را بیش از حد برآورد کرده و قیمت سهام را به‌طور غیرمنطقی افزایش دهند، که در نهایت می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های بیش از اندازه و پروژه‌های با بازدهی کمتر منجر شود. در مقابل، هنگام انتشار اخبار منفی، ترس و تصمیم‌گیری احساسی می‌تواند باعث فروش‌های هیجانی و کاهش ناگهانی قیمت سهام شود، که در بسیاری از موارد به کم‌سرمایه‌گذاری و عدم تخصیص بهینه منابع مالی منجر می‌شود. رفتار گله‌ای نیز عاملی است که موجب می‌شود سرمایه‌گذاران به جای تحلیل مستقل، از تصمیمات سایرین پیروی کنند، که این موضوع می‌تواند منجر به ایجاد حباب‌های قیمتی، افزایش نوسان سود و تغییرپذیری بیش از حد در بازده سهام شود. این تورش‌های رفتاری تأثیر مستقیمی بر ضریب واکنش سود دارند، چرا که موجب می‌شوند سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی شرکت‌ها واکنش‌های بیش از حد یا کمتر از حد انتظار نشان دهند. از این‌رو، در شرایطی که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر تورش‌های رفتاری باشند، ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری تشدید شده و در نهایت، ضریب واکنش سود از مسیر منطقی خود منحرف می‌شود. به‌طور خاص، در بازارهای ناکارآمد که اطلاعات نامتقارن بالاست، اثرات این تورش‌ها و ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری بیشتر نمایان می‌شود و می‌تواند منجر به عدم تعادل در تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی گردد (پوریوسف، ۱۴۰۳). همچنین می‌توان گفت اقلام تعهدی دارای محتوای اطلاعاتی رشد و سرمایه‌گذاری شرکت بوده و توانایی تقویت درآمد را دارد (چیچرنا، هولدر و پتکوویچ^۴، ۲۰۱۵) بین اقلام تعهدی و بازده سهام همگرایی وجود دارد (عرب زاده، فروغی و امیری، ۱۳۹۷) و ساختار سرمایه بر ضریب واکنش به سود تأثیر منفی و معناداری دارد (عابدینی و فریدنیا، ۱۴۰۲) و مسئولیت اجتماعی و رشد شرکت بر ضریب واکنش سود تأثیر مثبت داشته (احمدی علیایی، ۱۴۰۲) همچنین چسبندگی هزینه ضریب واکنش سود را کاهش می‌دهد (دارایی و نانگیر، ۱۴۰۳) در

¹ Zhang & Li

² Cao, Gray & Zhong

³ Sandy & Mulya

⁴ Chichernea, Holder & Petkevich

واقع می‌توان گفت ناهنجاری سرمایه‌گذاری می‌تواند با ایجاد عدم تعادل در ساختار سرمایه و افزایش چسبندگی هزینه‌ها، موجب کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات سود و در نتیجه کاهش ضریب واکنش سود شود. بنابراین، فرضیه اول و دوم این است که:

فرضیه اول: ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود تأثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی دارد.

نقش انحراف از وجه نقد بهینه در ناهنجاری سرمایه‌گذاری، ضریب واکنش سود و تغییرپذیری سود

وجه نقد مهم‌ترین و حیاتی‌ترین منبع هر واحد انتفاعی می‌باشد. ایجاد تعادل بین نقدینگی موجود و نیازهای نقدی، از مهم‌ترین عوامل سلامت هر واحد تجاری محسوب می‌شود. موجودی نقد از طریق تأمین مالی و عملیات عادی وارد واحد تجاری شده و برای پرداخت سود بازپرداخت بدهی‌ها و گسترش واحد تجاری مصرف می‌شود. فرآیند ورود و خروج وجه نقد در هر واحد تجاری، منعکس‌کننده تصمیمات کوتاه‌مدت و همچنین بلندمدت مدیریت درباره طرح‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی می‌باشد (دستگیر و تالانه، ۱۳۸۵) در واقع مدیریت صحیح وجه نقد به شرکت‌ها کمک می‌کند تا از بحران‌های مالی احتمالی جلوگیری کنند و از ورشکستگی مصون بمانند. این مدیریت شامل کاهش روزهای حساب‌های دریافتی، افزایش نرخ جمع‌آوری، و انتخاب ابزارهای سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت مناسب می‌شود (داموداران، رگین و راجست^۱، ۲۰۲۴). موسسات اقتصادی اغلب قسمتی از دارایی‌های خودشان را به‌صورت نقدینگی ذخیره می‌کنند، مشخص‌نمودن اینکه چه مقدار از دارایی‌ها باید به‌صورت وجوه نقد حفظ شود، از تصمیمات کلیدی و بسیار مهمی است که مدیر واحد تجاری اتخاذ می‌نماید (فروغی و فرزادی، ۱۳۹۳) حفظ وجه نقد بهینه برای اطمینان از ریسک نقدینگی بسیار مهم و ضروری است (اخلاقی یزدی نژاد و شمس‌الدینی، ۱۴۰۱) اگرچه نگهداری مقدار زیادی وجه نقد در شرکت ریسک نقدینگی را کاهش می‌دهد، اما نرخ بازده پایین این نوع دارایی باعث کاهش سودآوری کسب و کار در مقایسه با سایر دارایی‌های شرکت می‌شود. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری وجوه، سطح نقدی شرکت را کاهش می‌دهد و باعث می‌شود شرکت در مواجهه با فرصت‌های بزرگ به دلیل کمبود موجودی نقدی و کمبود وجوه مورد نیاز، پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را کنار بگذارد. در صورت لزوم باید از منابع خارجی با هزینه‌های تأمین مالی بالاتر از تأمین مالی داخلی استفاده کرد که منجر به کاهش سودآوری شرکت می‌شود (اولر و پیکونی، ۲۰۱۴). لازم به ذکر است که وجود و نگهداری وجوه نقد مازاد می‌تواند منجر به ارائه منافع کوتاه مدت توسط مدیران شود که می‌تواند موجب ضرر و زیان سهامداران و یا بروز بحران مالی برای شرکت شود (وو، وانگ و تانگ^۲، ۲۰۲۱). شرکت‌ها باید سطحی از وجه نقد را نگه دارند که منجر به تعادل بین هزینه‌ها و منافع نقدینگی شود. در واقع می‌توان گفت انحراف از این سطح بهینه می‌تواند به افزایش ناهنجاری‌ها و عدم مدیریت صحیح سرمایه‌گذاری‌ها منجر شود (لورتی و گیان^۳، ۲۰۱۱). در پژوهشی (کوه و ناوالخا، ۲۰۲۰) به بررسی تأثیر کارایی شرکت در ناهنجاری سرمایه‌گذاری می‌پردازند و نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد بیشتر در شرکت‌هایی رخ می‌دهد که کارایی کمتری دارند. این مقاله به‌طور خاص تأکید می‌کند که کارایی پایین می‌تواند منجر به ناهنجاری‌هایی در بازده سرمایه‌گذاری شود که ناشی از رفتارهای اشتباه مدیران در تخصیص منابع است. همچنین قدر مطلق انحراف وجه نقد از سطح بهینه تأثیر منفی بر بازده انباشته غیرعادی سهام در آینده ندارد (ناظمی اردکانی و زارع حسین آبادی، ۱۳۹۵). همچنین بین اندازه شرکت و سطح نگهداری وجه نقد یک رابطه منفی وجود دارد، به این معنی که شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً نیاز کمتری به نگهداری وجه نقد دارند، زیرا دسترسی آسان‌تری به منابع مالی دارند. و سودآوری شرکت‌ها با نگهداری وجه نقد رابطه مثبتی دارد، به این صورت که شرکت‌های سودآورتر تمایل بیشتری به نگهداشت نقدینگی دارند که به آن‌ها کمک می‌کند تا در مواقع بحرانی مانند رکود اقتصادی یا کاهش تقاضا عملکرد بهتری داشته باشند (کرکی و واسای^۴، ۲۰۲۴). بین مقدار انحراف از وجه نقد بهینه و نرخ بازده دارایی‌های عملیاتی رابطه

¹ Damodaran, Regin & Rajest

² Wu, Wang & Tong

³ Leverty & Qian

⁴ Kiracı & Vasigh

منفی میان وجود ندارد (بولو، باباجانی و محسنی ملکی، ۱۳۹۱). میزان وجه‌نقد نگهداری شده با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد (نوروزی، وظیفه و رضایی، ۱۳۹۸). به هر میزان کیفیت گزارشگری مالی بهتر باشد میزان وجوه‌نقد حفظ شده توسط شرکت‌ها انحراف کمتری نسبت به مقدار بهینه آن دارد و بعلاوه هر مقدار کیفیت گزارشگری مالی بهتر باشد شرکت‌ها با کسری نقدینگی کمتری نسبت به مقدار بهینه مواجه می‌شوند (ابراهیمی، بهرامی نسب و سربازی آزاد، ۱۳۹۴). وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیر دارد و مالکیت مدیریتی ارتباط بین وجه نقد و وجه را تعدیل کند (سومیاتی^۱، ۲۰۲۰) نگهداشت وجه نقد تأثیر معنی داری بر ارزش شرکت داشته و از طرفی تغییر در سطح دارایی‌های نقدی باعث تغییر در ارزش شرکت‌های تولیدی اندونزی می‌شود (مجد، پهلوی و سوبارسیا^۲، ۲۰۱۹) رابطه معکوس و معناداری بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و سطوح متوسط و پایین نگهداشت وجه نقد برقراری است. همچنین، مالکیت نهادی تأثیر معکوس و معناداری بر رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و سطح بالای نگهداشت وجه نقد دارد. ولی ارتباط مستقیم و معناداری بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و سطح بالای نگهداشت وجه نقد وجود دارد (مقدم و خانلاری، ۱۳۹۹). و کیفیت اطلاعات حسابداری تأثیر معکوس و معناداری بر نگهداری وجه نقد دارد (ملائی، ۱۴۰۱). مالکیت مدیریتی و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد (دهداری، موسوی و اشکورجیری، ۱۳۹۸) و می‌توان گفت بین تجربه مدیر عامل و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (ملکی، جلالی نیا و حمزه ئی، ۱۴۰۱). مازاد و یا کسری نگهداری وجه نقد نسبت به مقدار بهینه آن باعث تضعیف عملکرد شرکت می‌شود و همچنین باعث کاهش بازده آتی سهام از سطح بهینه می‌شود (اولر و پیکونی، ۲۰۱۰). همچنین افزایش وجه نقد نگهداری‌شده در شرکت‌ها، عملکرد مالی را تا حد بهینه‌ای ارتقا می‌دهد، اما پس از این حد بهینه، تأثیر منفی بر عملکرد دارد (یلماز و سیمار، ۲۰۲۴).

بنابراین، فرضیه سوم و چهارم به شرح زیر مطرح می‌شود

فرضیه سوم: انحراف از وجه نقد بهینه اثر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود را تشدید می‌کند.

فرضیه چهارم: انحراف از وجه نقد بهینه اثر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود را تشدید می‌کند.

روش پژوهش

این پژوهش بر اساس داده‌های گذشته، پس رویدادی و یک مطالعه توصیفی-همبستگی است. همچنین باتوجه به ماهیت داده‌ها در نوع پژوهش کمی، از نظر هدف کاربردی است. برای توسعه مبانی نظری از مطالعات و مقالات منتشرشده در پایگاه‌های داده و برای جمع‌آوری داده‌ها از پایگاه راه‌آورد نوین، سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران بورس اوراق بهادار تهران (کدال) و سایت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به مدت ۱۱ سال از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ است. نمونه‌گیری به روش غربالگری انجام شده است، شرکت‌هایی که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه انتخاب شدند: (۱) سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند هر سال است و در طول مدت موردبررسی تغییری در سال مالی نداشته‌اند، (۲) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌های مالی، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نباشند، (۳) اطلاعات آنها موجود باشد. (۴) معاملات سهام آنها در دوره موردبررسی بیش از ۳ ماه است که متوقف نشده است. شرکت‌های دارای این شرایط، ۱۷۵ شرکت، به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی فرضیه‌های اول، دوم، سوم و چهارم پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شده است:

$$VARP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$ERC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

^۱ Sumiati

^۲ Majd, Pahlevi & Sobarsyah

$$VARP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IA_{i,t} + \beta_2 DC_{i,t} + \beta_3 IA_{i,t} \times DC_{i,t} + \beta_4 Siza_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

$$ERC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IA_{i,t} + \beta_2 DC_{i,t} + \beta_3 IA_{i,t} \times DC_{i,t} + \beta_4 Siza_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

متغیرهای وابسته

تغییرپذیری سود (VARP): به منظور اندازه گیری تغییرپذیری سود برخی محققین از قدرمطلق تغییر در سود سه سال گذشته که با توجه به فروش همگن گردیده استفاده کرده اند (هرمان و لنو^۱، ۱۹۹۶) و بعضی دیگر از واریانس سود (جونز^۲، ۱۹۹۱). در این مطالعه به منظور اندازه گیری تغییرپذیری سود از میانگین قدر مطلق تغییر در سود سه سال گذشته استفاده شده. که با توجه به فروش هر یک از سالها ممکن شده است. نحوه محاسبه تغییر پذیری سود به صورت زیر است (امیدی گوهر و دارابی، ۱۳۹۴؛ زاهد و احمد^۳، ۲۰۲۳).

$$VARP_{it} = \frac{1}{3} \sum_{t=1}^3 \left| \frac{E_t - E_{t-1}}{Sales_t} \right| \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن، E: سود خالص و Sales: فروش خالص.

ضریب واکنش سود (ERC): ضریب واکنش سود، بازده غیرمنتظره بازار را در پاسخ به اجزای سود غیرمنتظره گزارش شده توسط شرکت منتشرکننده اوراق بهادار اندازه گیری می کند. ضریب واکنش سود، پاسخ گویی بازار به اعلام سود را با شیب خط رگرسیون بین بازده غیرعادی و سود غیرمنتظره اندازه گیری می کند (کیم، سوئول و کانگ^۴، ۲۰۱۸) ضریب واکنش سود با استفاده از شیب خط رگرسیون زیر اندازه گیری می شود:

$$R_i = \alpha + \beta E_i + \varepsilon_i \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در آن، R: بازده سالانه سهام؛ E: تغییر سود قبل از مالیات شرکت i بین سال t و t-1 که بر اساس ارزش بازار سهام در ابتدای سال t استانداردسازی و هم مقیاس شده است و β : ضریب متغیر مستقل، نشان دهنده ضریب واکنش به سود است (کیم و همکاران، ۲۰۱۸).

متغیرهای مستقل

ناهنجاری سرمایه گذاری (Investment Anomalies: IA): تغییرات در اموال، ماشین آلات و تجهیزات مبین نوعی سرمایه گذاری مستقیم در دارایی های سرمایه ای می باشد. سرمایه گذاری در دارایی های مشهود و نامشهود را می توان نوعی مکمل سرمایه دانست که در چرخه عملیات شرکت نقشی مهم را ایفا می کند تغییرات در اموال، ماشین آلات و تجهیزات را می توان با استفاده از مدل (لیاندرس و همکاران، ۲۰۰۸؛ وو، ژانگ و ژانگ^۵، ۲۰۱۰؛ و کوه و ناوالخا، ۲۰۲۰) اندازه گیری کرد.

$$IA = \frac{(\Delta PPE_{Gross_t} + \Delta Inventories_t)}{TA_{t-1}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این رابطه، برای شرکت i در سال t و t-1؛

IA: ناهنجاری سرمایه گذاری شرکت

ΔPPE_{Gross_t} : مفهوم تغییرات در دارایی ثابت و تجهیزات است. دارایی ثابت و تجهیزات ناخالص، شامل ماشین آلات و تجهیزات شرکت است که معمولاً برای سرمایه گذاری های بلندمدت استفاده می شود. افزایش این دارایی ها نشان دهنده سرمایه گذاری شرکت در تولید، بهره وری و رشد بلندمدت است تغییرات در Gross به عنوان شاخصی برای سرمایه گذاری های بزرگ و بلندمدت شرکت در نظر گرفته می شود.

¹ Herrmann & Inoue

² Jones

³ Zahid & Ahmed

⁴ Kim, Seol & Kang

⁵ Wu, Zhang & Zhang

Inventories_t: تغییرات در موجودی کالای شرکت موجودی‌ها INV نشان‌دهنده کالاها و موادی است که شرکت برای تولید محصولات نهایی نگه می‌دارد. افزایش در موجودی‌ها ممکن است نشانه‌ای از برنامه‌های تولید و فروش آینده باشد. تغییرات در موجودی‌ها معمولاً به عنوان نماینده‌ای از سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت در نظر گرفته می‌شود، که هدف آن پاسخگویی به نیازهای بازار و بهبود موجودی کالاها است.

ΔTA_{t-1}: مجموع دارایی‌های شرکت (نرمال‌سازی با استفاده از کل دارایی TA) برای ایجاد مقایسه‌پذیری و جلوگیری از تأثیر تفاوت‌های اندازه‌ای بین شرکت‌ها، مجموع سرمایه‌گذاری‌ها (تغییرات Gross و INV) بر کل دارایی‌ها در سال گذشته TA تقسیم می‌شود. این کار باعث می‌شود که میزان سرمایه‌گذاری به دارایی‌ها به صورت درصدی از کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری شود. به عبارت دیگر، این نرمال‌سازی به ما این اجازه را می‌دهد تا تأثیر نسبی سرمایه‌گذاری‌ها بر بازده شرکت‌ها را بررسی کنیم.

متغیر تعدیلگر

انحراف از وجه نقد بهینه (Deviation Cash: DC): انحراف از وجه نقد بهینه با استفاده از مدل (اوپلر، پینکویتز، استولز، ویلیامسون^۱، ۱۹۹۹) به صورت زیر محاسبه می‌گردد (وکیلی فرد و سروش‌یار، ۱۳۹۱):

$$\text{cash}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFO}_{i,t} + \alpha_2 \text{NWC}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \alpha_4 \text{Age}_{i,t} + \alpha_5 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_6 \Delta \text{Sale}_{i,t} + \alpha_7 \text{Capexp}_{i,t} + \alpha_8 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_9 \text{IndSigma}_{i,t} + \Delta \text{DIV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه } ۵)$$

در این رابطه، برای شرکت i در سال t و $t-1$:

Cash_{i,t}: مقدار باقی مانده وجه نقد تعدیل شده بر اساس ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

CFO_{i,t}: جریان‌های نقدی عملیاتی تعدیل شده بر طبق ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

NWC_{i,t}: سرمایه در گردش غیر نقدی تعدیل شده بر اساس دفتری کل دارایی‌ها.

Size_{i,t}: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

Age_{i,t}: لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که از پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار می‌گذرد.

MTB_{i,t}: نسبت ارزش بازار هر سهم تقسیم بر ارزش دفتری هر سهم.

ΔSale_{i,t}: رشد فروش تعدیل شده بر طبق ارزش دفتری کل دارایی‌ها که از تغییرات فروش شرکت طی دو سال متوالی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها حاصل می‌شود.

Capexp_{i,t}: مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر اساس ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

Lev_{i,t}: اهرم تعدیل شده بر طبق ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

که برابر است با: کل دارایی‌ها / (تسهیلات مالی بلندمدت + حصة جاری بدهی‌های بلندمدت).

IndSigma_{i,t}: انحراف معیار جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت i طی ۳ سال گذشته.

ΔDIV_{i,t}: شاخص تغییر در سود سهام نقدی بدین ترتیب که اگر سود سهام نقدی در سال t افزایش یافته باشد ΔDIV برابر با یک در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

ε_{i,t}: جزء باقی مانده رگرسیون که بیان‌کننده مازاد یا کسری وجه نقد نسبت به سطح بهینه است.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

رشد فروش (Growth): فروش سال جاری منهای فروش سال گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته.

اهرم مالی (LEV): برابر با کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها.

ارزش بازار به ارزش دفتری سهام (MTB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

¹ Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson

جریان وجوه نقد (CFO): وجه نقد عملیاتی دوره جاری تقسیم بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره.

یافته‌های پژوهش

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را برای ۱۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ (۱۹۲۵ سال-شرکت) گزارش می‌کند.

میانگین تغییرپذیری سود ۰/۰۵۷ و گرایش به‌سوی منفی دارد. ضریب واکنش سود دارای میانگین منفی (۲/۱۱۴-) است. شرکت‌های دارای انحراف معیار بالا، پراکندگی بالایی در ناهنجاری سرمایه‌گذاری دارند. میانگین متغیر انحراف از وجه نقد بهینه ۰/۰۰۰ و میانه آن ۰/۰۳۹- است، به‌عبارتی توزیعی تقریباً نرمال دارد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
تغییرپذیری سود	VARP	۰/۰۵۷	۰/۰۳۳	۰/۳۵	۰/۰۰۰	۰/۱۱۶
ضریب واکنش سود	ERC	-۲/۱۱۴	-۱/۸۶۶	۱/۲۷۳	-۸/۲۰۶	۲/۰۲۳
ناهنجاری سرمایه‌گذاری	IA	۰/۰۷۰	۰/۱۴۱	۹۴/۶۷۲	-۹۸/۳۷۲	۱۹/۷۶۸
انحراف از وجه نقد بهینه	DC	۰/۰۰۰	-۰/۰۳۹	۶/۶۹۰	-۱/۸۹۷	۰/۳۹۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۵/۰۵۸	۱۴/۷۳۷	۲۱/۵۷۱	۱۰/۴۹۲	۱/۸۱۰
اهرم مالی	LEV	۰/۵۸۳	۰/۵۵۹	۱/۸۵۴	۰/۰۳۱	۰/۳۰۱
رشد فروش	GROWTH	۰/۴۰۷	۰/۳۲۰	۱۸/۱۶۹	-۰/۹۰۹	۰/۵۴۱
ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	۴/۱۶۷	۲/۸۶۲	۱۹/۹۹۸	۰/۲۹۸	۳/۶۲۴
بدهی غیرجاری به کل بدهی	Debt	۰/۱۲۵	۰/۱۹۸	۰/۸۸۷	۰/۰۱۲	۰/۰۷۴
تغییر سود قبل از مالیات	$\Delta profit$	۰/۶۱۳	۰/۳۷۱	۹/۹۵۹	-۴/۹۸۰	۱/۷۵۸
تغییرات هزینه‌های عمومی	$\Delta Cast$	۰/۳۱۱	۰/۰۷۸	۴/۹۳۸	-۰/۸۶۷	۰/۶۸۷
تغییرات فروش	$\Delta Sale$	۰/۵۱۳	۰/۴۰۸	۸/۵۹۸	-۰/۹۰۹	۰/۶۷۴
بازده سالانه سهام	R	۱/۰۰۱	۰/۴۶۶	۱۲/۰۷۲	-۰/۸۱۰	۱/۶۹۰
جریان وجه نقد	CFO	۰/۱۳۲	۰/۱۰۵	۰/۶۸۷	-۰/۳۹۹	۰/۱۳۷

مقدار میانگین تغییرپذیری سود ۰/۰۵۷، ضریب واکنش سود دارای میانگین منفی (۲/۱۱۴-) است، برخی از شرکت‌های نمونه دارای زیان انباشته در دفاتر خود داشته‌اند به همین دلیل مقدار اهرم مالی آنها بیشتر از یک شده است به عبارتی مقدار بدهی‌ها بیشتر از حقوق صاحبان سهام بوده است مانند ایران خودرو. متغیرهای بدهی غیرجاری به کل بدهی، تغییر سود قبل از مالیات، تغییرات هزینه‌های عمومی، تغییرات فروش و بازده سالانه سهام برای محاسبه متغیرهای مربوط به مدل‌های آماری استفاده شده است به همین دلیل در جدول (۱) آمده است.

عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مدل‌ها: جهت بررسی هم‌خطی میان متغیرهای مستقل از عامل تورم واریانس استفاده شد. افزایش عامل تورم باعث خواهد شد واریانس ضرایب رگرسیون افزایش‌یافته است و رگرسیون را برای پیش‌بینی نامناسب ساخته. تجربیات عملی حاکی از آن است که عامل تورم واریانس (VIF) بزرگ‌تر از عدد ۵، بیان‌کننده وجود یک اختلال احتمالی می‌باشد و در صورتی که بزرگ‌تر از ۱۰ باشد، یک اختلال مهم را بیان می‌کند و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیون مربوط به دلیل هم‌خطی چندگانه به‌صورت ضعیف برآورد شده‌اند. نتایج بررسی عامل تورم واریانس مدل‌های پژوهش در جدول (۲) می‌دهد عامل تورم واریانس کلیه متغیرها کمتر از ۵ است لذا، مشکل همبستگی خطی چندگانه وجود ندارد. بنابراین فرض کلاسیک رگرسیون (عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش) برقرار می‌باشد.

جدول (۲): نتایج آزمون همخطی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	مدل‌های ۱ و ۲ آماره VIF	مدل‌های ۳ و ۴ آماره VIF	هم‌خطی
ناهنجاری سرمایه‌گذاری	IA	۱/۲۱۶	۲/۲۱۴	ندارد
انحراف از وجه نقد بهینه	DC	---	۲/۱۱۶	ندارد
انحراف از وجه نقد بهینه $\times$ ناهنجاری سرمایه‌گذاری	IA $\times$ DC	---	۲/۰۳۲	ندارد
اندازه شرکت	SIZE	۱/۳۴۵	۱/۳۲۴	ندارد
اهرم مالی	LEV	۱/۶۳۲	۱/۴۳۲	ندارد
رشد فروش	GROWTH	۱/۳۲۱	۱/۲۳۵	ندارد
ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	MTB	۱/۴۳۲	۱/۴۳۲	ندارد
جریان وجه نقد	CFO	۱/۴۵۳	۱/۶۵۴	ندارد

برای انتخاب الگوی رگرسیون و جلوگیری از رگرسیون کاذب، باید نوع داده‌های سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی تعیین شود. از آنجایی که داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی (پانل) است، باید مشخص شود که از نوع تابلویی است یا تلفیقی؟ اگر سطح احتمال آماره F لیمر کمتر از ۵٪ باشد، استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی (پانل) مناسب است.

جدول (۳): نتایج آزمون چاو هاسمن و بروش پاگان

مدل رگرسیون	آزمون	آماره	سطح معناداری	روش تأیید شده
مدل (۱)	چاو	۱/۷۹۹	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
	هاسمن	۲۰/۸۰۵	۰/۰۰۲	اثرات ثابت
	بروش-پاگان	۲۴۵/۳۴۰	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
مدل (۲)	چاو	۰/۹۳۰	۰/۷۲۷	داده‌های تلفیقی
	هاسمن	---	---	---
	بروش-پاگان	۳۹۵/۱۹۰	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
مدل (۳)	چاو	۱/۷۹۵	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
	هاسمن	۲۵/۹۴۹	۰/۰۰۱	اثرات ثابت
	بروش-پاگان	۵۲۳/۲۴۰	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
مدل (۴)	چاو	۰/۹۳۷	۰/۷۰۵	داده‌های تلفیقی
	هاسمن	---	---	---
	بروش-پاگان	۳۹۸/۱۴۰	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس

بر اساس جدول (۳)، باتوجه به نتایج آزمون هاسمن، مدل‌های اول و سوم پژوهش از الگوی اثرات ثابت پیروی می‌کنند. جهت بررسی کردن مشکل ناهمسانی واریانس پسماندها از آزمون بروش-پاگان استفاده شده و نتایج حاصل از این آزمون در جدول (۳) درج شده است. نتایج حاصل شده از آزمون بروش-پاگان در سطح معناداری ۰/۰۵ نشان از آن دارد که پسماندهای مدل‌های پژوهش دارای سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ است، بنابراین مشکل ناهمسانی واریانس وجود خواهد داشت و جهت برطرف کردن آن از ضریب تصحیح وایت و الگوی حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود تأثیر مثبت دارد.

نتایج ارائه شده در جدول (۴) نشان می‌دهد مقدار آماره F و احتمال آن معنادار و کمتر از ۰/۰۱ است، درنتیجه با اطمینان ۹۹٪ مدل (۱) پژوهش معنادار است و مقدار آماره دوربین-واتسون برای مدل (۱) در جدول (۴) برابر با ۲/۲۳ است که میان مقادیر ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، درنتیجه میان باقیمانده‌های این مدل خودهمبستگی وجود نخواهد داشت. بعلاوه مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای مدل (۱) برابر ۰/۰۷۴ است، پس، متغیرهای مستقل و کنترلی مدل تقریباً ۷/۴ درصد از تغییرات متغیر تغییرپذیری سود را تبیین می‌کنند. نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد ضریب متغیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۰۰۱ مثبت و در سطح خطای ۱٪، معنادار است. پس، ناهنجاری سرمایه‌گذاری با تغییرپذیری سود، رابطه مثبت و معنادار دارد. بر همین اساس ناهنجاری سرمایه‌گذاری اثر مثبت بر تغییرپذیری سود دارد. از این‌رو، فرضیه اول

تأیید می‌شود. با افزایش ناهنجاری سرمایه گذاری، میزان تغییر مثبت در سود افزایش می‌یابد. و بالعکس، با کاهش ناهنجاری سرمایه گذاری، میزان تغییر منفی در سود افزایش می‌یابد.

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه‌ها	اول	دوم	سوم	چهارم					
متغیر وابسته	VARP	ERC	VARP	ERC					
نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t					
ضریب ثابت	C	۰/۱۲۸	۱/۱۲۶	۶/۶۶۵***	۸/۵۷۸	۰/۱۲۵	۱/۱۰۱	۷/۹۲۰**	۲/۳۲۱
ناهنجاری سرمایه‌گذاری	IA	۰/۰۰۱***	۴/۳۷۷	-۰/۰۷۹***	-۱۷/۵۲۵	۰/۰۰۱***	۴/۷۳۴	-۰/۰۸۱***	-۱۷/۰۶۹
انحراف از وجه نقد بهینه	DC	---	---	---	---	۰/۰۱۲	۰/۸۰۴	۰/۱۹۳	۰/۸۲۴
ناهنجاری سرمایه‌گذاری × انحراف از وجه نقد بهینه	IA× DC	---	---	---	---	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۶	-۰/۰۲۵°	-۱/۷۴۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۱	-۰/۰۷۲	-۰/۳۳۶***	-۶/۶۲۷	-۰/۰۰۱	-۰/۰۵۳	-۰/۳۸۸°	-۱/۷۷۶
اهرم مالی	LEV	۰/۰۱۴	۰/۴۲۵	-۰/۳۵۹	-۱/۱۷۰	۰/۰۱۵	۰/۴۵۷	-۰/۹۶۲°	-۱/۸۳۷
رشد فروش	Growth	-۰/۰۰۹	-۱/۰۳۳	-۰/۰۱۹	۰/۱۵۴	-۰/۰۰۸	-۱/۰۲۶	-۰/۰۸۴	۰/۶۰۵
ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	MTB	-۰/۰۰۱	-۰/۱۶۱	-۰/۰۰۶	-۱/۶۳۹	-۰/۰۰۱	-۰/۱۵۷	-۰/۰۰۷°	-۱/۸۳۸
جریان وجه نقد	CFO	-۰/۱۱۷**	-۲/۳۷۲	۰/۰۵۸	۰/۱۰۲	-۰/۱۱۷**	-۲/۳۶۸	-۰/۶۲۸	۰/۸۱۰
ضریب تعیین	R ²	۰/۱۶۱	۰/۱۵۸	۰/۱۵۹	۰/۲۴۲	۰/۱۵۹	۰/۲۴۲	۰/۲۴۲	۰/۲۴۲
ضریب تعیین تعدیل‌شده	adj R ²	۰/۰۷۴	۰/۱۵۵	۰/۰۷۱	۰/۱۵۸	۰/۰۷۱	۰/۱۵۸	۰/۱۵۸	۰/۱۵۸
آماره F	F	۱/۸۶۴***	۶۰/۱۹۰***	۱/۸۴۶***	۲/۸۹۸**	۱/۸۴۶***	۲/۸۹۸**	۲/۸۹۸**	۲/۸۹۸**
دوربین-واتسون	DW	۲/۲۳۵	۲/۰۶۱	۲/۲۳۸	۲/۲۶۳	۲/۲۳۸	۲/۲۶۳	۲/۲۶۳	۲/۲۶۳

*** در سطح ۱٪ معنادار است. ** در سطح ۵٪ معنادار است. * در سطح ۱۰٪ معنادار است

*** در سطح ۱٪ معنادار است. ** در سطح ۵٪ معنادار است. * در سطح ۱۰٪ معنادار است

فرضیه دوم: ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی دارد.

با توجه به جدول (۴)، مقدار آماره $F(۶۰/۱۹۰)$ و احتمال آن معنادار و کمتر از ۰/۰۱ است، در نتیجه با اطمینان ۹۹٪ مدل (۲) معنادار است. آماره دوربین-واتسون برای مدل (۲) در جدول ۴ برابر با ۲/۰۶۱ است که این مقدار میان مقادیر بحرانی ۱/۵ تا ۲/۵ قرار داشته است، در نتیجه میان باقیمانده‌های این مدل خودهمبستگی وجود نخواهد داشت. همینطور مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای مدل (۲) برابر ۰/۱۵۵ است، پس، متغیرهای مستقل و کنترلی مدل ۱۵ درصد از تغییرات ضریب واکنش سود را تبیین می‌کنند. نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد ضریب متغیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۰۷۹ مثبت و در سطح خطای ۱٪، معنادار است. پس، ناهنجاری سرمایه‌گذاری با ضریب واکنش سود، رابطه منفی و معنادار دارد. بر همین اساس ناهنجاری سرمایه‌گذاری اثر منفی بر ضریب واکنش سود دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. با افزایش ناهنجاری سرمایه‌گذاری، میزان ضریب واکنش سود کاهش می‌یابد.

فرضیه سوم: انحراف از وجه نقد بهینه رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود را تشدید می‌کند.

باتوجه به جدول (۴) مقدار آماره $F(۱/۸۴۶)$ و احتمال آن معنادار و خطای آن کمتر از ۰/۰۱ است، در نتیجه با اطمینان ۹۹٪ مدل (۳) معنادار است. آماره دوربین-واتسون برای مدل (۳) برابر با ۲/۲۳۸ می‌باشد که این مقدار میان مقادیر بحرانی ۱/۵ تا ۲/۵ است، در نتیجه میان باقیمانده‌های این مدل خودهمبستگی وجود نخواهد داشت. و همینطور مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای مدل (۳) برابر ۰/۷۱ می‌باشد که نشان‌دهنده این مورد است که، متغیرهای مستقل و کنترلی مربوط به مدل (۳) ۷۱ درصد از تغییرات متغیر تغییرپذیری سود را توضیح می‌دهد.

بنابراین، برای فرضیه سوم، می‌توان گفت که ضریب متغیر اثر تعاملی انحراف از وجه نقد بهینه و ناهنجاری سرمایه‌گذاری منفی است که باتوجه به مقدار آماره $t(-۰/۰۰۶)$ ، متغیر اثر تعاملی انحراف از وجه نقد بهینه و ناهنجاری سرمایه‌گذاری، معنادار نیست. انحراف از وجه نقد بهینه بر رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود تأثیر معناداری ندارد.

فرضیه چهارم: انحراف از وجه نقد بهینه رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و ضریب واکنش سود را تشدید می‌کند.

نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد مقدار آماره $F(2/898)$ و احتمال آن معنادار و خطای آن کمتر از ۰/۰۱ است، در نتیجه با اطمینان ۹۹٪ مدل (۴) معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون برای مدل (۴) برابر با ۲/۲۶۳ می‌باشد که این عدد میان مقادیر بحرانی ۱/۵ تا ۲/۵ است، در نتیجه میان باقیمانده‌های این مدل خودهمبستگی وجود نخواهد داشت. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای مدل (۴) برابر ۰/۱۵۸ است که نشان‌دهنده این مورد است که، متغیرهای مستقل و کنترلی مدل (۴) ۱۵/۸ درصد از تغییرات متغیر ضریب واکنش سود را توضیح می‌دهد. بنابراین ضریب متغیر اثر تعاملی انحراف از وجه نقد بهینه و ناهنجاری سرمایه‌گذاری منفی است، همچنین باتوجه به مقدار آماره $t(-1/743)$ ، متغیر اثر تعاملی انحراف از وجه نقد بهینه و ناهنجاری سرمایه‌گذاری معنادار است، پس، انحراف از وجه نقد بهینه بر رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و ضریب واکنش سود اثر منفی و معناداری دارد، بنابراین، انحراف از وجه نقد بهینه رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و ضریب واکنش سود را تقویت می‌کند و فرضیه چهارم تأیید می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

بدون شک کارایی نظام مالی یک کشور به‌عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی آن کشور و باتوجه به روابط متقابل با سایر اجزا، می‌تواند تأثیر به‌سزایی در کارایی نظام اقتصادی داشته باشد. در این میان بازار سرمایه به‌عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام مالی، جایگاه ویژه‌ای را به خود اختصاص داده است و نقش مهمی در جذب، جهت‌دهی و تخصیص سرمایه موجود در جامعه، به سمت سرمایه‌گذاری در تولید و ایجاد اشتغال بر عهده دارد. بازار بورس مانند سایر بازارها اصول و شرایط خاصی دارد که با رعایت این اصول اولیه می‌توان به سرمایه‌گذاری و خریدوفروش سهام پرداخت و همچنین، به درک واقعی از مسائل موجود در بورس رسید. اساساً سرمایه‌گذاران باید هنگام خرید یا فروش سهام پژوهش‌های گسترده‌ای انجام دهند؛ زیرا آن‌ها نقدشونده‌ترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌کنند. اگر بدون در نظر گرفتن تعدادی از عوامل، سرمایه‌گذاری انجام شود، نتایج نامطلوبی از سرمایه‌گذاری حاصل می‌شود.

این پژوهش به بررسی تأثیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود و ضریب واکنش سود با تأکید بر نقش انحراف از وجه نقد بهینه پرداخته است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود تأثیر مثبت و معنادار دارد. می‌توان بیان کرد یافته‌های پژوهش با مبانی نظری و مطالعات پیشین هم‌راستا است و نشان می‌دهد که ناهنجاری سرمایه‌گذاری تأثیر مستقیمی بر تغییرپذیری سود دارد. این نتیجه مطابق با نظریه‌های مالی رفتاری است که بیان می‌کنند سرمایه‌گذاران به دلیل رفتارهای غیرمنطقی و محدودیت‌های اطلاعاتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را به‌گونه‌ای اتخاذ می‌کنند که موجب نوسانات در سودآوری شرکت‌ها می‌شود (پوریوسف، ۱۴۰۳). همچنین، تأثیر منفی انحراف از وجه نقد بهینه بر رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و ضریب واکنش سود، با مبانی نظری مرتبط با نقش نقدینگی در تصمیمات سرمایه‌گذاری و واکنش بازار همخوانی دارد. این موضوع نشان می‌دهد که نگهداری بیش‌ازحد یا کمتر از حد بهینه وجه نقد می‌تواند توانایی شرکت در مدیریت نوسانات سرمایه‌گذاری را کاهش داده و منجر به واکنش‌های غیرمنتظره در بازار شود. این یافته با نتایج مطالعات قبلی که به تأثیر منفی نگهداری نقدینگی اضافی بر عملکرد مالی اشاره داشته‌اند، مطابقت دارد (یلماز و سیمار، ۲۰۲۴) در نتیجه فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود، این نتیجه نشان می‌دهد که ناهنجاری سرمایه‌گذاری اثر مثبت بر تغییرپذیری سود دارد به این معنا که با افزایش ناهنجاری سرمایه‌گذاری میزان تغییرات مثبت در سود افزایش می‌یابد و بالعکس با کاهش ناهنجاری سرمایه‌گذاری میزان تغییر منفی در سود افزایش می‌یابد. در واقع می‌توان گفت ناهنجاری سرمایه‌گذاری باعث می‌شود که سود شرکت‌ها پایدار نباشد و نوسانات بیشتری را تجربه کند، از دیدگاه مدیریتی و سرمایه‌گذاران، این نوسانات می‌تواند علامتی از ریسک بالاتر شرکت‌ها باشد. این نتیجه نشان‌دهنده اهمیت مدیریت صحیح سرمایه‌گذاری‌ها برای کاهش نوسانات سود است. این یافته در راستای یافته کوه و ناوالخا (۲۰۲۰) و کائو و همکاران (۲۰۱۹) می‌باشد. این پژوهش‌ها همگی بر این نکته تأکید دارند که ناهنجاری سرمایه‌گذاری معمولاً با کیفیت پایین‌تر سود و افزایش

تغییرپذیری سود همراه است. به عنوان مثال، در مقاله کوه و ناولخا، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری بالا که فاقد مدیریت کارآمد هستند، در نهایت دچار کاهش کیفیت سود و افزایش تغییرپذیری آن می‌شوند. این افزایش تغییرپذیری سود نتیجه‌ی ناکارآمدی سرمایه‌گذاری‌ها و ریسک‌های بیشتری است که سودآوری آتی شرکت را تهدید می‌کند همچنین در مقاله کائو و همکاران (۲۰۱۹) اشاره شده است که محدودیت‌های آربیتراژ باعث می‌شوند ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری بدون اصلاح باقی بمانند و تغییرپذیری سود بیشتر شود. این شرایط با نتایج پژوهش انجام شده مطابقت دارد، زیرا سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد و ناکارآمد به دلیل محدودیت‌های آربیتراژ می‌توانند به افزایش نوسانات سود منجر شوند.

فرضیه دوم نیز تأیید شد و نشان داد که ناهنجاری سرمایه‌گذاری اثر منفی بر ضریب واکنش سود دارد. به این معنا که با افزایش ناهنجاری سرمایه‌گذاری میزان ضریب واکنش سود کاهش می‌یابد و این نتیجه بیانگر این است که ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند واکنش بازار به سودآوری شرکت را تضعیف کنند، به عبارتی دیگر وقتی ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری بالا باشد، بازار به تغییرات سود حساسیت کمتری نشان می‌دهد و این موضوع ممکن است به دلیل عدم اطمینان بازار نسبت به پایداری سود باشد. در واقع بازار ممکن است سودهایی که از طریق ناهنجاری سرمایه‌گذاری به دست می‌آید را غیرقابل اعتماد تلقی کند، این یافته در راستای کوه و ناولخا (۲۰۲۰) و سالیوان و ژانگ (۲۰۱۱) می‌باشد طبق نتایج مطالعات، سطوح بالای سرمایه‌گذاری معمولاً به کاهش بازده‌های آتی منجر می‌شود. دلیل این امر، ناکارآمدی یا خطای قیمتی در بازار است. در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری‌های بالا به نسبت بازده مناسبی ایجاد نمی‌کند، ضریب واکنش سود پایین‌تر است؛ زیرا بازار به این سرمایه‌گذاری‌ها با دیدی بدبینانه نگاه می‌کند سالیوان و ژانگ (۲۰۱۱) همچنین، برخی مطالعات نشان می‌دهند که ناکارآمدی در مدیریت منابع، به ویژه در شرکت‌هایی با نرخ رشد و سرمایه‌گذاری بالا، می‌تواند ضریب واکنش سود را به صورت منفی تحت تأثیر قرار دهد، زیرا بازار این سرمایه‌گذاری‌ها را بی‌ارزش تلقی می‌کند همچنین کوه و ناولخا (۲۰۲۰) بیان می‌کنند، ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری به دلیل کاهش بازده و افزایش ریسک، موجب کاهش واکنش بازار به سودهای اعلام‌شده می‌شود. این یافته‌ها نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران، به دلیل عدم اعتماد به پایداری سود، واکنش کمتری نسبت به این سودها دارند، که این امر با نتیجه‌ی شما همخوانی دارد

در مورد فرضیه سوم نتایج نشان داد که انحراف از وجه نقد بهینه تأثیر معناداری بر رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و تغییرپذیری سود ندارد. این نتیجه می‌تواند به این معنا باشد که مدیریت وجه نقد بهینه نمی‌تواند تأثیر ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود را تعدیل کند. به عبارت دیگر صرف نظر از اینکه شرکت وجه نقد مازاد یا کمبود دارد، ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری همچنان تأثیر خود را بر نوسانات سود حفظ می‌کنند. این موضوع می‌تواند به این دلیل باشد که تغییرپذیری سود بیشتر از عوامل مالی دیگر مانند ناهنجاری سرمایه‌گذاری متاثر می‌شود و اثر انحراف از وجه نقد بهینه در این رابطه کم‌رنگ است. این یافته هم راستا با یافته دب، دیوید و اوپرین^۱ (۲۰۱۷) می‌باشد که نشان داده شده که انحراف از وجه نقد تأثیر محدودی بر تعدیل تأثیر ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر تغییرپذیری سود دارد. در این مقاله، تأکید شده که عوامل دیگری مانند کارایی مدیریتی و ریسک‌های عملیاتی بیشترین اثر را بر تغییرپذیری سود دارند، و نقش انحراف وجه نقد به عنوان یک عامل تعدیل‌گر محدود و کم‌اثر است همچنین بر خلاف یافته جیانگ و لی^۲ (۲۰۱۵) است که بیان می‌کند انحراف از وجه نقد می‌تواند به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده مهم در رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و تغییرپذیری سود عمل کند. در این مطالعات، تأثیر انحراف از وجه نقد به طور معناداری بر افزایش یا کاهش تغییرپذیری سود نشان داده شده و اثراتی از قبیل پایداری مالی و دسترسی به نقدینگی مورد توجه قرار گرفته‌اند، که با نتایج شما مغایرت دارد در مجموع نتایج فرضیه سوم بیان می‌کند به طور خلاصه، نتایج شما با برخی از مقالات هم‌جهت است که تأثیر انحراف از وجه نقد را کم‌اثر می‌دانند، اما با برخی دیگر که آن را یک عامل تعدیل‌گر موثر بر تغییرپذیری سود می‌دانند، مغایرت دارد. این نتایج نشان‌دهنده‌ی اختلاف در تأثیرگذاری عوامل خارجی مانند ساختار مدیریت و ریسک‌های بازار بر تغییرپذیری سود است، که در شرایط مختلف ممکن است نقش انحراف وجه نقد به عنوان یک تعدیل‌گر کم‌رنگ یا برجسته باشد. به طور کلی نتایج پژوهش نشان داد که تأثیر

¹ Deb, David & O'Brien

² Jiang & Lie

انحراف از وجه نقد بهینه بر رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و تغییرپذیری سود معنادار نیست. این موضوع ممکن است به دلیل نقش سیاست‌های مدیریت نقدینگی و سرمایه در گردش باشد که نوسانات ناشی از کمبود یا مازاد وجه نقد را کاهش داده و تأثیر مستقیم آن را تضعیف می‌کند. علاوه بر این، متغیرهایی مانند کیفیت مدیریت و ساختار مالکیت می‌توانند در این رابطه اثرگذار باشند و موجب شوند که تأثیر انحراف از وجه نقد بر تغییرپذیری سود در مدل آماری ظاهر نشود. در مجموع، این یافته‌ها نشان می‌دهد که عوامل مدیریتی و ساختاری می‌توانند نقش مهمی در تعیین شدت اثرگذاری انحراف از وجه نقد ایفا کنند و بررسی بیشتر آن‌ها می‌تواند به درک جامع‌تری از این رابطه منجر شود.

در نهایت فرضیه چهارم تأیید شد و نشان داد که انحراف از وجه نقد بهینه تأثیر منفی و معناداری بر رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و ضریب واکنش سود دارد. این نتیجه بیانگر این است که انحراف از وجه نقد بهینه می‌تواند رابطه بین ناهنجاری سرمایه‌گذاری و ضریب واکنش سود را تقویت کند به طوری که با افزایش انحراف از وجه نقد بهینه تأثیر منفی ناهنجاری سرمایه‌گذاری بر ضریب واکنش سود بیشتر می‌شود. این یافته در راستای یافته‌های پیکونی (۲۰۱۰) است که بیان شده انحراف از وجه نقد بهینه می‌تواند بر ضریب واکنش سود تأثیر منفی بگذارد، به‌ویژه زمانی که شرکت‌ها وجه نقد بیش از حد یا کمتر از نیاز نگه می‌دارند. این انحرافات موجب افزایش ناهنجاری در سرمایه‌گذاری و کاهش کیفیت سود می‌شود که در نهایت باعث می‌شود واکنش بازار نسبت به سود کاهش یابد. به عبارت دیگر، بازار با مشاهده نوسانات در سود، اعتماد کمتری به پایداری آن پیدا می‌کند و این امر بر ضریب واکنش سود اثر منفی می‌گذارد و همچنین بر خلاف یافته جیانگ و لی (۲۰۱۵) و دب و همکاران (۲۰۱۷) است که نشان داده‌اند که تأثیر انحراف از وجه نقد بر ضریب واکنش سود کم‌تر یا حتی ناچیز است. در این مطالعات، تأکید بر این است که اگرچه انحراف از وجه نقد می‌تواند نوسانات سود را افزایش دهد، اما لزوماً به کاهش ضریب واکنش سود نمی‌انجامد. طبق این مقالات، عواملی مانند کارایی مدیریت و نقدینگی کلی شرکت تأثیر بیشتری بر ضریب واکنش سود دارند و انحراف وجه نقد به تنهایی تأثیر عمده‌ای بر این رابطه نمی‌گذارد. به طور کلی یافته‌های این پژوهش بر اهمیت مدیریت دقیق سرمایه‌گذاری‌ها و وجه نقد بهینه برای بهبود عملکرد مالی و واکنش بازار تأکید می‌کند. این نتایج می‌تواند برای تحلیلگران مالی، کارگزاران، سرمایه‌گذاران، حساب‌رسان و مدیران مالی به عنوان راهنمایی برای تصمیم‌گیری‌های بهتر در زمینه مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها و وجه نقد مفید باشد.

پیشنهادهای

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت وجه نقد تأثیر قابل‌توجهی بر تغییرپذیری سود و ضریب واکنش سود دارند. با این حال، نقش عواملی مانند کیفیت مدیریت و ساختار مالکیت می‌تواند در این رابطه تعیین‌کننده باشد و نیازمند بررسی‌های بیشتر است. از این‌رو، مدیران مالی و سرمایه‌گذاران باید در تصمیم‌گیری‌های خود به این متغیرها توجه بیشتری داشته باشند و از ابزارهای مدیریت نقدینگی و سرمایه‌گذاری مانند برنامه‌ریزی دقیق جریان نقدی و استفاده از قراردادهای آتی برای کاهش اثرات نوسانات اقتصادی استفاده کنند. به‌ویژه در صنایع سرمایه‌بر مانند فولاد، مدیریت بهینه وجه نقد و کنترل ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند نقش کلیدی در پایداری مالی شرکت‌ها و کاهش نوسانات سود ایفا کند. از سوی دیگر، سیاست‌گذاران اقتصادی و نهادهای نظارتی نیز می‌توانند با اصلاح سیاست‌های مالیاتی، ارائه تسهیلات اعتباری و کنترل نوسانات ارزی، شرایط بهتری را برای مدیریت سرمایه‌گذاری در صنعت فولاد و سایر صنایع فراهم کنند. در این راستا، افزایش شفافیت اطلاعات مالی و نظارت بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها می‌تواند از بروز رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران و تأثیرگذاری بیش‌ازحد تورش‌های رفتاری بر بازار سرمایه جلوگیری کند. در پژوهش‌های آینده، بررسی تأثیر سیاست‌های دولتی بر مدیریت نقدینگی و ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف، به‌ویژه صنعت فولاد می‌تواند به درک بهتری از ریسک‌های سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری‌های مالی در این صنعت کمک کند. همچنین، بررسی نقش تغییرات قیمت جهانی فولاد و شرایط رکود و رونق اقتصادی در تعیین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند به سیاست‌گذاران و مدیران مالی در اتخاذ تصمیمات بهینه و پایدارتر در شرایط اقتصادی مختلف یاری رساند.

محدودیت‌های پژوهش

محدودیت‌ها و مشکلاتی که در اجرای پژوهش موردنظر وجود داشته و باید در تفسیر نتایج پژوهش مورد توجه قرار گیرند. با توجه به محدودیت در جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تسری نتایج این پژوهش به سایر شرکت‌ها می‌بایست با احتیاط انجام شود. همچنین عوامل اقتصادی کلان و شرایط بازار ممکن است تأثیر زیادی بر ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت وجه نقد داشته باشند، اما این عوامل در مدل‌های پژوهشی به راحتی قابل کنترل نیستند. از طرفی تفاوت‌های ساختاری و مالی بین صنایع مختلف می‌تواند بر ناهنجاری‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت وجه نقد تأثیر متفاوتی بگذارد. تعمیم نتایج به تمامی صنایع ممکن است دقیق نباشد. تورم دو رقمی در سال‌های اخیر، بر ارقام صورت‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار بوده و ممکن است وجود چنین تورمی، نتایج این پژوهش را که با استفاده از صورت‌های مالی مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی به دست آمده‌اند را خدشه‌دار کند.

منابع

- ابراهیمی، سیدکاظم، علی بهرامی نسب و صادق سربازی آزاد. (۱۳۹۴). بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و انحراف از وجه نقد بهینه. **دانش حسابداری مالی** ۲(۱): ۱۰۱-۱۲۰.
- احمدی علیائی، زهرا. (۱۴۰۲). تأثیر مسئولیت اجتماعی، درماندگی مالی و رشد شرکت بر ضریب واکنش سود. **حسابداری و بودجه‌ریزی بخش عمومی** ۴(۳): ۴۵-۷۱.
- اخلاقی یزدی نژاد، اسماعیل؛ و مصطفی شمس‌الدینی. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر سیاست‌های تهاجمی مالیاتی بر نقدینگی اضافی با تأکید بر نقش تعدیلی بی‌ثباتی محیطی و اقتصادی (دیدگاه ترکیبی). **نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی** ۱۴(۴): ۸۳-۱۰۸.
- امیدی، گوهر؛ و رؤیا دارابی. (۱۳۹۴). رابطه بین تغییرپذیری سود و پیش‌بینی سود با استفاده از شبکه عصبی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار** ۱۱(۶): ۷۷-۹۲.
- بوژمهرانی، احسان؛ یحیی کامیابی و اسفندیار ملکیان. (۱۳۹۹). زمان‌بندی جریان‌های نقدی و رویدادهای اقتصادی: الگویی برای طبقه‌بندی اقلام تعهدی. **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت** ۹(۳۳): ۲۶۹-۲۸۴.
- بولو، قاسم؛ جعفر باباجانی و بهرام محسنی ملکی. (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **دانش حسابداری** ۳(۱۱): ۷-۲۹.
- بیگدلی ضیایی، محمد تقی. (۱۳۹۵). رابطه ضریب واکنش سود با اندازه شرکت و سود غیرمنتظره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **چشم انداز مدیریت مالی** ۶(۱۴): ۱۰۵-۱۲۷.
- پوریوسف، اعظم. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر تعدیلی سویه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر رابطه نزدیک بینی مدیر و مسئولیت‌پذیری اجتماعی. **راهبرد مدیریت مالی** ۱۲(۳): ۲۵-۵۰.
- پیرایش، رضا؛ و مرتضی چغاله. (۱۳۹۳). تأثیر انگیزه‌های هموارسازی سود بر ضریب واکنش بازده غیر عادی نسبت به سود غیرمنتظره. **حسابداری مالی** ۶(۲۱): ۸۳-۱۰۹.
- حمیدیان، نرگس. (۱۴۰۱). تأثیر هم‌حرکتی سود بر احتمال دستکاری سود با در نظر گرفتن رقابت بازار محصول. **پیشرفت‌های حسابداری** ۱۴(۲): ۶۵-۹۷.
- خانی، عبدالله. (۱۳۹۱). ناهنجاری تأمین مالی و ناهنجاری سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۸۹-۱۳۸۳. **تحقیقات مالی** ۱۴(۲): ۳۱-۴۶.
- خردیار، سینا؛ حسنا قهرمانی صغیر و صغری براری نوکاشتی. (۱۴۰۳). بررسی رابطه بین ناهنجاری حسابداری، ریسک و بازده (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت** ۱۳(۵۲): ۱۳۷-۱۵۲.

دارایی، رویا؛ و ابوالفضل نانگیر. (۱۴۰۳) تأثیر چسبندگی هزینه بر ضریب واکنش سود و همزمانی قیمت سهام. *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری* ۸(۲۸): ۱۹۳۹-۱۹۲۲.

دستگیر، محسن؛ و عبدالرضا تالانه. (۱۳۸۵). سود، قیمت سهم، و ارزشیابی مبتنی بر اختیار. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی* ۱۳(۴).

دهداری، حسین؛ سیده زهرا موسوی و همایون اشکورجیری. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت حسابداری، اقتصاد و بانکداری*، تهران.

رامینه، شلر. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بر ضریب واکنش سود. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت* ۷(۸۸): ۸۳-۹۵.

رضائیان جویباری، اعظم؛ جمادوردی گرگانی دوجی؛ مجید اشرفی و علی خامکی. (۱۴۰۲). شناسایی مهم‌ترین عوامل مؤثر بر اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران و بررسی نحوه اثرگذاری آن‌ها طی زمان. *پیشرفت‌های حسابداری* ۱۵(۲).

صالحی، عباس؛ افشین مرادی؛ فریده جانباز و محمد صادقی لویه. (۱۴۰۱). تأثیر راهبردهای تجاری بر ضریب واکنش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت* ۵(۷۰): ۳۴-۱۵.

عابدینی، بیژن و فریدینا، آرزو. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ساختار سرمایه و گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر بازده دارایی‌ها و ضریب واکنش سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری* ۱۹(۴)، ۱۵۰-۱۶۰.

عرب زاده، میثم، فروغی، داریوش و امیری، هادی. (۱۳۹۷). تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی با استفاده از مدل قیمت‌گذاری چند عاملی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۳)، ۳۰۵-۳۲۶.

فروغی، داریوش و سعید فرزادی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تغییرات جریان‌های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی* ۲(۱): ۳۶-۲۱.

فضل‌زاده، علیرضا؛ وحید احمدیان و سجاد نقدی. (۱۴۰۱). اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر ضریب واکنش به سود حسابداری. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی* ۱۴(۵۳): ۲۴-۵.

کردستانی، غلامرضا؛ و زهرا عبدلی. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر هموارسازی سود بر ضریب واکنش جاری و آتی سود با توجه به نقش محیط اطلاعاتی. *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری* ۶(۲۱): ۱۶۲۳-۱۶۰۶.

مقدم، زیبا؛ و مرتضی خنلاری. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و سطوح مختلف نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت* ۳(۲۱): ۹۷-۱۱۲.

ملائی، رحیم. (۱۴۰۱). تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نرخ تورم. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت* ۵(۶۱): ۱۱۴-۱۰۳.

ملکی، عاطفه؛ سعید جلالی نیا و اصغر حمزه ئی. (۱۴۰۱). رابطه بین تجربه مدیر عامل و سطح نگهداشت وجه نقد. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت* ۵(۶۷): ۱-۱۰.

میرزایی، سجاد؛ مهدی محمدی و غلامرضا منصورفر. (۱۴۰۲). مقایسه‌ی دقت مدل‌های آماری و یادگیری ماشین برای پیش‌بینی نگهداشت وجه نقد و ارائه مدل بهینه. *راهبرد مدیریت مالی* ۱۱(۳).

ناظمی اردکانی، مهدی؛ و حمید زارع حسین آبادی. (۱۳۹۵). تأثیر انحراف از وجه نقد بهینه بر بازده انباشته آتی غیرعادی سهام. *دانش حسابداری* ۷(۲۴): ۱۵۴-۱۳۷.

- نوروزی، محمد؛ محمد وظیفه و پیمان رضایی. (۱۳۹۸). تأثیر انحراف از ساختار سرمایه بهینه بر نگهداشت وجه نقد. **چهارمین کنفرانس ملی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد با تأکید بر بازاریابی منطقه‌ای و جهانی**، تهران.
- هاشمی، سیدعباس؛ نرگس حمیدیان و خدیجه ابراهیمی. (۱۳۹۲). بررسی ناهنجاری اقلام تعهدی با در نظر گرفتن ریسک ناتوانی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **حسابداری مالی** ۱۹: ۱-۲۰.
- وکیلی فرد، حمیدرضا و سروش یار، افسانه. (۱۳۹۱). ارزیابی تأثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر عملکرد و بازده آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **حسابداری مالی** ۴(۱۵): ۱۱۷-۱۳۳.
- Aiffa, N.Z., & I.F. Nadhifah. (2024). Pengaruh Firm Size, Leverage, Dan Profitability Terhadap Earnings Response Coefficient: Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2020-2022. **Jurnal Manajemen Dan Ekonomi Kreatif** 2(2): 90-105.
- Al-Husseini, Z. (2024). The Impact of Applying International Standard Nine on the Quality of Accounting Information. **International Journal of Business and Management Sciences** 4(05): 170-190 .
- Ball, R. (1978). Anomalies in relationships between securities' yields and yield-surrogates. **Journal of Financial Economics** 6(2-3): 103-126 .
- Banz, R.W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. **Journal of Financial Economics** 9(1): 3-18 .
- Bushman, R.M., & A.J. Smith. (2001). Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics** 32(1-3): 237-333.
- Cao, V.N., P. Gray & A. Zhong. (2019). Investment-related anomalies in Australia: Evidence and explanations. **International Review of Financial Analysis** 61: 97-109.
- Chen, F., O.K. Hope, Q. Li & X. Wang. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. **The Accounting Review** 86(4): 1255-1288.
- Chichernea, D.C., A.D. Holder & A. Petkevich. (2015). Does return dispersion explain the accrual and investment anomalies?. **Journal of Accounting and Economics** 60(1): 133-148 .
- Damodaran, D., R. Regin & S.S. Rajest. (2024). A Research Study on the Management of Cash in Newspaper Companies Around the World. **Management** 6: 12.
- Deb, P., P. David & J. O'Brien. (2017). When is cash good or bad for firm performance?. **Strategic Management Journal** 38(2): 436-454.
- Demirer, R., & S.P. Jategaonkar. (2013). The conditional relation between dispersion and return. **Review of Financial Economics** 22(3): 125-134. DOI: 10.1016/j.rfe.2013.04.004
- Fairfield, P.M., J.S. Whisenant & T.L. Yohn. (2003). Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing. **The Accounting Review** 78(1): 353-371 .
- Fama, E.F., & K.R. French. (1992). The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance** 47(2): 427-465 .
- Gulen, H., & M. Ion. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. **The Review of Financial Studies** 29(3): 523-564.
- Hornby, S. (2015). **Oxford Advanced Learner's Dictionary**. Oxford University Press, Fifth Edition.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review** 76(2): 323-329 .
- Jiang, X. (2010). Return dispersion and expected returns. **Financial Markets and Portfolio Management** 24: 107-135.
- Jiang, Z., & E. Lie. (2016). Cash holding adjustments and managerial entrenchment. **Journal of Corporate Finance** 36: 190-205.

- Jones, J.J. (1991). Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research** 29(2): 193-228 .
- Julio, B., & Y. Yook. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. **The journal of finance** 67(1): 45-83.
- Keynes, J.M. (1937). The general theory of employment. **The Quarterly Journal of Economics** 51(2): 209-223.
- Kim, Y.C., I. Seol & Y.S. Kang. (2018). A study on the earnings response coefficient (ERC) of socially responsible firms. **Management Research Review** 41(9): 1010-1032 .
- Kiracı, K., & B. Vasigh. (2024). A novel approach to determinants of corporate cash holdings: Evidence from the airline industry. **Journal of Air Transport Management** 120, 102666.
- Koh, K., & S.K. Nawalkha. (2020). Firm efficiency and the investment anomalies. **Managerial Finance** 46(12): 1589-1603.
- Leverly, J., & Y. Qian. (2011). **Do acquisitions create more value when good management replaces bad management?** Unpublished Working Paper, University of Iowa, Iowa City.
- Lyandres, E., L. Sun & L. Zhang. (2008). The new issues puzzle: Testing the investment-based explanation. **The Review of Financial Studies** 21(6): 2825-2855.
- Majid, A., C. Pahlevi, A.R. Laba & M. Sobarsyah. (2019). Cash Holding and Value of Indonesia Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. **International Journal of Advanced Engineering Research and Science (IJAERS)** 6(10): 190-194.
- Oler, D., & M. Picconi. (2009). Implications of insufficient and excess cash for future performance. **Available at SSRN** 1092880 .
- Opler, Tim., Pinkowitz, Lee., Stulz, ReneH. & Williamson, Rohan. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, **Journal of Financial Economics**, 52, 3 -46.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. **Review of Accounting Studies**, 11: 159-189.
- Rosenberg, B., K. Reid & R. Lanstein. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. **Journal of Portfolio Management** 11(3): 9-16.
- Sandy, R.M., & A.S. Mulya. (2024). The Effect of Earnings Persistence and Capital Structure. on **Earnings Response Coefficient in Indonesia Stock Exchange**.
- Sloan, R.G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. **Accounting Review** 289-315 .
- Sullivan, M., & A.J. Zhang. (2011). Are investment and financing anomalies two sides of the same coin?. **Journal of Empirical Finance** 18(4): 616-633.
- Sumiati, S. (2020). Effect of Cash Holding on Firm Value with Ownership Structure as A Moderating Variable in Indonesia Company. **Jurnal Aplikasi Manajemen** 18(1): 122-129 .
- Wu, J., L. Zhang & X.F. Zhang. (2010). The q-theory approach to understanding the accrual anomaly. **Journal of Accounting Research** 48(1): 177-223.
- Wu, X., Wang, Y., & Tong, X. (2021). Cash holdings and oil price uncertainty exposures. **Energy Economics**, 99, 105303 .
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. **The Accounting Review** 76(3): 357-373 .
- Yilmaz, I., & A. Samour. (2024). The effect of cash holdings on financial performance: evidence from middle eastern and North African countries. **Journal of Risk and Financial Management** 17(2): 53.
- Zach, T. (2003). Inside the accrual anomaly. **University of Rochester** .
- Zahid, N., & J. Ahmed. (2023). Earnings Quality Index, Political Connections and Firm Performance. **Journal of Positive School Psychology** 7(3): 337-354.

