



Financial Accounting Research

Financial Accounting Research

E-ISSN: 2322-3405

Vol. 18, Issue 1, No.67, 2026, P: 1- 32

Received: 05.08.2026 Accepted: 12.10.2026

The Role of Management Accounting Practices in Strengthening or Weakening the Effect of Stock Illiquidity on Stock Returns

Zahra Khorramdel Masouleh* : Department of Management and Accounting, Technical and Vocational University (TVU), Tehran, Iran
zkhoram@tvu.ac.ir

Abstract

Stock returns are a key criterion for investors' decisions. Yet firms with similar levels of illiquidity do not necessarily experience identical returns; this heterogeneity indicates that market-based characteristics alone are insufficient and that the quality of the firm's internal information environment also plays a role. This study aims to examine the effect of stock illiquidity on stock returns and the moderating role of management accounting practices in this relationship. The statistical population consists of firms listed on the Tehran Stock Exchange, and the sample includes 162 firms over the period 2017–2024 (1,296 firm-year observations), selected through systematic elimination. Data were analyzed using panel regression with fixed effects. The results show that illiquidity has a significant negative effect on stock returns, and management accounting practices significantly weaken this relationship. Firms with higher levels of these practices experience a smaller decline in returns under similar illiquidity conditions. These findings highlight the importance of internal information systems in mitigating the adverse effects of capital-market frictions.

Keywords: Management Accounting Practices, Stock Illiquidity, Stock Returns, Firm Information Environment.

* Corresponding author

2322-3405 © The author(s) Publisher: University of Isfahan



This is an open access article under the CC-BY-NC 4.0 License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0>).



[10.22108/far.2026.150061.2242](https://doi.org/10.22108/far.2026.150061.2242)

Introduction

Stock illiquidity is a major friction in capital markets because it increases transaction costs, limits trading opportunities, and intensifies information asymmetry among market participants. Consequently, investors generally require higher expected returns to compensate for liquidity risk. Although numerous studies have examined the relationship between stock illiquidity and stock returns, empirical evidence remains inconclusive, particularly in emerging markets where institutional settings and information environments differ from developed economies.

Recent studies suggest that the consequences of stock illiquidity depend not only on market characteristics but also on firms' information environments. Firms capable of producing timely and reliable information reduce uncertainty surrounding corporate performance and enable investors to make better-informed decisions. Among the mechanisms that improve internal information quality, management accounting practices (MAPs) play an important role by supporting planning, budgeting, investment appraisal, performance evaluation, strategic management, and risk management. These practices enhance managerial decision-making and indirectly improve information quality available to capital market participants.

Despite extensive research on liquidity and information quality, little attention has been devoted to the moderating role of MAPs in the relationship between stock illiquidity and stock returns. Moreover, previous studies have primarily relied on questionnaire-based measures of MAPs, which are subject to response bias and limit the use of archival data. To overcome these limitations, this study employs a validated textual measure of MAPs derived from board of directors' reports using content analysis and natural language processing techniques. Furthermore, this study extends the existing literature by integrating management accounting and capital market perspectives within a single empirical framework. Rather than treating management accounting practices merely as internal managerial tools, the study conceptualizes them as mechanisms that improve firms' information environments and, consequently, influence how capital markets price liquidity-related risk.

Accordingly, this study investigates the effect of stock illiquidity on stock returns and examines whether MAPs moderate this relationship among firms listed on the Tehran Stock Exchange. By integrating accounting and finance perspectives and employing an objective archival measure of MAPs, the study contributes to the literature on corporate information environments and capital market efficiency.

Methods & Materials

This study is an applied quantitative investigation using a descriptive–correlational design based on archival panel data. The statistical population consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Firms operating in financial industries were excluded because of their distinct financial structures. Additional selection criteria required a fiscal year ending in March and complete financial and annual report data throughout the study period. The final sample comprised 162 firms, providing 1,296 firm-year observations during 2017–2024.

Financial data were obtained from audited financial statements, the CODAL disclosure system, and the Rahavard Novin database. MAPs were measured using a validated textual index developed from board of directors' reports. Following text preprocessing, reports were analyzed in Python 3.11.3 using a predefined management accounting dictionary covering seven dimensions. The resulting scores were standardized using Z-scores before inclusion in the regression models.

The hypotheses were tested using panel data regression with cross-sectional fixed effects and White period (cross-section cluster) robust standard errors to address heteroskedasticity. A robustness test was also performed by replacing annual stock return with compound return.

Findings

Table 1 summarizes the empirical findings. The baseline model indicates that stock illiquidity has a negative and statistically significant effect on stock returns ($\beta = -0.045$, $p < 0.01$), supporting the first hypothesis.

After introducing MAPs and the interaction term, the direct effect of MAPs remained statistically insignificant ($\beta = -4.731$, $p = 0.361$). However, the interaction between stock

illiquidity and MAPs was positive and statistically significant ($\beta = 0.023$, $p < 0.05$), indicating that management accounting practices mitigate the adverse effect of stock illiquidity on stock returns. Consequently, firms with greater adoption of MAPs experience a weaker negative association between illiquidity and stock performance.

The robustness test using compound return produced consistent results. Stock illiquidity remained negatively significant, whereas the interaction term continued to be positive and significant, confirming the stability of the findings.

Among the control variables, the market-to-book ratio, price-to-earnings ratio, stock price volatility, and profit margin exhibited positive and significant relationships with stock returns, whereas firm size showed a significant negative relationship. The models demonstrated satisfactory explanatory power (Adjusted $R^2 \approx 0.69$), and Durbin–Watson statistics (≈ 2.18) indicated no serious autocorrelation.

Table 1.
Summary of Empirical Results

Hypothesis / Variable	Expected Sign	Empirical Result	Supported
Stock Illiquidity (LIQ) $\rightarrow$ Stock Return	–	Negative ($p < 0.01$)	✓
Management Accounting Practices (MAP)	+	Not significant	✗
LIQ $\times$ MAP	+	Positive ($p < 0.05$)	✓
Robustness Test (Compound Return)	—	Results confirmed	✓

Conclusion and Results

The study demonstrates that stock illiquidity exerts a statistically and economically significant negative effect on returns among TSE-listed firms over 2017–2024. In the Iranian emerging-market setting, informational and transactional frictions associated with lower liquidity dominate any potential liquidity-risk premium, resulting in depressed realized returns. This pattern aligns with evidence from other emerging markets (Bekaert et al., 2007; Chaudhry & Gupta, 2024; Liu, 2006) and with prior Iranian studies documenting a positive liquidity–return association.

More importantly, management accounting practices function as a meaningful moderator. Firms that more extensively employ the seven dimensions of MAPs experience a materially weaker negative association between illiquidity and returns. The insignificant main effect of MAPs, coupled with a significant positive interaction, indicates that the value of these practices materializes primarily under conditions of market friction rather than as a universal direct driver of returns. The findings are consistent with information-asymmetry theory (Bushman & Smith, 2001; Lambert et al., 2007) and contingency theory (Otley, 2016): higher-quality internal information systems reduce investor ambiguity, improve price discovery, and partially offset the costs of trading constraints. The protective role of MAPs is therefore most valuable specifically when external information frictions are severe.

By employing a validated archival text-based measure of MAPs, the research bridges the traditionally separate literatures of market microstructure and management accounting. It shows that internal information infrastructure is not merely an operational concern but a market-relevant organizational capacity that can shield firm value from liquidity-related shocks. Practical implications follow for corporate managers (invest in advanced MAP systems as part of informational infrastructure), investors and analysts (incorporate qualitative assessments of internal information quality into valuation), and regulators (encourage richer disclosure of management systems and control processes to reduce information asymmetry). Future research may examine interactions of MAPs with other governance or disclosure attributes, extend the text-based measure to additional capital-market outcomes, or conduct cross-country comparisons to assess generalizability.

In sum, the relation between market characteristics and stock performance cannot be fully understood without reference to the quality of firms’ internal information systems. Management accounting practices serve as an organizational buffer that mitigates the adverse consequences of stock illiquidity.

نقش رویه‌های حسابداری مدیریت در تشدید یا تضعیف اثر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام

زهرا خرم‌دل ماسوله* : گروه مدیریت و حسابداری، دانشگاه ملی و مهارت، تهران، ایران

zkhoram@tvu.ac.ir

چکیده

بازده سهام یکی از مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است، اما شرکت‌هایی با سطح مشابه عدم نقدشوندگی، بازده یکسانی تجربه نمی‌کنند. این ناهمگنی نشان می‌دهد ویژگی‌های بازارمحور به‌تنهایی کافی نیست و کیفیت محیط اطلاعاتی درون‌شرکتی نیز نقش دارد. پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام و نقش تعدیل‌گر رویه‌های حسابداری مدیریت در این رابطه انجام شد. جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه شامل ۱۶۲ شرکت طی دوره ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۳ (۱۲۹۶ مشاهده شرکت-سال) است که با روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. داده‌ها با رگرسیون تابلویی و اثرات ثابت تحلیل شدند. نتایج نشان داد عدم نقدشوندگی تأثیری منفی و معنادار بر بازده سهام دارد و رویه‌های حسابداری مدیریت این رابطه را به طرز معنادار تضعیف می‌کنند؛ به گونه‌ای که شرکت‌های دارای سطح بالاتر این رویه‌ها، در شرایط مشابه عدم نقدشوندگی، کاهش کمتری در بازده تجربه می‌کنند. این یافته‌ها بر اهمیت سیستم‌های اطلاعاتی داخلی در کاهش آثار منفی اصطکاک‌های بازار سرمایه تأکید دارد.

واژه‌های کلیدی: رویه‌های حسابداری مدیریت، عدم نقدشوندگی سهام، بازده سهام، محیط اطلاعاتی شرکت.

مقدمه

بازار سرمایه همواره در پی شناسایی عواملی بوده است که بتوانند رفتار بازده سهام را با دقت بیشتری تبیین کنند؛ زیرا بازده سهام نه فقط مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در تخصیص منابع و ارزیابی عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شود، بلکه بازتابی از میزان کارایی بازار در پردازش و انعکاس اطلاعات نیز به شمار می‌رود (Fama, 1970). با وجود پیشرفت‌های قابل ملاحظه در ادبیات مالی، شواهد تجربی نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از نظر ویژگی‌های بازار، از جمله سطح عدم نقدشوندگی سهام، در شرایط مشابه قرار دارند، الزاماً بازده یکسانی را تجربه نمی‌کنند. این ناهمگنی بیانگر آن است که اتکای صرف به متغیرهای بازارمحور کافی نیست و بخشی از تفاوت‌ها ناشی از کیفیت محیط اطلاعاتی و سازوکارهای مدیریتی درون شرکت است. از این رو، طی سال‌های اخیر، توجه پژوهشگران از بررسی صرف ویژگی‌های بازار به شناسایی عواملی معطوف شده است که بتوانند کیفیت اطلاعات تولیدشده در شرکت را ارتقا و نحوه واکنش سرمایه‌گذاران به شرایط بازار را توضیح دهند (Bushman & Smith, 2001; Li & Zhang, 2026; Lambert et al., 2007;).

یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های بازار که همواره به عنوان منشأ افزایش نااطمینانی سرمایه‌گذاران شناخته شده، عدم نقدشوندگی سهام است. عدم نقدشوندگی بیانگر دشواری انجام معاملات بدون ایجاد تغییر قابل ملاحظه در قیمت دارایی است و از مهم‌ترین اصطکاک‌های بازارهای مالی محسوب می‌شود (Lee & Amihud, 2002; Wang, 2023). کاهش نقدشوندگی، علاوه بر افزایش هزینه معاملات، سرعت کشف قیمت را کاهش می‌دهد و از طریق تشدید عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران، فرایند انتقال اطلاعات به قیمت سهام را با اختلال مواجه می‌کند (Easley & O'Hara, 2004; Aman & Moriyasu, 2022). با این حال، نتایج مطالعات تجربی درباره رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام همواره یکسان نبوده است. برخی از پژوهش‌ها نشان داده‌اند سرمایه‌گذاران برای نگهداری سهام کم‌نقدشونده، صرف ریسک بیشتری مطالبه می‌کنند و در نتیجه، بازده مورد انتظار افزایش می‌یابد (Butt et al., 2022; Dong et al., 2024; Pastor Amihud & Mendelson, 1986; & Stambaugh, 2003). در حالی که گروهی دیگر گزارش کرده‌اند در بسیاری از بازارها، به ویژه بازارهای نوظهور، کاهش نقدشوندگی از طریق کاهش کارایی اطلاعاتی و محدود شدن فعالیت معاملاتی، به افت بازده سهام منجر می‌شود (Będowska-Sójka et al., 2022; Liu, 2006; Bekaert et al., 2007). این ناهمخوانی نشان می‌دهد رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام، رابطه‌ای صرفاً بازارمحور نیست و احتمالاً متأثر از ویژگی‌های درون‌شرکتی است که تاکنون کمتر مورد توجه قرار گرفته‌اند.

بر این اساس، پرسش اساسی آن است که اگر دو شرکت از سطحی مشابه از عدم نقدشوندگی برخوردار باشند، چرا شدت تأثیر آن بر بازده سهام در هر دو شرکت یکسان نیست. چرا برخی از شرکت‌ها در مواجهه با شرایط مشابه بازار، کاهش بیشتری در بازده سهام تجربه می‌کنند، در حالی که برخی دیگر آثار منفی ناشی از عدم نقدشوندگی را تا حدی زیاد کنترل می‌کنند؟ پاسخ به این پرسش مستلزم توجه به سازوکارهای اطلاعاتی درون شرکت است؛ سازوکارهایی که می‌توانند کیفیت اطلاعات، میزان عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت نحوه واکنش بازار به شرایط عدم نقدشوندگی را تحت تأثیر قرار دهند.

یکی از مهم‌ترین این سازوکارها، رویه‌های حسابداری مدیریت است. رویه‌های حسابداری مدیریت مجموعه‌ای از ابزارها و تکنیک‌های اطلاعاتی هستند که با تولید و تحلیل اطلاعات مالی و غیرمالی، مدیران را در برنامه‌ریزی، کنترل، تصمیم‌گیری و ارزیابی عملکرد یاری می‌کنند (Pedroso & Gomes, Chenhall, 2003; 2024). در ادبیات معاصر، این رویه‌ها طیفی از فعالیت‌ها شامل مدیریت هزینه، بودجه‌بندی، ارزیابی سرمایه‌گذاری، برنامه‌ریزی و کنترل عملیاتی، ارزیابی عملکرد، مدیریت راهبردی و مدیریت ریسک را در بر می‌گیرند (Ferreira & Otley, 2009; Rashid et al., 2023; Cadez & Guilding, 2008). استقرار مؤثر این رویه‌ها می‌تواند کیفیت و قابلیت استفاده از اطلاعات داخلی را برای تصمیم‌گیری مدیریتی ارتقا دهد و از این طریق، بر کیفیت اطلاعات در دسترس ذی‌نفعان نیز اثرگذار باشد. از این نظر، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که از رویه‌های حسابداری مدیریت پیشرفته‌تری بهره می‌برند، در مواجهه با شرایط مشابه عدم نقدشوندگی، آثار منفی کمتری را در بازده سهام تجربه کنند.

با وجود اهمیت روزافزون رویه‌های حسابداری مدیریت، یکی از چالش‌های اصلی این حوزه، نحوه اندازه‌گیری میزان به‌کارگیری این رویه‌هاست. تقریباً بیشتر مطالعات پیشین، به دلیل نبود شاخص‌های عینی، از پرسشنامه‌ها و سنجش‌های ادراکی مدیران برای اندازه‌گیری این متغیر استفاده کرده‌اند (Cadez & Guilding, 2008; Wobst et al., 2025; Chenhall, 2003). هرچند این رویکرد سهمی مهم در توسعه ادبیات حسابداری مدیریت داشته است، محدودیت‌هایی مانند سوگیری پاسخ‌دهندگان، محدود بودن حجم نمونه و دشواری استفاده در مطالعات مبتنی بر داده‌های آرشیوی را نیز به همراه دارد. در پاسخ به این خلأ، خرم‌دل و همکاران (۱۴۰۳) برای نخستین بار یک معیار متنی اعتبارسنجی شده برای سنجش میزان به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت ارائه کردند. این معیار با بهره‌گیری از تحلیل محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره و بر پایه هفت بُعد اصلی رویه‌های حسابداری مدیریت، امکان سنجش عینی، مبتنی بر داده‌های آرشیوی و قابل تکرار این متغیر را فراهم آورد و زمینه استفاده از آن را در پژوهش‌های بازار سرمایه مهیا کرد.

با وجود این پیشرفت، تاکنون پژوهشی این موضوع را بررسی نکرده است که آیا رویه‌های حسابداری مدیریت می‌توانند شدت اثر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام را نیز تغییر دهند یا خیر. بر این اساس، پژوهش حاضر با این استدلال که رویه‌های حسابداری مدیریت بخشی از زیرساخت اطلاعاتی شرکت را تشکیل می‌دهند، نقش آنها را نه به عنوان یک متغیر با اثر مستقیم، بلکه به عنوان سازوکار اطلاعاتی تعدیل‌کننده در رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام بررسی می‌کند. از این نظر، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که از رویه‌های حسابداری مدیریت کارآمدتری بهره می‌برند، به دلیل کیفیت بیشتر اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، در برابر پیامدهای منفی ناشی از عدم نقدشوندگی آسیب‌پذیری کمتری داشته باشند.

نوآوری پژوهش حاضر صرفاً بررسی یک رابطه جدید نیست، بلکه معرفی یک سازوکار اطلاعاتی جدید برای تبیین اثر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام است. در این راستا، برای نخستین بار از معیار متنی اعتبارسنجی شده رویه‌های حسابداری مدیریت در بررسی رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام استفاده شده است؛ معیاری که امکان مطالعه این سازه را بر پایه داده‌های آرشیوی فراهم می‌کند و دامنه کاربرد آن را از مطالعات حسابداری

مدیریت به یکی از موضوع‌های اساسی ادبیات مالی گسترش می‌دهد. افزون بر این، برخلاف مطالعات پیشین که عمدتاً رویه‌های حسابداری مدیریت را به عنوان متغیری با اثر مستقیم بر عملکرد شرکت بررسی کرده‌اند، پژوهش حاضر نقش تعدیل‌گر این رویه‌ها را در رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام آزمون می‌کند و به این ترتیب، پلی میان ادبیات مالی و حسابداری مدیریت برقرار می‌کند.

بر این اساس، هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام و تبیین نقش تعدیل‌گر رویه‌های حسابداری مدیریت در این رابطه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. انتظار می‌رود یافته‌های این پژوهش بتواند ضمن توسعه ادبیات نظری، شواهدی جدید درباره نقش کیفیت سیستم‌های اطلاعاتی داخلی در کاهش آثار منفی محدودیت‌های اطلاعاتی بازار ارائه دهد و برای مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه نیز دارای پیامدهای کاربردی باشد.

مبانی نظری و بسط فرضیه‌های پژوهش

عدم نقدشوندگی سهام و بازده سهام؛ مسئله‌ای فراتر از ویژگی‌های بازار

بازده سهام یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و معیار اصلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی است. از دیدگاه نظریه بازارهای کارا، قیمت و بازده سهام باید تمامی اطلاعات در دسترس را به سرعت و به طور کامل منعکس کنند (Fama, 1970; Said et al., 2024). با این حال، تحقق این فرآیند مستلزم وجود بازاری با نقدشوندگی مناسب است؛ بازاری که در آن سرمایه‌گذاران بتوانند با حداقل هزینه و در کوتاه‌ترین زمان ممکن معاملات خود را انجام دهند. در مقابل، کاهش نقدشوندگی موجب افزایش هزینه‌های معاملاتی، کند شدن فرآیند کشف قیمت و کاهش کارایی انتقال اطلاعات به قیمت سهام می‌شود (Amihud, 2002; Feng et al., 2023).

از منظر مالی، عدم نقدشوندگی تنها یک ویژگی معاملاتی نیست، بلکه نوعی اصطکاک بازار محسوب می‌شود که می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. نظریه قیمت‌گذاری دارایی‌ها با در نظر گرفتن ریسک نقدشوندگی پیش‌بینی می‌کند که سرمایه‌گذاران برای نگهداری دارایی‌های کم‌نقدشونده، بازده مورد انتظار بالاتری مطالبه کنند تا هزینه‌ها و ریسک ناشی از دشواری معامله را جبران نمایند (Amihud & Mendelson, 1986; Pastor & Stambaugh, 2003; Cheng et al., 2025; Acharya & Pedersen, 2005). بر این اساس، در شرایط ایده‌آل بازارهای توسعه‌یافته، انتظار می‌رود رابطه بین عدم نقدشوندگی و بازده مورد انتظار مثبت باشد.

با این حال، این پیش‌بینی نظری عمدتاً بر بازده مورد انتظار و در بستر بازارهای توسعه‌یافته صادق است. در بازارهای نوظهور، شواهد تجربی متعددی نشان داده‌اند رابطه بین عدم نقدشوندگی و بازده تحقیق‌یافته ممکن است منفی باشد (Bekaert et al., 2007; Liu, 2006; Chaudhry & Gupta, 2024). دلیل این امر آن است که در چنین بازارهایی، کاهش نقدشوندگی معمولاً با افزایش شدید عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش مشارکت سرمایه‌گذاران، محدود شدن عمق بازار و کند شدن فرآیند کشف قیمت همراه است. این عوامل در مجموع به فشار

فروش، کاهش تقاضا و در نهایت افت قیمت‌های واقعی سهام منجر می‌شوند. به عبارت دیگر، در شرایطی که اصطکاک‌های اطلاعاتی و معاملاتی غالب باشند، اثر منفی عدم نقدشوندگی بر بازده تحقق‌یافته می‌تواند بر صرف ریسک نقدشوندگی غلبه کند.

این ناهم‌خوانی بیانگر آن است که تأثیر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام صرفاً تابع ویژگی‌های بازار نیست و تحت تأثیر عوامل درون‌شرکتی نیز قرار دارد. از این نظر، می‌توان استدلال کرد بخشی از تفاوت مشاهده‌شده در واکنش شرکت‌ها به عدم نقدشوندگی با کیفیت محیط اطلاعاتی و سازوکارهای اطلاعاتی درون شرکت مرتبط است؛ بنابراین، برای تبیین دقیق‌تر رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام، لازم است علاوه بر ویژگی‌های بازار، نقش عوامل درون‌شرکتی نیز مورد توجه قرار گیرد؛ عواملی که بتوانند آثار ناشی از محدودیت‌های اطلاعاتی بازار را تعدیل کنند و رفتار بازده سهام را بهتر توضیح دهند. در بخش بعد، با تکیه بر این استدلال، نقش رویه‌های حسابداری مدیریت به عنوان یکی از مهم‌ترین سازوکارهای اطلاعاتی درون شرکت بررسی می‌شود.

رویه‌های حسابداری مدیریت به عنوان یک سازوکار اطلاعاتی

در محیط رقابتی و پویای امروز، مزیت رقابتی شرکت‌ها بیش از گذشته به کیفیت اطلاعاتی وابسته است که مبنای تصمیم‌گیری مدیران قرار می‌گیرد. در چنین شرایطی، رویه‌های حسابداری مدیریت صرفاً مجموعه‌ای از تکنیک‌های محاسبه بهای تمام‌شده یا کنترل بودجه نیستند، بلکه به عنوان بخشی از سیستم اطلاعاتی مدیریت، نقش اساسی در تولید، پردازش و تحلیل اطلاعات مالی و غیرمالی برای پشتیبانی از تصمیم‌گیری‌های راهبردی ایفا می‌کنند (Begum & Rahman, 2025; Otley, 2016; Chenhall, 2003).

ادبیات حسابداری مدیریت، رویه‌های حسابداری مدیریت را مجموعه‌ای از ابزارها و فرایندهای مکمل می‌داند که با هدف ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری و کنترل سازمانی طراحی شده‌اند. این رویه‌ها با فراهم کردن اطلاعات مورد نیاز مدیران برای برنامه‌ریزی، کنترل، ارزیابی عملکرد و تصمیم‌گیری‌های راهبردی، به ارتقای کیفیت اطلاعات داخلی کمک می‌کنند و در نتیجه، می‌توانند بر کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت اثرگذار باشند (Ferreira & Otley, 2009; Rashid et al., 2023; Cadez & Guilding, 2008). هرچه این رویه‌ها به شکلی منسجم‌تر و گسترده‌تر در شرکت به کار گرفته شوند، اطلاعات مورد نیاز برای برنامه‌ریزی، کنترل و تصمیم‌گیری مدیریتی با کیفیت بیشتری تولید و پردازش می‌شود و از این طریق می‌تواند به بهبود کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت کمک کند.

از دیدگاه نظریه اقتصادی، هیچ نظام حسابداری مدیریتی واحدی برای همه سازمان‌ها کارآمد نیست و اثربخشی رویه‌های حسابداری مدیریت به تناسب آنها با شرایط محیطی، ویژگی‌های سازمان و نیازهای اطلاعاتی مدیران بستگی دارد (Vu et al., 2026; Otley, 2016). در محیط‌هایی که با عدم اطمینان، نوسانات اقتصادی و تغییرات سریع همراه هستند، سازمان‌ها به اطلاعات گسترده‌تر، به‌هنگام‌تر و یکپارچه‌تر نیاز دارند؛ از این رو، استقرار رویه‌های حسابداری مدیریت پیشرفته می‌تواند توانایی مدیران را در تحلیل شرایط، پیش‌بینی پیامدها و

اتخاذ تصمیم‌های مناسب افزایش دهد. پژوهش‌های جدید نیز نشان داده‌اند با افزایش عدم اطمینان محیطی، استفاده از رویه‌های حسابداری مدیریت و ارزش اطلاعات حاصل از آنها برای تصمیم‌گیرندگان افزایش می‌یابد. از نظر اقتصاد اطلاعات، کارکرد اصلی رویه‌های حسابداری مدیریت در بهبود محیط اطلاعاتی شرکت است. اگرچه اطلاعات حاصل از این رویه‌ها عمدتاً برای استفاده داخلی تولید می‌شود، از طریق تصمیم‌های مدیریتی، کیفیت گزارشگری و سیاست‌های عملیاتی، آثار آن به بازار سرمایه نیز منتقل می‌شود. در نتیجه، شرکت‌های برخوردار از سیستم‌های حسابداری مدیریت کارآمد، معمولاً از محیط اطلاعاتی شفاف‌تر و عدم تقارن اطلاعاتی کمتری برخوردار هستند (Campbell et al., 2025; Healy & Palepu, 2001). همچنین، مطالعات جدید نشان می‌دهند تحول دیجیتال و گسترش فناوری‌های اطلاعاتی نقش حسابداری مدیریت را از یک ابزار کنترلی به یک زیرساخت اطلاعاتی راهبردی برای خلق ارزش و پشتیبانی از تصمیم‌گیری ارتقا داده است.

با وجود این، بخش عمده مطالعات پیشین رویه‌های حسابداری مدیریت را عمدتاً در ارتباط با پیامدهایی مانند عملکرد مالی، کارایی عملیاتی، نوآوری یا خلق ارزش بررسی کرده‌اند و کمتر به این موضوع توجه داشته‌اند که این رویه‌ها چگونه می‌توانند واکنش بازار سرمایه به ویژگی‌های معاملاتی سهام را تحت تأثیر قرار دهند. به بیان دیگر، اگر رویه‌های حسابداری مدیریت واقعاً کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت را ارتقا می‌دهند، این پرسش مطرح می‌شود که آیا این بهبود اطلاعاتی می‌تواند شدت آثار ناشی از محدودیت‌های اطلاعاتی بازار، از جمله عدم نقدشوندگی سهام، را نیز کاهش دهد. بررسی این موضوع مبنای توسعه استدلال نظری و فرضیه دوم پژوهش حاضر است.

نقش رویه‌های حسابداری مدیریت در تعدیل اثر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام

با وجود شواهد موجود، این پرسش همچنان بی‌پاسخ باقی مانده است که چرا شرکت‌هایی با سطوحی مشابه از عدم نقدشوندگی، واکنش‌هایی متفاوت در بازده سهام نشان می‌دهند.

پاسخ به این پرسش را می‌توان در تفاوت کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت‌ها جست‌وجو کرد. اگرچه عدم نقدشوندگی یکی از مهم‌ترین اصطکاک‌های بازار سرمایه محسوب می‌شود، شدت آثار آن تا حدی زیاد به کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت بستگی دارد؛ به گونه‌ای که در شرکت‌های برخوردار از اطلاعات باکیفیت‌تر، ابهام ناشی از محدودیت‌های معاملاتی کاهش می‌یابد و سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری اقدام به ارزش‌گذاری سهام می‌کنند (Christensen et al., 2026). در مقابل، در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف‌تر، عدم نقدشوندگی با تشدید عدم تقارن اطلاعاتی و واکنش منفی‌تر بازار همراه است (Duan et al., 2023; Healy & Palepu, 2001; Lambert et al., 2007).

از این نظر، رویه‌های حسابداری مدیریت را می‌توان یکی از مهم‌ترین سازوکارهای شکل‌دهنده محیط اطلاعاتی شرکت دانست. این رویه‌ها با ارتقای کیفیت اطلاعات استفاده‌شده توسط مدیران و انعکاس آثار آن در گزارشگری و تصمیم‌های عملیاتی، محیط اطلاعاتی شرکت را بهبود می‌بخشند (Begum & Chenhall, 2003; Rahman, 2025; Ferreira & Otley, 2009).

بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، هر عاملی که موجب افزایش کیفیت اطلاعات و کاهش ابهام میان مدیران و سرمایه‌گذاران شود، می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش دهد و فرایند کشف قیمت را بهبود بخشد (Bushman & Smith, 2001; Lambert et al., 2007; Campbell et al., 2025). مطالعات پیشین نیز نشان داده‌اند کیفیت بیشتر سیستم‌های اطلاعاتی داخلی و سازوکارهای کنترل مدیریتی می‌تواند شدت آثار منفی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و اصطکاک‌های بازار را کاهش دهد (Campbell et al., Christensen et al., 2026; Lambert et al., 2007; Sun et al., 2024). بر این اساس، می‌توان استدلال کرد کیفیت بیشتر اطلاعات داخلی، در شرایط عدم نقدشوندگی، می‌تواند از طریق کاهش ابهام اطلاعاتی، بخشی از آثار منفی محدودیت‌های معاملاتی بر واکنش بازار را کاهش دهد (Campbell et al., 2025; Lambert et al., Christensen et al., 2026; 2007).

از سوی دیگر، نظریه اقتضایی نیز بیان می‌کند اثربخشی ابزارهای مدیریتی به تناسب آنها با شرایط محیطی بستگی دارد (Otley, 2016; Rashid et al., 2023). در محیط‌هایی که عدم نقدشوندگی و عدم اطمینان اطلاعاتی بیشتر است، ارزش اطلاعات تولیدشده توسط سیستم‌های حسابداری مدیریت نیز افزایش می‌یابد؛ زیرا مدیران برای برنامه‌ریزی و کنترل مؤثر و سرمایه‌گذاران برای ارزیابی دقیق‌تر شرکت، بیش از پیش به اطلاعات قابل اتکا نیاز دارند؛ از این رو، می‌توان استدلال کرد اطلاعات حاصل از به‌کارگیری این رویه‌ها، از طریق فراهم کردن اطلاعات مرتبط برای تصمیم‌گیری و کنترل، می‌تواند بخشی از آثار منفی عدم نقدشوندگی بر بازده سهام را کاهش دهد. بر این اساس، فرض می‌شود رویه‌های حسابداری مدیریت در قالب یک سازوکار اطلاعاتی تعدیل‌کننده، رابطه منفی میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام را تضعیف کنند. چارچوب مفهومی پژوهش بر پایه این استدلال در شکل (۱) ارائه شده است.

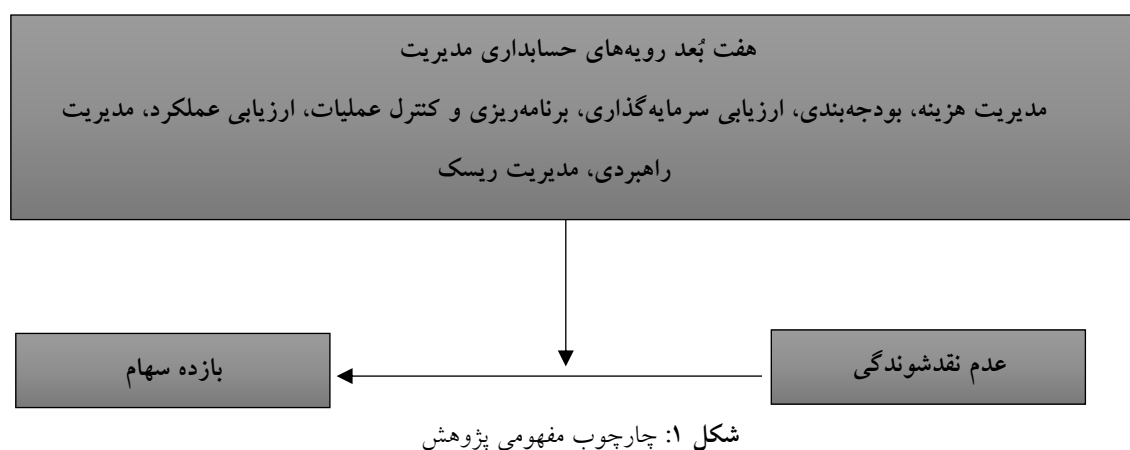


Figure 1: Conceptual framework of the research

شکل (۱) چارچوب مفهومی پژوهش را نشان می‌دهد که در آن، رویه‌های حسابداری مدیریت به عنوان یک سازوکار اطلاعاتی درون‌شرکتی، نقش تعدیل‌گر در رابطه میان عدم نقدشوندگی سهام و بازده سهام ایفا می‌کنند.

مروری بر پژوهش‌های پیشین و تبیین خلأ پژوهش

مطالعات مرتبط با عدم نقدشوندگی و بازده سهام

رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام یکی از موضوع‌های بنیادین در ادبیات مالی است که طی چهار دهه گذشته از جنبه‌های مختلف بررسی شده است. مطالعات اولیه عدم نقدشوندگی را به عنوان هزینه‌ای برای سرمایه‌گذاران تلقی کردند و نشان دادند سهامی که با هزینه معاملاتی بیشتر و سرعت کمتر مبادله می‌شوند، برای جبران این محدودیت، بازده مورد انتظار بیشتری ایجاد می‌کنند (Amihud & Mendelson, 1986). در ادامه، پژوهش‌های آمیهود، پاستور و استمبو و آچریا و پدرسون نشان دادند نقدشوندگی صرفاً یک ویژگی معاملاتی نیست، بلکه به عنوان یکی از عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری دارایی‌ها و تعیین بازده سهام عمل می‌کند (Amihud, 2002; Pastor & Stambaugh, 2003; Acharya & Pedersen, 2005). مطالعات جدیدتر نیز این دیدگاه را توسعه و نشان داده‌اند شدت اثر عدم نقدشوندگی بر بازده تحت تأثیر ویژگی‌های اطلاعاتی شرکت، کیفیت افشا و میزان عدم تقارن اطلاعاتی قرار دارد؛ به گونه‌ای که شرکت‌های برخوردار از محیط اطلاعاتی شفاف‌تر آثار منفی کمتری از محدودیت‌های نقدشوندگی را تجربه می‌کنند (Kelly & Ljungqvist, Foucault et al., 2013; Butt et al., 2012). شواهد بین‌المللی جدیدتر نیز وجود صرف نقدشوندگی را در بازارهای مختلف تأیید کرده‌اند (Butt et al., 2012). همچنین، نوسان‌پذیری نقدشوندگی تأثیر منفی بر بازده سهام در بازارهای بین‌المللی دارد (Feng et al., 2023) و ریسک نقدشوندگی، هم به عنوان ویژگی شرکتی و هم به عنوان عامل قیمت‌گذاری سیستماتیک، با بازده مورد انتظار رابطه‌ای معنادار دارد (Dong et al., 2024). در بازارهای نوظهور، به دلیل نوسان‌پذیری بیشتر و نقدشوندگی کمتر، این اثرات با شدت بیشتری مشاهده می‌شود (Chaudhry & Gupta, 2024).

در ادبیات داخلی، مطالعات متعدد نقدشوندگی سهام و ارتباط آن با بازده سهام را بررسی کرده‌اند. بادآورنهدی و همکاران (۱۳۹۲) نیز با بهره‌گیری از دو شاخص شکاف نسبی قیمت و نرخ گردش سهام، نشان دادند افزایش نقدشوندگی با بهبود بازده سهام همراه است. همچنین، ابزری و همکاران (۱۳۹۲) با ارائه یک معیار چندبعدی نقدشوندگی، نشان دادند اثر نقدشوندگی بر بازده سهام حتی پس از کنترل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و سبک‌های سرمایه‌گذاری، همچنان معنادار باقی می‌ماند. در پژوهشی جدیدتر، قجریبیگی و نقاط (۱۴۰۰) نشان دادند نقدشوندگی علاوه بر اثرگذاری بر بازده مورد انتظار سهام، با کیفیت گزارشگری مالی و مدیریت سود نیز ارتباط دارد. در مجموع، اگرچه این مطالعات نقش تعیین‌کننده نقدشوندگی در تبیین بازده سهام را تأیید می‌کنند، عمدتاً اثر مستقیم نقدشوندگی را بررسی و کمتر به این پرسش توجه کرده‌اند که چه سازوکارهای اطلاعاتی می‌توانند شدت این رابطه را تغییر دهند.

مطالعات مرتبط با رویه‌های حسابداری مدیریت و محیط اطلاعاتی

در حوزه حسابداری مدیریت، پژوهش‌ها عمدتاً بر این موضوع متمرکز بوده‌اند که چگونه رویه‌های

حسابداری مدیریت از طریق تولید و پردازش اطلاعات، کیفیت تصمیم‌گیری مدیران و عملکرد سازمان را بهبود می‌بخشد. بر اساس نظریهٔ اقتضایی، اثربخشی این رویه‌ها به تناسب آنها با شرایط محیطی و نیازهای اطلاعاتی سازمان وابسته است (Otley, 2016; Chenhall, 2003). مطالعات کادز و گایدلینگ و فریرا و اوتلی نیز نشان داده‌اند استفادهٔ گسترده‌تر از ابزارهای حسابداری مدیریت کیفیت برنامه‌ریزی، کنترل، ارزیابی عملکرد و تصمیم‌های راهبردی را ارتقا می‌دهد و در نهایت محیط اطلاعاتی شرکت را بهبود می‌بخشد (Cadez & Ferreira & Otley, 2009; Guilding, 2008). در سال‌های اخیر، نیز با گسترش فناوری‌های اطلاعاتی و تحول دیجیتال، نقش حسابداری مدیریت از یک ابزار کنترلی به یک زیرساخت اطلاعاتی برای پشتیبانی از تصمیم‌های راهبردی و کاهش عدم اطمینان تغییر یافته است (Rosmala, 2024; Pires et al., 2023).

در ادبیات داخلی نیز، مطالعات مرتبط با کیفیت اطلاعات نشان می‌دهند ویژگی‌های محیط اطلاعاتی شرکت می‌تواند بر رفتار بازار اثرگذار باشد. برای مثال، یوسفی اصل و همکاران (۱۳۹۵) نشان دادند شفافیت گزارشگری مالی رابطه‌ای معنادار با نقدشوندگی سهام دارد و الگوی پیشنهادی آنان در سنجش شفافیت، توان تبیین بیشتری نسبت به برخی از شاخص‌های متداول افشا دارد. همچنین، مختاری (۱۴۰۰) نشان داد عدم تقارن اطلاعاتی رابطهٔ میان هم‌زمانی قیمت و نقدشوندگی سهام را به طرزی معنادار تعدیل می‌کند؛ یافته‌ای که بیانگر اهمیت کیفیت محیط اطلاعاتی در تبیین رفتار بازار است. با این حال، در بیشتر این پژوهش‌ها، محیط اطلاعاتی از نظر کیفیت افشا یا گزارشگری مالی بررسی شده و نقش رویه‌های حسابداری مدیریت به عنوان منشأ تولید اطلاعات داخلی شرکت، کمتر مورد توجه قرار گرفته است.

تبیین خلا پژوهش

مرور مطالعات پیشین نشان می‌دهد ادبیات موجود در دو مسیر نسبتاً مستقل توسعه یافته است. پژوهش‌های مالی عمدتاً بر بررسی رابطهٔ مستقیم میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام تمرکز داشته‌اند و پژوهش‌های حسابداری مدیریت نیز بیشتر پیامدهای مستقیم به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت بر عملکرد، کارایی و خلق ارزش شرکت را بررسی کرده‌اند. در نتیجه، هنوز شواهد تجربی محدودی دربارهٔ این موضوع وجود دارد که آیا رویه‌های حسابداری مدیریت می‌توانند از طریق ارتقای محیط اطلاعاتی شرکت، شدت اثر منفی عدم نقدشوندگی بر بازده سهام را تغییر دهند یا خیر. افزون بر این، بخش عمدهٔ مطالعات حسابداری مدیریت، این رویه‌ها را با استفاده از پرسشنامه‌های ادراکی اندازه‌گیری کرده‌اند؛ در حالی که پژوهش حاضر با بهره‌گیری از معیار متنی اعتبارسنجی شده مبتنی بر تحلیل محتوای گزارش فعالیت هیئت‌مدیره، این رابطه را بر پایهٔ داده‌های آرشیوی بررسی می‌کند. از این نظر، پژوهش حاضر نه فقط دو جریان ادبیات مالی و حسابداری مدیریت را به یکدیگر پیوند می‌دهد، بلکه با استفاده از یک سنجش عینی برای اندازه‌گیری رویه‌های حسابداری مدیریت، شواهدی جدید دربارهٔ نقش اطلاعات مدیریتی در تعدیل آثار عدم نقدشوندگی بر بازده سهام ارائه می‌کند.

بسط فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول

بر اساس مبانی نظری و شواهد تجربی پیشین، عدم نقدشوندگی سهام از طریق افزایش هزینه‌های معاملاتی، تشدید عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش مشارکت سرمایه‌گذاران، فرایند کشف قیمت را مختل می‌کند. در بازارهای نوظهور، این اختلال‌ها عمدتاً به صورت فشار فروش و کاهش تقاضا ظاهر می‌شوند و در نتیجه، بازده تحقق‌یافته سهام را کاهش می‌دهند. برخلاف پیش‌بینی نظریه کلاسیک صرف ریسک نقدشوندگی که بر بازده مورد انتظار متمرکز است، در شرایطی که اصطکاک‌های اطلاعاتی غالب باشند، انتظار می‌رود اثر منفی عدم نقدشوندگی بر بازده تحقق‌یافته غالب شود. بر این اساس، فرضیه نخست پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: عدم نقدشوندگی سهام تأثیری منفی و معنادار بر بازده سهام دارد.

فرضیه دوم

مطابق استدلال‌های نظری، رویه‌های حسابداری مدیریت با بهبود کیفیت اطلاعات داخلی، ارتقای تصمیم‌گیری مدیریتی و کاهش ابهام اطلاعاتی، می‌توانند نحوه واکنش بازار به محدودیت‌های نقدشوندگی را تحت تأثیر قرار دهند؛ از این رو، بر مبنای استدلال نظری بالا، فرض می‌شود شدت اثر عدم نقدشوندگی بر بازده سهام در شرکت‌هایی که از رویه‌های حسابداری مدیریت کارآمدتری برخوردار هستند، متفاوت باشد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: رویه‌های حسابداری مدیریت رابطه بین عدم نقدشوندگی سهام و بازده سهام را به طریزی معنادار تعدیل می‌کنند.

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش، جامعه و نمونه آماری

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش اجرا، توصیفی-همبستگی است که با استفاده از داده‌های پس‌رویدادی و در چارچوب مطالعات کمی انجام شده است. داده‌های پژوهش از صورت‌های مالی و گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج و با بهره‌گیری از روش داده‌های تابلویی تجزیه و تحلیل شده‌اند. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. نمونه آماری با استفاده از روش نمونه‌گیری سیستماتیک حذفی و بر اساس معیارهای استاندارد زیر انتخاب شد:

۱) عدم عضویت در صنایع مالی شامل بانک‌ها، مؤسسه‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها، به دلیل تفاوت در ماهیت فعالیت، ساختار مالی و الزامات گزارشگری.

۲) دارابودن داده‌های مالی کامل برای دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۳.

۳) پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به اسفندماه باشد.

با اعمال معیارهای بالا، تعداد ۱۶۲ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۳ انتخاب شدند که در مجموع، ۱۲۹۶ مشاهده شرکت-سال را تشکیل می‌دهند.

مدل و روش برآورد

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیونی مبتنی بر داده‌های تابلویی استفاده شد. به منظور انتخاب الگوی مناسب، آزمون‌های تشخیصی انجام شد و بر اساس نتایج آزمون هاسمن، مدل‌ها با اثرات ثابت مقطعی برآورد شدند. همچنین، به منظور کنترل ناهمسانی واریانس و افزایش قابلیت اتکای آزمون‌های آماری، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته با وزن‌های مقطعی و خطاهای معیار با اصلاح وایت و خوشه‌بندی در سطح مقاطع استفاده شد.

گردآوری اطلاعات مورد نیاز برای تدوین مبانی نظری و پیشینه پژوهش به روش کتابخانه‌ای انجام شد. داده‌های مالی مورد نیاز از صورت‌های مالی شرکت‌ها، سامانه کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین (نسخه ۳) استخراج و پس از آماده‌سازی، در نرم‌افزار اکسل ۲۰۱۹ پردازش شدند. برای استخراج معیار متنی رویه‌های حسابداری مدیریت از گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره، از زبان برنامه‌نویسی پایتون (نسخه ۳،۱۱،۳) استفاده شد. همچنین، به منظور کاهش اثر مشاهدات پرت، تمامی متغیرهای کمی پژوهش پیش از برآورد مدل‌ها در سطوح صدک دهم و نودم وینسورایز شدند. در نهایت، برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از نرم‌افزار ایویز نسخه ۱۳ انجام شد. مدل‌های پژوهش به شرح زیر هستند:

مدل آزمون فرضیه اول

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 PBV_{it} + \beta_4 PE_{it} + \beta_5 VOL_{it} + \beta_6 PROFIT_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

مدل آزمون فرضیه دوم

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{it} + \beta_2 ZMAP_{it} + \beta_3 (ZMAP_{it} \times ILLIQ_{it}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 PBV_{it} + \beta_6 PE_{it} + \beta_7 VOL_{it} + \beta_8 PROFIT_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

مدل آزمون استحکام نتایج

$$COMPOUNDRE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{it} + \beta_2 ZMAP_{it} + \beta_3 (ZMAP_{it} \times ILLIQ_{it}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 PBV_{it} + \beta_6 PE_{it} + \beta_7 VOL_{it} + \beta_8 PROFIT_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این مدل‌ها، RET_{it} : بازده سهام، $ILLIQ_{it}$: رتبه نقدشوندگی (شاخص عدم نقدشوندگی سهام)، $SIZE_{it}$: اندازه شرکت، PBV_{it} : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، PE_{it} : نسبت قیمت به سود، VOL_{it} : نوسان قیمت، $PROFIT_{it}$: حاشیه سود، $ZMAP_{it}$: رویه‌های حسابداری مدیریت استاندارد شده، $COMPOUNDRE_{it}$: بازدهی مرکب β_1 تا β_8 ضرایب و ε_{it} خطای الگو است.

استخراج و اندازه‌گیری معیار متنی رویه‌های حسابداری مدیریت

به منظور اندازه‌گیری رویه‌های حسابداری مدیریت، در پژوهش حاضر از معیار متنی توسعه‌یافته توسط **خرم‌دل و همکاران (۱۴۰۳)** استفاده شده است. این معیار با بهره‌گیری از تحلیل محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره و تکنیک‌های پردازش زبان طبیعی، میزان به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت را بر پایه افشاهای عمومی شرکت‌ها اندازه‌گیری می‌کند.

فرایند استخراج این معیار با گردآوری گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌های نمونه از سامانه کدال آغاز شد. در گام نخست، متن گزارش‌ها استخراج شد و در محیط برنامه‌نویسی پایتون (نسخه ۳،۱۱،۳) تحت عملیات پیش پردازش قرار گرفت. این عملیات شامل حذف علائم نگارشی، اعداد و کاراکترهای غیرضروری، یکسان‌سازی نگارش واژگان، حذف کلمات توقف، اصلاح فاصله‌گذاری، نرمال‌سازی متون و آماده‌سازی پیکره متنی برای تحلیل بود.

پس از آماده‌سازی پیکره متنی، مدل ورد توک بر روی مجموعه گزارش‌ها آموزش داده شد تا نمایش برداری واژگان و روابط معنایی میان آنها استخراج شود. سپس، با استفاده از فرهنگ واژگان تخصصی اعتبارسنجی‌شده، میزان شباهت معنایی واژگان موجود در گزارش هر شرکت با مفاهیم مرتبط با رویه‌های حسابداری مدیریت محاسبه و امتیاز هر یک از ابعاد استخراج شد. در این مرحله، مدل ورد توک با استفاده از شباهت معنایی میان واژگان، در شناسایی و گسترش واژگان مرتبط با مفاهیم رویه‌های حسابداری مدیریت به کار گرفته شد و پس از بررسی و اعتبارسنجی واژگان مرتبط، فرهنگ واژگان نهایی برای محاسبه شاخص استفاده شد.

در این معیار، رویه‌های حسابداری مدیریت در هفت بُعد شامل مدیریت هزینه، بودجه‌بندی، ارزیابی سرمایه‌گذاری، برنامه‌ریزی و کنترل عملیات، ارزیابی عملکرد، مدیریت راهبردی و مدیریت ریسک عملیاتی شده‌اند. برای هر بُعد، مجموعه‌ای از واژگان و مفاهیم تخصصی تعریف و امتیاز هر بُعد بر اساس فراوانی واژه‌های وزن‌دار مرتبط با آن بُعد در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت محاسبه می‌شود. به این ترتیب، برای هر شرکت سال، ابتدا امتیاز هر یک از هفت بُعد به صورت جداگانه به دست می‌آید و سپس امتیازهای هفت‌گانه برای تشکیل امتیاز کلی رویه‌های حسابداری مدیریت تجمع می‌شوند. در نهایت، به منظور افزایش قابلیت مقایسه میان شرکت‌ها، شاخص حاصل با استفاده از نمره استاندارد (Z-Score) استانداردسازی و با نماد ZMAP در مدل‌های پژوهش به کار گرفته شد.

اعتبار این معیار در پژوهش **خرم‌دل و همکاران (۱۴۰۳)** از طریق ارزیابی روایی محتوا و روایی همگرا تأیید شده است. فرایند استخراج معیار متنی رویه‌های حسابداری مدیریت در **شکل (۲)** ارائه شده است.



شکل ۲: فرایند استخراج و اندازه‌گیری معیار متنی رویه‌های حسابداری مدیریت

Figure 2: Process of extracting and measuring textual criteria of management accounting practices

نمونه‌ای از واژگان کلیدی استفاده‌شده برای استخراج هر یک از ابعاد رویه‌های حسابداری مدیریت در **نگاره ۱** ارائه شده است.

نگاره ۱: نمونه‌ای از واژگان کلیدی استفاده‌شده برای استخراج معیار متنی رویه‌های حسابداری مدیریت

Table 1: An example of keywords used to extract textual criteria for management accounting procedures

ابعاد رویه‌های حسابداری مدیریت	نمونه‌ای از واژگان و مفاهیم کلیدی
مدیریت هزینه	بهینه‌سازی هزینه‌ها، پایش هزینه، رهبری هزینه، کاهش قیمت تمام‌شده، سیستم بهای تمام‌شده، هزینه‌های تولید، مدیریت قیمت تمام‌شده
ارزیابی سرمایه‌گذاری	فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه در گردش، فعالیت‌های تأمین مالی، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، بهینه‌سازی منابع، جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری
بودجه‌بندی	بودجه جامع، بودجه عملیاتی، بودجه سرمایه‌ای، بودجه فروش، تحقق بودجه، گزارشگری بودجه، مقایسه بودجه و عملکرد واقعی
برنامه‌ریزی و کنترل عملیات	برنامه‌ریزی تولید، تولید ناب، مدیریت کیفیت جامع، بهره‌وری منابع، شش سیگما، کنترل موجودی، سیستم مدیریت یکپارچه
ارزیابی عملکرد	شاخص‌های کلیدی عملکرد، کارت امتیازی متوازن، بازده دارایی‌ها، سهم بازار، توانمندسازی کارکنان، گزارش پایداری، ارزیابی عملکرد کارکنان
مدیریت راهبردی	برنامه‌ریزی راهبردی، تحلیل SWOT، توسعه بازار، توسعه زنجیره ارزش، مدیریت زنجیره تأمین، حاکمیت شرکتی، خلق ارزش پایدار
مدیریت ریسک	مدیریت ریسک، کمیته مدیریت ریسک، ریسک عملیاتی، ریسک اعتباری، ریسک نقدینگی، ریسک بازار، کنترل ریسک

(منبع: اقتباس از خرم‌دل و همکاران، ۱۴۰۳)

گفتنی است، **نگاره ۱** فقط نمونه‌ای از واژگان و مفاهیم کلیدی استفاده‌شده در هر یک از ابعاد رویه‌های حسابداری مدیریت را نشان می‌دهد و بیانگر تمامی واژگان به‌کاررفته در فرایند استخراج نیست. فرهنگ جامع واژگان، مترادف‌ها و قواعد محاسبه شاخص متنی در پژوهش خرم‌دل و همکاران (۱۴۰۳) تدوین و اعتبارسنجی شده است. در پژوهش حاضر، به منظور حفظ یکنواختی و قابلیت مقایسه نتایج، همان فرهنگ واژگان و روش استخراج، بدون اعمال هر گونه تغییر، برای پردازش گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره و محاسبه شاخص رویه‌های حسابداری مدیریت استفاده شد.

متغیرهای پژوهش

از آنجا که در این پژوهش سعی بر آن است که نقش تعدیل‌گری رویه‌های حسابداری مدیریت در رابطه بین عدم نقدشوندگی سهام و بازده سهام بررسی شود، کلیه متغیرهای پژوهش شامل متغیرهای مستقل، وابسته، تعاملی و کنترلی و نحوه محاسبه آنها در نگاره (۲) ارائه شده است.

متغیرهای کنترلی پژوهش بر اساس ادبیات استاندارد مدل‌های بازده سهام انتخاب شده‌اند. اندازه شرکت به عنوان یکی از عوامل شناخته‌شده اثرگذار بر بازده (اثر اندازه) وارد مدل شده است. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت قیمت به سود به عنوان معیارهای فرصت‌های رشد و انتظارات بازار کنترل شده‌اند. نوسان قیمت سهام برای کنترل ریسک و حاشیه سود نیز به عنوان معیار سودآوری شرکت در نظر گرفته شده است. این متغیرها در مطالعات متعدد مرتبط با بازده سهام استفاده شده‌اند (برای نمونه، Butt et al., Amihud, 2002; 2022; Dong et al., 2024; Pastor & Stambaugh, 2003).

نگاره ۲: نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

Table 2: Measurement of Research Variables

نام اختصاری متغیر	نام کامل متغیر	نوع متغیر	روش محاسبه
<i>RETit</i>	بازده سهام	وابسته	$\text{بازده} = \frac{(\text{قیمت پایه - قیمت روز}) + \text{سود سهام نقدی پرداختی} + \text{حق تقدم} + \text{سهام جایزه}}{1000 \times (\text{قیمت پایه} + \text{درصد افزایش سرمایه از محل آورده})} \times 100$ در این پژوهش، بازده سهام به صورت بازده تحقق‌یافته سالانه اندازه‌گیری شده است.
<i>COMPOUNDREit</i>	بازدهی مرکب	وابسته (آزمون استحکام)	$COMPOUNDREit = \left(\prod_{t=1}^n (1 + RETit) \right)^{\frac{1}{n}} - 1$ که در آن: <i>RETit</i> بازده تحقق‌یافته سهام در سال <i>t</i> و <i>n</i> تعداد سال‌های دوره مورد بررسی است.
<i>ILLIqit</i>	رتبه نقدشوندگی	مستقل	این شاخص ترکیبی از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است و بر اساس شش مؤلفه معاملاتی ساخته می‌شود: تعداد خریداران، تعداد دفعات معامله، تعداد روزهای معامله‌شده، تعداد سهام معامله‌شده، حجم معاملات و ارزش متوسط معاملات روزانه. فرمول محاسبه به شرح زیر است: $رتبه نقدشوندگی = \frac{1}{\frac{1}{\text{تعداد معاملات}} + \frac{1}{\text{تعداد سهام معامله‌شده}} + \frac{1}{\text{تعداد روز معامله‌شده}} + \frac{1}{\text{تعداد دفعات معامله}} + \frac{1}{\text{تعداد خریداران}} + \frac{1}{\text{متوسط ارزش روز}}}$ این رابطه برگرفته از نرم‌افزار ره‌آورد نوین است. عدد بزرگ‌تر در این شاخص بیانگر نقدشوندگی کمتر (عدم نقدشوندگی بیشتر) است. این معیار در مطالعات داخلی بازار سرمایه ایران نیز استفاده شده است.
<i>PBVit</i>	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	کنترل	تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم
<i>PEit</i>	نسبت قیمت به سود	کنترل	تقسیم قیمت بازار هر سهم به سود هر سهم
<i>SIZEit</i>	اندازه	کنترل	لگاریتم طبیعی مجموع درآمد (فروش)

	شرکت	
<i>VOLit</i>	نوسان قیمت	کنترل
<i>PROFITit</i>	حاشیه سود	کنترل
<i>ZMAPit</i>	رویه‌های حسابداری مدیریت استاندارد شده	تعدیل‌گر
<i>ZMAPit</i> × <i>ILLIQit</i>	جمله تعاملی	تعاملی

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نگاره (۳) خلاصه‌ای از آمار توصیفی متغیرهای استفاده‌شده در مدل پژوهش را برای ۱۲۹۶ مشاهده شرکت-سال نشان می‌دهد. بررسی این آمار پیش از انجام تحلیل‌های رگرسیونی، درکی بهتر از محیط نمونه‌گیری و رفتار متغیرها فراهم می‌آورد.

نگاره ۳: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table 3: Descriptive Statistics of Research Variables

متغیر	آماره	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده سهام	۶۸/۴۶۸	۳۷/۳۸۹	۲۸۲/۲۲۴	۳۱/۱۷۱	۹۶/۹۲۴	۱/۱۰۰	۳/۰۹۷	۳/۰۹۷
بازدهی مرکب	۱/۶۸۴	۱/۳۷۳	۳/۸۲۲	۰/۶۸۸	۰/۹۶۹	۱/۱۰۰	۳/۰۹۷	۳/۰۹۷
رتبه نقدشوندگی	۲۸۳/۴۵۱	۲۸۶/۰۰۰	۵۰۵/۰۰۰	۵۷/۰۰۰	۱۵۰/۵۸۶	-۰/۰۲۹	۱/۷۰۶	۱/۷۰۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۵/۴۰۴	۴/۱۳۴	۱۳/۲۰۳	۱/۳۸۸	۳/۸۱۹	۰/۸۹۵	۲/۵۵۴	۲/۵۵۴
نسبت قیمت به سود	۲۳/۷۷۰	۱۲/۱۲۲	۸۵/۱۵۶	۲/۲۵۵	۲۶/۲۷۱	۱/۴۳۸	۳/۶۹۴	۳/۶۹۴
اندازه شرکت	۶/۸۸۳	۶/۸۳۰	۸/۰۴۲	۵/۹۳۸	۰/۶۶۶	۰/۲۸۷	۱/۹۸۸	۱/۹۸۸
نوسان قیمت	۰/۸۴۸	۰/۳۴۸	۴/۴۱۱	-۱/۹۱۹	۱/۹۶۶	۰/۴۶۹	۲/۱۷۰	۲/۱۷۰
حاشیه سود	۲۴/۲۷۸	۲۱/۶۴۲	۵۵/۴۲۵	۰/۹۹۴	۱۷/۸۴۳	۰/۳۷۱	۱/۹۱۰	۱/۹۱۰
رویه‌های حسابداری مدیریت استاندارد شده	-۰/۰۱۶	-۰/۰۵۸	۱/۲۴۹	-۱/۱۶۰	۰/۷۷۲	۰/۱۲۳	۱/۸۸۶	۱/۸۸۶
جمله تعاملی	۸/۲۱۲	-۹/۹۸۶	۶۳۱/۰۲۵	-۵۸۶/۰۳۱	۲۴۶/۹۱۷	۰/۲۳۰	۳/۲۵۹	۳/۲۵۹

نگاره (۳) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را برای ۱۲۹۶ مشاهده شرکت-سال ارائه می‌کند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، متغیرهای پژوهش از پراکندگی مناسبی برخوردار هستند و این امر بیانگر وجود تنوع کافی در ویژگی‌های شرکت‌های نمونه است. برای نمونه، میانگین بازده سهام برابر ۶۸/۴۶۸ و میانگین رتبه نقدشوندگی ۲۸۳/۴۵۱ است که نشان می‌دهد شرکت‌های مورد بررسی از نظر عملکرد بازار و وضعیت نقدشوندگی دارای

تفاوت‌هایی قابل ملاحظه هستند. همچنین، میانگین متغیر استاندارد شده رویه‌های حسابداری مدیریت نزدیک به صفر ($-0/016$) و انحراف معیار آن برابر $0/772$ است که با فرایند استانداردسازی این متغیر سازگار است. از سوی دیگر، مقادیر چولگی و کشیدگی متغیرها نشان می‌دهد پس از وینسورایزکردن تمامی متغیرهای کمی در صدک‌های دهم و نودم، اثر مشاهدات پرت تا حدی زیاد کنترل شده است؛ به گونه‌ای که ضرایب چولگی بیشتر متغیرها در دامنه قابل قبول قرار دارند و مقادیر کشیدگی نیز عموماً به مقدار مرجع نزدیک هستند. این موضوع بیانگر آن است که توزیع متغیرها نسبت به حالت اولیه متعادل‌تر شده و احتمال تأثیرگذاری داده‌های حدی بر نتایج برآورد کاهش یافته است؛ بنابراین، داده‌های پژوهش از کیفیتی مناسب برای انجام تحلیل‌های رگرسیونی و استنباط آماری برخوردار هستند.

آمار تشخیصی

به منظور بررسی ویژگی‌های داده‌های پژوهش، انتخاب الگوی مناسب برآورد و شناسایی مشکلات احتمالی اقتصادسنجی، مجموعه‌ای از آزمون‌های تشخیصی انجام شد. ابتدا، آزمون لوین، لین و چو (LLC) برای بررسی مانایی متغیرها، آزمون F لیمر برای انتخاب بین مدل تلفیقی و پانلی و آزمون هاسمن برای تعیین نوع اثرات در مدل پانلی به کار گرفته شد. همچنین، هم‌خطی چندگانه با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF)، ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی سریالی و وابستگی مقطعی بررسی شد. نتایج آزمون‌های یادشده در **نگاره (۴)** ارائه شده است.

نتایج **نگاره (۴)** نشان می‌دهد تمامی متغیرهای پژوهش در سطح مانا هستند و مقادیر عامل تورم واریانس نیز در محدوده قابل قبول قرار دارند؛ بنابراین، شواهدی از مشکل هم‌خطی چندگانه مشاهده نمی‌شود. همچنین، نتایج آزمون F لیمر بر پانلی بودن داده‌ها و نتایج آزمون هاسمن بر مناسب بودن الگوی اثرات ثابت دلالت دارد. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس مقطعی و آزمون وابستگی مقطعی نیز وجود این مشکلات را در مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد. در مقابل، ضریب وقفه یک‌دوره‌ای باقی‌مانده‌ها در هر دو مدل از نظر آماری معنادار نیست (به ترتیب $0/3317$ و $0/4035$) و بنابراین، شواهدی از خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در مدل‌ها مشاهده نشد. بر این اساس، در برآورد نهایی مدل‌ها از روش‌های مقاوم متناسب با ساختار داده‌ها و نتایج آزمون‌های تشخیصی استفاده شد.

نگاره ۴: نتایج آزمون‌های تشخیصی و انتخاب مدل

Table 4: Results of Diagnostic Tests and Model Selection

مدل دوم	مدل اول	سایر آزمون‌ها	بررسی هم‌خطی چندگانه (VIF)		آزمون مانایی	
			وضعیت	Centered VIF	آماره (احتمال)	متغیر
آماره (احتمال)	آماره (احتمال)					
۱/۴۰۸	۱/۴۵۷	آزمون F لیمر	-	-	-۲۹/۶۹۵۳	RETit

(۰/۰۰۱۲)	(۰/۰۰۰۴)				(۰/۰۰۰۰)	
			بدون مشکل	۱/۰۷۷	-۱۰/۸۴۹ (۰/۰۰۰۰)	<i>ILLIQit</i>
۱۷۲/۱۱۴ (۰/۰۰۰۰)	۱۷۸/۶۸۹ (۰/۰۰۰۰)	آزمون هاسمن	بدون مشکل	۱/۴۱۰	-۲۸/۶۳۸۰ (۰/۰۰۰۰)	<i>PBVit</i>
			بدون مشکل	۱/۳۶۹	-۲۵/۷۸۱۶ (۰/۰۰۰۰)	<i>PEit</i>
۲۱۲/۲۳۶ (۰/۰۰۴۹)	۲۱۵/۸۵۶ (۰/۰۰۳۰)	آزمون ناهمسانی واریانس مقطعی (LR Test)	بدون مشکل	۱/۴۰۵	-۶۰۰۷/۷۳ (۰/۰۰۰۰)	<i>SIZEit</i>
			بدون مشکل	۱/۰۶۵	-۲۴/۱۳۶۲ (۰/۰۰۰۰)	<i>VOLit</i>
۳۰۸۰۳/۷۱ (۰/۰۰۰۰)	۳۰۹۰۳/۲۳ (۰/۰۰۰۰)	آزمون وابستگی مقطعی (Breusch-Pagan LM)	بدون مشکل	۱/۱۴۶	-۱۳/۰۹۸۱ (۰/۰۰۰۰)	<i>PROFITit</i>
-۰/۰۲۴۵ (۰/۰۴۰۳۵)	-۰/۰۲۸۵ (۰/۳۳۱۷)	آزمون خودهمبستگی سریالی باقی مانده‌ها	بدون مشکل	۳/۰۰۲	-۷/۰۸۳ (۰/۰۰۰۰)	<i>ZMAPit</i>

آمار استنباطی

پیش از برآورد مدل‌های پژوهش، آزمون‌های تشخیصی لازم برای اطمینان از اعتبار نتایج انجام شد. نتایج آزمون لوین، لین و چو نشان داد تمامی متغیرهای پژوهش در سطح مانا هستند و بنابراین، امکان استفاده از داده‌های تابلویی برای برآورد مدل‌ها وجود دارد. همچنین، نتایج آزمون لیمر بیانگر برتری مدل داده‌های تابلویی نسبت به داده‌های تلفیقی بود و بر اساس آزمون هاسمن، مدل با اثرات ثابت مقطعی برای برآورد روابط پژوهش انتخاب شد. علاوه بر این، به منظور کنترل ناهمسانی واریانس و افزایش قابلیت اتکای آزمون‌های آماری، ضرایب مدل‌ها با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته و خطاهای معیار با اصلاح وایت و خوشه‌بندی در سطح مقاطع برآورد شدند. نتایج برآورد مدل‌های پژوهش در **نگاره (۵)** ارائه شده است.

نگاره ۵: نتایج نهایی برازش رابطه‌های رگرسیونی

Table 5: Final Estimation Results of the Regression Models

رابطه (۳)	رابطه (۲)	رابطه (۱)	
مدل آزمون استحکام نتایج	مدل دوم	مدل اول	
***-۰/۰۰۰۳ (۰/۰۰۰۳)	***-۰/۰۰۳۷ (۰/۰۰۰۳)	***-۰/۰۰۴۵ (۰/۰۰۰۲)	رتبه نقدشوندگی

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	***۱۳/۳۴۵ (۰/۰۰۰۰)	***۱۳/۳۵۰ (۰/۰۰۰۰)	***۰/۱۳۳ (۰/۰۰۰۰)
نسبت قیمت به سود	***۱/۰۹۵ (۰/۰۰۰۰)	***۱/۱۲۱ (۰/۰۰۰۰)	***۰/۰۱۱ (۰/۰۰۰۰)
اندازه شرکت	***-۴۳/۹۳۶ (۰/۰۰۰۰)	***-۴۳/۵۱۵ (۰/۰۰۰۰)	***-۰/۴۳۵ (۰/۰۰۰۰)
نوسان قیمت	***۶/۳۵۸ (۰/۰۰۰۰)	***۶/۲۷۶ (۰/۰۰۰۰)	***۰/۰۶۲ (۰/۰۰۰۰)
حاشیه سود	***۱/۰۲۷ (۰/۰۰۰۰)	***۰/۹۸۳ (۰/۰۰۰۰)	***۰/۰۰۹ (۰/۰۰۰۰)
رویه‌های حسابداری مدیریت استاندارد شده		-۴/۷۳۱ (۰/۳۶۱)	-۰/۰۴۷ (۰/۳۶۱)
جمله تعاملی		**۰/۰۲۳ (۰/۰۳۴۱)	**۰/۰۰۲ (۰/۰۳۴۱)
مقدار ثابت	***۲۵۵/۲۹۱ (۰/۰۰۰۰)	***۲۵۰/۳۸۸ (۰/۰۰۰۰)	***۳/۵۰۳ (۰/۰۰۰۰)
ضریب R ²	۰/۶۶۳	۰/۶۹۳	۰/۶۹۳
آماره F	۱۳/۳۴۱ (۰/۰۰۰۰)	۱۵/۰۴۲ (۰/۰۰۰۰)	۱۵/۰۴۲ (۰/۰۰۰۰)
آماره دوربین-واتسون	۲/۱۹	۲/۱۸	۲/۱۸
رابطه (۱):	RETit = β0 + β1ILLIQit + β2SIZEit + β3PBVit + β4PEit + β5VOLit + β6PROFITit + εit		
رابطه (۲):	RETit = β0 + β1ILLIQit + β2ZMAPit + β3(ZMAPit × ILLIQit) + β4SIZEit + β5PBVit + β6PEit + β7VOLit + β8PROFITit + εit		
رابطه (۳):	COMPOUNDREit = β0 + β1ILLIQit + β2ZMAPit + β3(ZMAPit × ILLIQit) + β4SIZEit + β5PBVit + β6PEit + β7VOLit + β8PROFITit + εit		
تأیید شده در سطح احتمال ۹۹٪، در سطح احتمال ۹۵٪			

نتایج برآورد مدل‌های پژوهش در **نگاره (۵)** ارائه شده است. ضریب تعیین مدل اول برابر ۰/۶۶۳ و در مدل دوم و مدل آزمون استحکام برابر ۰/۶۹۳ است؛ بنابراین، متغیرهای مستقل و کنترلی حدود ۶۶ تا ۶۹ درصد از تغییرات بازده سهام را تبیین می‌کنند که بیانگر قدرت تبیین مناسب مدل‌هاست. همچنین، معناداری آماره F در هر سه مدل ($P > ۰/۰۰۰$) نشان می‌دهد مدل‌های برآورد شده از برازش کلی مطلوبی برخوردار هستند. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز در هر سه مدل نزدیک به عدد ۲ است که نشان می‌دهد مشکل خودهمبستگی باقی‌مانده‌های مدل مشاهده نمی‌شود.

نتایج مدل اول نشان می‌دهد ضریب متغیر رتبه نقدشوندگی برابر ۰/۰۴۵- و در سطح یک درصد معنادار است. از نظر اقتصادی، این ضریب نشان می‌دهد با افزایش یک واحد در رتبه عدم نقدشوندگی، به طور متوسط بازده سهام حدود ۰/۰۴۵ واحد کاهش می‌یابد. با توجه به اینکه در این پژوهش مقدار بزرگ‌تر رتبه نقدشوندگی بیانگر عدم نقدشوندگی بیشتر سهام است، ضریب منفی این متغیر نشان می‌دهد افزایش عدم نقدشوندگی با کاهش بازده سهام همراه است. این یافته با مبانی نظری پژوهش و ادبیات مربوط به هزینه‌های معاملاتی و عدم

تقارن اطلاعاتی سازگار است و بیان می‌کند سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که سهام آنها نقدشوندگی کمتری دارد، بازده کمتری را تجربه می‌کنند؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

در خصوص متغیرهای کنترلی نیز نتایج نشان می‌دهد نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارای ضریب مثبت و معنادار است؛ به این معنا که شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بیشتر، بازده سهام بیشتری را تجربه می‌کنند. همچنین، نسبت قیمت به سود اثری مثبت و معنادار بر بازده سهام دارد که بیانگر انتظارات مثبت بازار نسبت به عملکرد آتی شرکت‌هاست. ضریب حاشیه سود نیز مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد سودآوری بیشتر شرکت‌ها با افزایش بازده سهام همراه است. علاوه بر این، نوسان قیمت سهام اثری مثبت و معنادار بر بازده دارد که می‌تواند بیانگر همراهی ریسک بیشتر با بازده بیشتر باشد. در مقابل، ضریب اندازه شرکت منفی و معنادار به دست آمده است؛ نتیجه‌ای که نشان می‌دهد در دوره مورد بررسی، شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر بازده کمتری برای سهامداران ایجاد کرده‌اند که با پدیده شناخته شده اثر اندازه در ادبیات مالی قابل تبیین است.

نتایج مدل دوم که با هدف آزمون نقش تعدیل‌گر رویه‌های حسابداری مدیریت بر رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام برآورد شده است، حاکی از آن است که ضریب اثر مستقیم رویه‌های حسابداری مدیریت استاندارد شده منفی است، اما از نظر آماری معنادار نیست ($P=0/361$) این یافته بیانگر آن است که رویه‌های حسابداری مدیریت به‌تنهایی تأثیری مستقیم بر بازده سهام ندارند و نقش اصلی آنها در تعامل با سایر ویژگی‌های شرکت نمایان می‌شود.

در مقابل، ضریب جمله تعاملی رویه‌های حسابداری مدیریت و رتبه نقدشوندگی برابر $0/023$ و در سطح ۵ درصد معنادار است. از نظر اقتصادی، این ضریب نشان می‌دهد با افزایش یک واحد در سطح رویه‌های حسابداری مدیریت، شدت اثر منفی عدم نقدشوندگی بر بازده سهام به میزان $0/023$ واحد کاهش می‌یابد. از آنجا که ضریب اصلی عدم نقدشوندگی منفی و ضریب جمله تعاملی مثبت است، می‌توان نتیجه گرفت با افزایش میزان به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت، شدت اثر منفی عدم نقدشوندگی بر بازده سهام کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، شرکت‌هایی که از رویه‌های حسابداری مدیریت کارآمدتری بهره می‌گیرند، حتی در شرایط نقدشوندگی پایین نیز کاهش کمتری در بازده سهام تجربه می‌کنند. این یافته با استدلال نظری پژوهش مبنی بر نقش رویه‌های حسابداری مدیریت در ارتقای کیفیت محیط اطلاعاتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود فرایند تصمیم‌گیری سازگار است. در چنین شرکت‌هایی، اطلاعات دقیق‌تر و به‌هنگام‌تر موجب می‌شود بخشی از آثار منفی ناشی از محدودیت‌های معاملاتی و ابهام اطلاعاتی خنثی شود و سرمایه‌گذاران ارزیابی دقیق‌تری از ارزش شرکت داشته باشند؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

در نهایت، به منظور بررسی استحکام نتایج، متغیر وابسته از بازده سهام به بازدهی مرکب تغییر یافت. نتایج مدل سوم نشان می‌دهد جهت، اندازه و سطح معناداری ضرایب متغیرهای اصلی، به ویژه رتبه نقدشوندگی و جمله تعاملی رویه‌های حسابداری مدیریت و عدم نقدشوندگی، نسبت به مدل اصلی تغییری نکرده است. تکرار معناداری ضریب منفی عدم نقدشوندگی و ضریب مثبت جمله تعاملی در مدل آزمون استحکام نشان می‌دهد

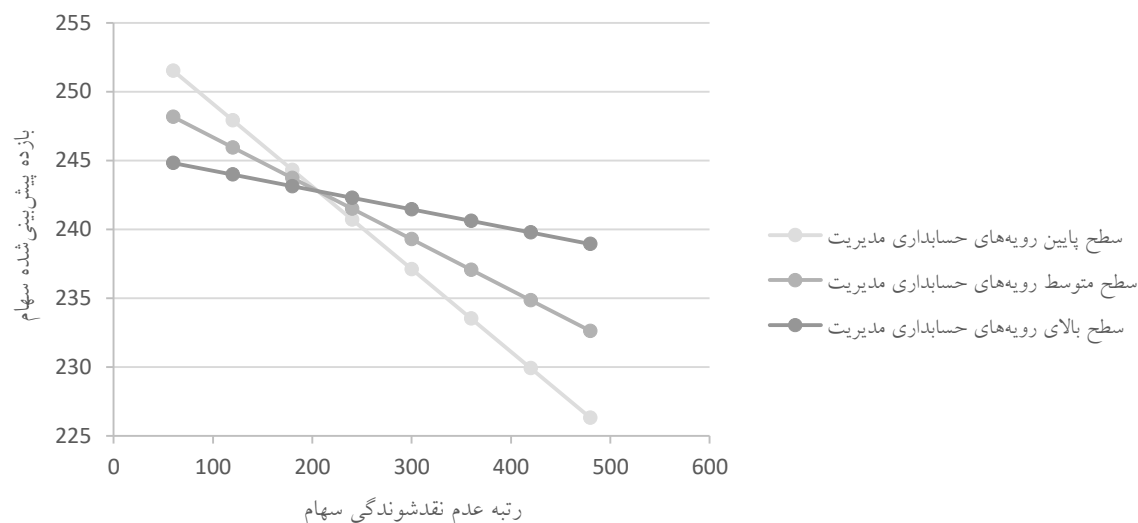
یافته‌های پژوهش نسبت به تغییر معیار اندازه‌گیری بازده از پایداری و قابلیت اتکای مناسبی برخوردار است و نتایج حاصل صرفاً وابسته به انتخاب یک معیار خاص برای بازده سهام نیست. افزون بر این، برای بررسی احتمال درون‌زایی و علیت معکوس، مدل‌های پژوهش با یک وقفه از متغیر رتبه نقدشوندگی مجدداً برآورد شدند. در این آزمون، متغیر رویه‌های حسابداری مدیریت به صورت هم‌زمان در مدل باقی ماند و جمله تعاملی از حاصل ضرب رتبه نقدشوندگی با وقفه در رویه‌های حسابداری مدیریت جاری تشکیل شد. نتایج این برآورد در **نگاره (۶)** گزارش شده است.

نگاره ۶: نتایج برآورد مدل‌ها با وقفه متغیر عدم نقدشوندگی

Table 6: Results of Model Estimation with Lagged Illiquidity Variable

مدل اول (با وقفه)	مدل دوم (با وقفه)	
-۰/۰۰۸ (۰/۶۱۴۰)	-۰/۰۰۲۸ (۰/۷۶۴۹)	رتبه نقدشوندگی
***۱۱/۵۱۷ (۰/۰۰۰۰)	***۱۱/۳۶۳ (۰/۰۰۳۶)	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
***۱/۰۹۶ (۰/۰۰۰۰)	***۱/۱۵۱ (۰/۰۰۱۱)	نسبت قیمت به سود
***-۷۵/۸۱۳ (۰/۰۰۰۰)	***-۸۱/۵۱۵ (۰/۰۰۹۱)	اندازه شرکت
***۶/۱۲۰ (۰/۰۰۰۰)	***۶/۱۲۶ (۰/۰۰۶۳)	نوسان قیمت
***۰/۸۶۷ (۰/۰۰۰۰)	***۰/۹۸۹ (۰/۰۰۸۰)	حاشیه سود
	-۴/۹۲۴ (۰/۵۲۳)	رویه‌های حسابداری مدیریت استاندارد شده
	**۰/۰۴۸ (۰/۰۱۰۵)	جمله تعاملی
***۴۸۵/۳۹۱ (۰/۰۰۰۰)	**۵۲۰/۴۷۵ (۰/۰۱۲)	مقدار ثابت
۰/۶۴۲	۰/۶۲۹	ضریب R^2
۱۰/۳۹۸ (۰/۰۰۰۰)	۹/۷۰۲ (۰/۰۰۰)	آماره F
۲/۲۷۴	۲/۲۷۲	آماره دوربین-واتسون
تأیید شده در سطح احتمال ۹۹٪، ***، در سطح احتمال ۹۵٪، **		

نتایج نشان می‌دهد پس از وارد کردن وقفه، ضریب رتبه نقدشوندگی همچنان منفی است، اما معناداری آماری خود را از دست می‌دهد. با این حال، در مدل دوم، ضریب جمله تعاملی مثبت و در سطح ۵ درصد معنادار باقی مانده است. این یافته حاکی از آن است که نقش تعدیل‌گر رویه‌های حسابداری مدیریت حتی پس از کنترل نسبی درون‌زایی حفظ می‌شود. کاهش معناداری ضریب اصلی می‌تواند ناشی از کاهش تعداد مشاهدات و محدودیت قدرت آماری در پنل کوتاه‌مدت باشد.



شکل ۳: تغییر رابطه بین عدم نقدشوندگی و بازده سهام در سطوح مختلف به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت

Figure 3: Changes in the Relationship between Illiquidity and Stock Returns across Different Levels of Management Accounting Practices

برای ترسیم شکل (۳)، سطوح پایین، متوسط و بالای رویه‌های حسابداری مدیریت بر اساس نمره استاندارد شده رویه‌های حسابداری مدیریت تعریف شدند؛ به گونه‌ای که سطح متوسط برابر میانگین متغیر استاندارد شده ($Z=0$)، سطح پایین برابر یک انحراف معیار زیر میانگین ($Z=-1$) و سطح بالا برابر یک انحراف معیار بالای میانگین ($Z=+1$) در نظر گرفته شد. سپس، مقادیر پیش‌بینی شده بازده سهام در سطوح مختلف رتبه عدم نقدشوندگی برای هر یک از این سه سطح محاسبه و رسم شد. این شکل نشان می‌دهد با افزایش رتبه عدم نقدشوندگی، بازده سهام در هر سه سطح از رویه‌های حسابداری مدیریت روندی کاهشی دارد. با این حال، شیب کاهش بازده در شرکت‌هایی که میزان به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت کمتری دارند، به مراتب بیشتر است؛ زیرا ضریب تعاملی مثبت نشان می‌دهد افزایش رویه‌های حسابداری مدیریت اثر منفی عدم نقدشوندگی بر بازده سهام را خنثی‌تر می‌کند. در سطوح پایین‌تر عدم نقدشوندگی، اختلاف بازده میان سه گروه محدود است و خطوط به یکدیگر نزدیک هستند، اما با افزایش عدم نقدشوندگی، فاصله میان خطوط به تدریج افزایش می‌یابد. این الگو نشان می‌دهد آثار مثبت رویه‌های حسابداری مدیریت در شرایطی برجسته‌تر می‌شود که محدودیت‌های معاملاتی و اصطکاک‌های اطلاعاتی بازار شدیدتر است و این رویه‌ها می‌توانند بخشی از اثر منفی عدم نقدشوندگی بر بازده سهام را کاهش دهند. این یافته شواهد بصری مؤیدی برای نقش تعدیل‌گر رویه‌های حسابداری مدیریت در رابطه بین عدم نقدشوندگی و بازده سهام فراهم می‌کند.

بحث و نتیجه‌گیری

بازده سهام یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و مبنای اصلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

در بازار سرمایه است. با این حال، تفاوت قابل ملاحظه در بازده سهام شرکت‌هایی با شرایط مشابه بازار نشان می‌دهد ویژگی‌های معاملاتی مانند عدم نقدشوندگی به‌تنهایی قادر به تبیین کامل رفتار بازده سهام نیستند و عوامل درون‌شرکتی، به ویژه سازوکارهای اطلاعاتی، می‌توانند نحوه واکنش بازار به محدودیت‌های نقدشوندگی را تحت تأثیر قرار دهند. بر همین اساس، پژوهش حاضر با هدف بررسی اثر عدم نقدشوندگی سهام بر بازده سهام و تبیین نقش تعدیل‌گر رویه‌های حسابداری مدیریت در این رابطه انجام شد. وجه تمایز اصلی این پژوهش استفاده از معیار متنی اعتبارسنجی‌شده رویه‌های حسابداری مدیریت مبتنی بر تحلیل محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره است که امکان بررسی نقش این رویه‌ها را در مطالعات مبتنی بر داده‌های آرشیوی فراهم می‌کند.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد عدم نقدشوندگی سهام رابطه‌ای منفی و معنادار با بازده سهام شرکت‌ها دارد. به بیان دیگر، با افزایش رتبه نقدشوندگی (کاهش نقدشوندگی سهام)، بازده سهام کاهش می‌یابد. این یافته نشان می‌دهد در بازار سرمایه مورد بررسی، آثار اطلاعاتی و معاملاتی ناشی از کاهش نقدشوندگی بر مزایای احتمالی صرف ریسک نقدشوندگی غالب است؛ به گونه‌ای که محدودیت در معاملات، کاهش سرعت کشف قیمت و افزایش ابهام اطلاعاتی با کاهش توانایی بازار در ارزش‌گذاری صحیح سهام همراه است. این نتیجه با یافته‌های بیکارت و همکاران و لیو در بازارهای نوظهور (Liu, 2006; Bekaert et al., 2007)؛ و همچنین، مطالعات جدیدتر بات و همکاران، لی و ونگ و چودهری و گوپتا هم‌سو است که نشان دادند در بازارهای کمتر توسعه‌یافته، عدم نقدشوندگی از طریق کاهش کارایی اطلاعاتی و محدودکردن فعالیت معاملاتی می‌تواند به کاهش بازده سهام منجر شود (Chaudhry & Gupta, 2024; Lee & Wang, 2023; Butt et al., 2022). همچنین، یافته حاضر با نتایج پژوهش‌های داخلی بادآورنندی و همکاران (۱۳۹۲)، ابزری و همکاران (۱۳۹۲) سازگار است که وجود رابطه معنادار میان ویژگی‌های نقدشوندگی سهام و بازده را در بورس اوراق بهادار تهران گزارش کرده‌اند.

در مقابل، نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد رویه‌های حسابداری مدیریت نقش تعدیل‌گر معناداری در رابطه بین عدم نقدشوندگی و بازده سهام ایفا می‌کنند. به طور مشخص، ضریب مثبت جمله تعاملی بیانگر آن است که در شرکت‌هایی با سطح بالاتر به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت، شدت رابطه منفی میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام ضعیف‌تر مشاهده می‌شود. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که از سیستم‌های حسابداری مدیریت گسترده‌تر و کارآمدتری برخوردار هستند، در مواجهه با محدودیت‌های نقدشوندگی، کاهش کمتری در بازده سهام تجربه می‌کنند. این یافته بیانگر آن است که رویه‌های حسابداری مدیریت می‌توانند با کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت مرتبط باشند و در شرایط وجود اصطکاک‌های بازار سرمایه، نقش حمایتی ایفا کنند.

یافته مربوط به نقش تعدیل‌گر رویه‌های حسابداری مدیریت با مبانی نظری مبتنی بر نظریه عدم تقارن اطلاعاتی و نظریه اقتضایی سازگار است. از دیدگاه نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش کیفیت اطلاعات داخلی شرکت می‌تواند موجب کاهش ابهام سرمایه‌گذاران، بهبود فرایند کشف قیمت و افزایش اعتماد بازار شود. همچنین، مطابق دیدگاه اقتضایی، ارزش و اثربخشی سیستم‌های حسابداری مدیریت در شرایطی که محیط فعالیت شرکت با عدم اطمینان و محدودیت‌های اطلاعاتی بیشتری همراه است، افزایش می‌یابد؛ بنابراین،

یافته‌های پژوهش حاضر نشان می‌دهد در شرایطی که بازار با اصطکاک‌های معاملاتی مواجه است، نقش اطلاعات مدیریتی تولیدشده در داخل شرکت اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. این یافته همچنین با پژوهش‌های کادز و گایدینگ و فریرا و اوتلی در زمینه بهبود کیفیت اطلاعات از طریق رویه‌های حسابداری مدیریت (Cadez & Ferreira & Otley, 2009; Guilding, 2008) و نیز با یافته‌های جدیدتر پیرس و همکاران و بگوم و رحمان هم سو است که بر افزایش ارزش اطلاعات مدیریتی در شرایط عدم اطمینان محیطی تأکید کرده‌اند (Begum & Pires et al., 2023; Rahman, 2025). با این حال، پژوهش حاضر این ادبیات را توسعه می‌دهد؛ زیرا برخلاف مطالعات پیشین که عمدتاً پیامدهای داخلی و عملیاتی رویه‌های حسابداری مدیریت را بررسی کرده‌اند، نشان می‌دهد این رویه‌ها می‌توانند از طریق اثرگذاری بر محیط اطلاعاتی شرکت، پیامدهای بازار سرمایه‌ای نیز داشته باشند.

نتایج آزمون استحکام نیز نشان داد با تغییر معیار اندازه‌گیری بازده سهام، جهت و معناداری روابط اصلی پژوهش حفظ می‌شود. این موضوع بیانگر آن است که یافته‌های پژوهش نسبت به نحوه اندازه‌گیری متغیر وابسته حساس نیست و شواهد ارائه‌شده از قابلیت اتکای مناسبی برخوردار است. در مجموع، پژوهش حاضر نشان می‌دهد رابطه میان ویژگی‌های بازار سرمایه و عملکرد سهام شرکت‌ها فقط از طریق متغیرهای مالی و معاملاتی قابل توضیح نیست، بلکه کیفیت سیستم‌های اطلاعاتی داخلی شرکت نیز می‌تواند با نحوه انتقال آثار محدودیت‌های بازار به قیمت سهام مرتبط باشد. از این دیدگاه، رویه‌های حسابداری مدیریت می‌تواند به عنوان یک ظرفیت سازمانی، در شرایط عدم نقدشوندگی، نقش حمایتی ایفا کنند. لازم است تأکید شود نتایج این پژوهش بیانگر روابط تجربی مشاهده‌شده در نمونه مورد بررسی است و ادعای اثرگذاری علی قطعی ندارد.

پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به یافته‌های پژوهش، به سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌شود در ارزیابی ریسک نقدشوندگی و برآورد بازده مورد انتظار شرکت‌ها، علاوه بر شاخص‌های مالی و بازارمحور، شواهد مربوط به کیفیت و دامنه استفاده از رویه‌های حسابداری مدیریت را نیز مورد توجه قرار دهند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد وجود رویه‌های حسابداری مدیریت با کاهش شدت رابطه منفی میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام همراه است؛ بنابراین، ارزیابی کیفیت نظام‌های برنامه‌ریزی، بودجه‌ریزی، مدیریت عملکرد، مدیریت هزینه و مدیریت ریسک شرکت می‌تواند به عنوان اطلاعات مکمل در تحلیل محیط اطلاعاتی و ارزیابی میزان آسیب‌پذیری شرکت در شرایط کاهش نقدشوندگی استفاده شود.

به نهادهای سیاست‌گذار بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود در چارچوب الزامات افشا، زمینه ارائه اطلاعات کیفی و قابل مقایسه درباره برخی از ابعاد نظام‌های اطلاعاتی و مدیریتی شرکت‌ها، از جمله سازوکارهای برنامه‌ریزی و بودجه‌ریزی، مدیریت ریسک، ارزیابی عملکرد و کنترل‌های داخلی را بررسی کنند. چنین اطلاعاتی می‌تواند مکمل اطلاعات مالی افشا شده باشد و به سرمایه‌گذاران در ارزیابی محیط اطلاعاتی شرکت و مواجهه با ریسک نقدشوندگی کمک کند.

پژوهشگران آینده می‌توانند نقش سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، مانند استقلال هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی یا کیفیت حسابداری را به عنوان عوامل تعدیل‌کننده رابطه میان عدم نقدشوندگی و بازده سهام بررسی کنند. با توجه به نقش اطلاعات داخلی شرکت در کاهش آثار منفی عدم نقدشوندگی، پیشنهاد می‌شود مطالعات آینده اثر تعامل رویه‌های حسابداری مدیریت با سایر شاخص‌های محیط اطلاعاتی، مانند کیفیت افشا، شفافیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کنند. استفاده از معیار متنی رویه‌های حسابداری مدیریت در سایر موضوع‌های مالی، مانند هزینه سرمایه، ریسک سقوط قیمت سهام، ارزش‌گذاری شرکت و رفتار سرمایه‌گذاران، می‌تواند زمینه توسعه بیشتر این حوزه پژوهشی را فراهم کند. همچنین، پیشنهاد می‌شود مطالعات آینده با استفاده از داده‌های بین‌المللی یا مقایسه میان بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور، قابلیت تعمیم نقش اطلاعات مدیریتی در تعدیل آثار محدودیت‌های بازار سرمایه را بررسی کنند.

محدودیت‌های پژوهش

این پژوهش نیز مانند سایر مطالعات تجربی با محدودیت‌هایی همراه است که در تفسیر یافته‌ها باید مورد توجه قرار گیرند. نخست، معیار رویه‌های حسابداری مدیریت بر پایه تحلیل محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره و با استفاده از روش‌های پردازش زبان طبیعی استخراج شده است. اگرچه این معیار امکان سنجش عینی و مبتنی بر داده‌های آرشیوی را فراهم می‌کند، ممکن است تمام ابعاد واقعی و عملی به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت در شرکت‌ها را به طور کامل منعکس نکند؛ زیرا برخی از فعالیت‌های مدیریتی ممکن است در گزارش‌های عمومی افشا نشوند. دوم، جامعه آماری پژوهش محدود به شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ بنابراین، تعمیم یافته‌ها به سایر بازارهای سرمایه (به ویژه بازارهای توسعه‌یافته) یا صنایع مالی باید با احتیاط صورت گیرد. سوم، اگرچه تلاش شد متغیرهای کنترلی مهم بر اساس ادبیات موجود در مدل لحاظ شوند، امکان وجود متغیرهایی حذف‌شده مانند کیفیت حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت یا ویژگی‌های خاص صنعت وجود دارد که می‌توانند بر رابطه مورد بررسی اثرگذار باشند. در نهایت، پژوهش حاضر از داده‌های سالانه استفاده کرده است. استفاده از داده‌های با تناوب بالاتر (مانند داده‌های فصلی یا ماهانه) می‌تواند پویایی دقیق‌تری از رابطه بین عدم نقدشوندگی و بازده سهام ارائه دهد.

منابع

- ابزری، مهدی، کبیری‌پور، وحید، و سهیلی، سیروس (۱۳۹۲). تحلیل تأثیر نقدشوندگی بر بازده سهام با کنترل سبک‌های سرمایه‌گذاری: رویکردی جدید با معیاری چندبعدی. *دانش حسابداری*، ۴، ۷۹-۱۰۳.
- <https://doi.org/10.22103/jak.2014.640>
- بادآورنهندي، یونس، زینالی، مهدی، و ملکی، اژدر (۱۳۹۲). بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار*، ۴(۵)، ۸۹-۹۸.
- <https://sid.ir/paper/201533/fa>

خرم‌دل ماسوله، زهرا، ناظمی، امین، و نمازی، نویدرضا (۱۴۰۳). تدوین و اعتبارسنجی معیارهای اندازه‌گیری رویه‌های حسابداری مدیریت با استفاده از تحلیل محتوا و مدل بازنمایی کلمه به روش ورد تو وک. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۴ (۳)، ۱۰۳-۱۴۲. <https://doi.org/10.22051/jera.2024.47623.3267>

قجریبگی، مهسا، و نقاط، فرزانه (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین نقدشوندگی، مدیریت سود و بازده مورد انتظار سهام. رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۵، ۱۹۴-۲۱۱. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/933>

مختاری، ویدا (۱۴۰۰). مطالعه تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین هم‌زمانی قیمت و نقدشوندگی سهام. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۴، ۱۳۳-۱۴۵. https://www.jamv.ir/article_130263.html

یوسفی اصل، فرزانه، ملانظری، مهناز، و سلیمانی امیری، غلامرضا (۱۳۹۵). ارزیابی الگوی شفافیت گزارشگری مالی پیشنهادی بر مبنای نقدشوندگی سهام. دانش حسابداری، ۷، ۱۱۳-۱۳۶. <https://doi.org/10.22103/jak.2016.1436>

References

- Abzari, M., Kabiripour, V., & Soheili, S. (2014). Analysis of the effect of stock liquidity on stock returns while controlling for investment styles: A new approach using a multidimensional measure. *Journal of Accounting Knowledge*, 4, 79–103. <https://doi.org/10.22103/jak.2014.640> [In Persian]
- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.007>
- Aman, H., & Moriyasu, H. (2022). Effect of corporate disclosure and press media on market liquidity: Evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102167. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102167>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the Bid–Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- Badavar Nahandi, Y., Zeinali, M., & Maleki, A. (2013). Investigating the effect of stock liquidity on stock returns of firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Economic Business Research*, 4(5), 89–98. <https://sid.ir/paper/201533/fa> [In Persian]
- Będowska-Sójka, B., Echaust, K., & Just, M. (2022). The asymmetry of the Amihud illiquidity measure on the European markets: The evidence from Extreme Value Theory. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78, 101563. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101563>
- Begum, F., & Rahman, M. M. (2025). Management accounting practices towards financial performance in manufacturing companies, Bangladesh: Mediating role of rationalized managerial decisions. *Social Sciences & Humanities Open*, 12, 102138. <https://doi.org/10.1016/j.ssaho.2025.102138>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Christian, L. (2007). Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets. *The Review of Financial Studies*, 20(6), 1783–1831. <http://www.jstor.org/stable/4494821>
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 237–333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Butt, H. A., Demirer, R., Sadaqat, M., & Suleman, M. T. (2022). Do emerging stock markets offer an illiquidity premium for local or global investors? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 86, 502–515. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2022.05.002>
- Cadez, S., & Guilding, C. (2008). An exploratory investigation of an integrated contingency model

- of strategic management accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 33(7), 836-863. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.aos.2008.01.003>
- Campbell, J. L., Zheng, X., & Zhou, D. (2025). Number of numbers: Does a greater proportion of quantitative textual disclosure reduce information risk? *Journal of Corporate Finance*, 94, 102813. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2025.102813>
- Chaudhry, N., & Gupta, A. (2024). Impact of using derivatives on stock market liquidity. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 97, 102077. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.102077>
- Cheng, H., Shi, Y., & Zhang, T. (2025). Unlocking the true price impact: Intraday liquidity and expected return in China's stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 94, 102939. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102939>
- Chenhall, R. (2003). Management control systems design within its organizational context: Findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, Organizations and Society*, 28, 127-168. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00027-7](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00027-7)
- Christensen, D., Mittendorf, B., & Partridge, C. (2026). An examination of direct and spillover effects of accounting standards on firms' information environments. *Journal of Accounting and Economics*, 101900. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2026.101900>
- Dong, L., Yu, B., Qin, Z., & Lam, K. S. K. (2024). Liquidity risk and expected returns in China's stock market: A multidimensional liquidity approach. *Research in International Business and Finance*, 69, 102247. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102247>
- Duan, L., Li, L., Park, K.-H., & Wu, D. (2023). Muddy the waters to conceal information? Evidence from firms' inconsistent answers during Q&As. *Finance Research Letters*, 51, 103415. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103415>
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Feng, F. Y., Kang, W., & Zhang, H. (2023). Liquidity shocks and the negative premium of liquidity volatility around the world. *Journal of International Money and Finance*, 139, 102966. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102966>
- Ferreira, A., & Otley, D. (2009). The design and use of performance management systems: An extended framework for analysis. *Management Accounting Research*, 20(4), 263-282. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2009.07.003>
- Foucault, T., Pagano, M., & Roell, A. (2013). *Market liquidity: Theory, evidence, and policy*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199936243.001.0001>
- Ghajarbeigi, M., & Nafat, F. (2021). Investigate the relationship between liquidity, earnings management, and expected stock returns. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 5, 194-211. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/933> [In Persian]
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2012). Testing Asymmetric-Information Asset Pricing Models. *The Review of Financial Studies*, 25(5), 1366-1413. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr134>
- Khorramdel Masouleh, Z., Nazemi, A., & Namazi, N. (2024). Codifying and validating management accounting practices measurement using content analysis and a word embedding model using the Word2Vec Method. *Journal of Empirical Accounting Research*, 14(3), 103-142. <https://doi.org/10.22051/jera.2024.47623.3267> [In Persian]
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420. <http://www.jstor.org/stable/4622036>
- Lee, K.-H., & Wang, S.-F. (2023). Allocation of attention and the delayed reaction of stock returns to liquidity shock: Global evidence. *Journal of Empirical Finance*, 72, 421-444. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2023.04.005>
- Li, Y., & Zhang, B. (2026). Can analyst textual opinions predict stock returns? *Journal of Banking*

- & Finance, 187, 107688. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2026.107688>
- Liu, W. (2006). A Liquidity-Augmented Capital Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, 82, 631-671. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.001>
- Mokhtari, V. (2021). The effect of information asymmetry on the relationship between price synchronicity and stock liquidity. *Financial Management Perspective*, 4, 133-145. https://www.jamv.ir/article_130263.html [In Persian]
- Otley, D. (2016). The contingency theory of management accounting and control: 1980–2014. *Management Accounting Research*, 31, 45-62. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2016.02.001>
- Pástor, L., & Stambaugh, R. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111, 642-685. <https://doi.org/10.1086/374184>
- Pedroso, E., & Gomes, C. F. (2024). Disentangling the effects of top management on management accounting systems utilization. *International Journal of Accounting Information Systems*, 53, 100678. <https://doi.org/10.1016/j.accinf.2024.100678>
- Pires, R., Alves, M.-C. G., & Fernandes, C. (2023). The usefulness of accounting information and management accounting practices under environmental uncertainty. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(2), 102. <https://doi.org/10.3390/jrfm16020102>
- Rashid, M. M., Hossain, D. M., & Alam, M. S. (2023). The external organizational environment and its impact on strategic management accounting practices: An empirical investigation. *Asian Review of Accounting*, 32(4), 646-666. <https://doi.org/10.1108/ARA-02-2023-0041>
- Rosmala, C. (2024). Digital Transformation in Management Accounting: Towards Efficiency and Competitive Advantage. *JFBA: Journal of Financial and Behavioural Accounting*, 4, 1-8. <https://doi.org/10.33830/jfba.v1i1.7718.2024>
- Said, B., Raza, M. W., & Elshahat, A. (2024). Does market microstructure affect time-varying efficiency? Evidence from emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 70, 102347. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102347>
- Sun, Y., Huang, Y., & Feng, Q. (2024). Internal control and stock liquidity. *Finance Research Letters*, 66, 105716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105716>
- Vu, Y. H., Mai, M. H. T., & Abu Afifa, M. M. (2026). Bridging perceived environmental uncertainty, information technology quality, and firm performance: The mediating role of advanced management accounting tools in an emerging market. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 1-29. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2024-0549>
- Wobst, J., Röttger, P., & Lueg, R. (2025). Measuring value-based management using natural language processing. *Management Accounting Research*, 67, 100946. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2025.100946>
- Yousefi Asl, F., Mollanazari, M., & Soleimani Amiri, G. (2016). Evaluation of the proposed financial reporting transparency model based on stock liquidity. *Journal of Accounting Knowledge*, 7, 113–136. <https://doi.org/10.22103/jak.2016.1436> [In Persian]

