

یکی از عوامل بسیار مهم برای یک حاکمیت شرکتی مطلوب و بهینه، اتخاذ سیاست مبتنی بر شفافیت و افشای اطلاعات می باشد. در واقع، روش های افشاء سازی یک شرکت را می توان به عنوان مکانیسمی در حمایت از حقوق سرمایه گذاران خارجی در نظر گرفت و این امر سبب می شود تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بوجود آید و هزینه نمایندگی کم شود [۲۳]. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه های معاملات، ضعف بازار، نقدینگی پایین و بطور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازار سرمایه خواهد شد؛ این پیامدهای نامطلوب را می توان با افشاء و شفافیت اطلاعات مالی به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعات تعدیل نمود [۷]. تقویت عنصر افشاء در حاکمیت شرکتی منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکت ها و به تبع آن افزایش ارزش شرکت و یا کاهش هزینه سرمایه می گردد [۱۸، ۲۹، ۴۰]. ویمن، (۲۰۰۵) معتقد است نقدشوندگی، توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین می باشد. به این معنی که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد [۴۵]. بنابراین کاهش هزینه های معاملات در گرو بهبود فعالیت هایی است که به رشد و تقویت سازوکارهای نظارتی بیانجامد. تحقیقات گذشته [۳۴، ۱۴، ۳۲، ۲۴]، با استفاده از شاخص ها و معیارهای مختلف به بررسی رابطه ی بین عنصر شفافیت و نقد شوندگی بازار پرداختند. نتایج نشان می دهد، شرکت هایی با سازوکارهای افشای بهتر و شکاف قیمتی کمتر، از کیفیت بالاتر سهام برخوردارند [۲۰]. علیرغم چنین تحقیقات و یافته ها، در بازار نوظهور سرمایه ایران ارتباط بین افشاء اطلاعات و نقدینگی سهام مورد بررسی قرار نگرفته است. از طرف دیگر، طبق گزارش مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی عدم شفافیت و بهنگام نبودن اطلاعات به عنوان یکی از عوامل ضروری در بازار سرمایه ایران تلقی شده است؛ لذا این تحقیق، در صدد پاسخ گویی به این سؤال مهم است، که آیا سهام شرکت هایی با افشاء بالاتر، از نقدینگی بازار بیشتری برخوردارند یا خیر؟ برای پاسخگویی با این سؤال، ابتدا با انتخاب شرکتهای پذیرفته شده در بورس، نقدینگی سهام از طریق شکاف قیمتی بین عرضه و تقاضا اندازه گیری شده و سپس، میزان افشا آنها از طریق چک لیستی که بر مبنای افشای اختیاری و استانداردهای الزامی سازمان حسابرسی تنظیم گردیده اندازه گیری گردید. یافته های تحقیق نشان می دهد که ارتباط معنی دار و معکوسی بین افشاء اطلاعات و شاخص نقد شوندگی سهام وجود دارد. یافته های مذکور می تواند برای سیاست گذاران بورس و همچنین تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری در اجرای الزامات گزارشگری و افشاء اطلاعات مفید باشد. در ادامه،

بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی

سهام شرکت های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حسین فخاری^۱، نرگس فلاح محمدی^{۲*}

۱- استادیار حسابداری دانشگاه مازندران، عضو هیئت علمی

دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، گروه حسابداری

۲- کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی

چکیده:

افشاء اطلاعات مالی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و سبب نقدینگی بیشتر سهام می گردد. علیرغم تحقیقات انجام شده در کشورهای توسعه یافته، ارتباط بین افشاء اطلاعات و نقدینگی سهام در بازارهای نوظهور ایران پرداخته نشده است؛ بنابراین، این مقاله در صدد است تا به مطالعه تأثیر افشاء اطلاعات بر نقدشوندگی سهام که از طریق قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام^۱ اندازه گیری شده است، بپردازد. برای تعیین درجه افشاء اطلاعات توسط شرکت ها، چک لیستی بر اساس استانداردهای حسابداری تهیه شده و در نهایت، ارتباط آنها با نقدینگی سهام در مورد ۱۱۲ شرکت برای سال ۱۳۸۶ مورد مطالعه قرار گرفت. روش بررسی داده ها مطالعه مقطعی بوده و یافته های تحقیق نشان می دهد که ارتباط معنی دار و معکوسی بین افشاء اطلاعات و شاخص نقد شوندگی سهام وجود دارد. این مطالعه می تواند برای سیاست گذاران بورس در الزام استانداردهای افشاء مربوط به شرکت ها موثر باشد.

واژه های کلیدی: افشاء اطلاعات، نقد شوندگی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، شکاف قیمتی

بین عرضه و تقاضا.

*.....

* نویسنده مسئول



مبانی نظری، پیشینه تحقیق و فرضیه مورد بررسی قرار گرفته و پس از تشریح متغیرها، مدل تحقیق و نتایج پژوهش ارائه می گردد.

۲- مبانی نظری، پیشینه پژوهش و ارائه فرضیه

عدم تقارن اطلاعات، ناشی از روابط نمایندگی، تقاضا برای افشا اطلاعات را ضروری می سازد. طبق تئوری اقتصادی عدم تقارن؛ افشا اطلاعات، از عدم تقارن کاسته و هزینه سرمایه را کاهش می دهد. چرا که افشا اطلاعات بیشتر به نقد شوندگی بیشتر، هزینه معاملات کمتر و در نهایت به تقاضای بیشتر سهام منتج می شود^[۱۳]. بر اساس مطالعات لویز و ورچیا^۱ در سال ۲۰۰۰، افشای اطلاعات بیشتر، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات گردیده و نقد شوندگی بالاتر را بدنبال خواهد داشت^[۳۶]. در همین راستا، چانگ و همکاران^۲ (۲۰۰۸) در مورد تأثیر کیفیت افشاء بر عدم تقارن اطلاعات، دریافتند که کیفیت افشاء می تواند به عنوان برنامه ای کارآمد، چگونگی ارتباط با سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار دهد؛ یعنی می تواند بر موقعیت افشاء شرکت، چگونگی توجه تحلیل گران به شرکت، جذب سرمایه گذاران نهادی، بهبود درک عمومی، کاهش هزینه سرمایه، و در نهایت گزارش دهی و افزایش استانداردهای افشاء بیانجامد. نتایج نشان می دهد که شکاف قیمتی به صورت منفی با افشا اطلاعات در ارتباط است. بعبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی که از طریق شکاف قیمتی بین عرضه و تقاضا تعیین شده با افزایش کیفیت افشاء، کاهش می یابد. اندازه گیری های مذکور بر مبنای مدل محققین پیشین، بوش و میلر^۳ در سال ۲۰۰۷ بوده است^[۲۲].

چانگ، ایلدر و کیم^۴ (۲۰۰۸) در تحقیقی، به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی بازار با تأکید بر شاخصهایی از ویژگی های حاکمیت شرکتی پرداختند. شاخصهای مذکور بر اساس ۲۴ ویژگی استاندارد حاکمیت شرکتی، موسسه خدمات سهامداران نهادی^۵ که بیشترین ارتباط را با شفافیت عملیاتی و مالی شرکت داشته تعیین گردید. از طرفی دیگر برای نقدینگی، از معیارهایی چون شکاف قیمتی، اثر قیمتی^۶ و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات^۷ استفاده نمودند. یافته ها نشان داد سازو کار حاکمیت شرکتی بهتر، باعث کاهش شکاف قیمتی گردیده و تغییرات قیمتی، کمتر تحت تأثیر حجم معاملات قرار گرفته و در نتیجه احتمال معامله بر پایه اطلاعات را کاهش می دهد^[۲۴].

چن^۸ و همکاران (۲۰۰۷) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را بر مبنای رتبه بندی S&P

*.....

1-Leuz & Verrecchia	5-Institutional shareholder Services (ISS)
2-Chang & Millicent& Watson & Marvin	6-Price Impact
3-Bushee & miller	7-Probability of Information - Based Trading
4-Chung & Other	8-chen & et al.



که مبتنی بر میزان شفافیت و افشای اطلاعات می باشد؛ مورد بررسی قرار دادند. این محققان در یافتند، شرکت هایی که افشای اطلاعات کمتری دارند، دچار عدم تقارن جدی در مورد اطلاعات می شوند. شواهد این تحقیق، نشان می دهد که رابطه مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و نقدینگی سهام برقرار است و هزینه های نقدینگی سهام برای آن دسته از شرکت هایی که شیوه های ضعیف افشاء اطلاعات را بکار می گیرند، بیشتر است. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که افشاء ضعیف یک شرکت، همراه با حاکمیت شرکتی ضعیف بوده و ریسک عدم تقارن بالاتری دارد که در نهایت باعث شکاف قیمتی بیشتر توسط بازار سازان می شود. این محققان از رتبه بندی های S&P^۱ و T&D^۲ به عنوان متغیرهای حاکمیت شرکتی و از شکاف قیمتی^۳ کارا و متوسط شکاف قیمتی به عنوان معیار ارزیابی نقد شوندگی، استفاده نمودند^[۲۳].

مارکوز و هاس والد^۴ (۲۰۰۷) در تحقیق خود تحت عنوان «حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی بازار» یک مدل نظری را ارائه کردند که در آن ارتقاء خط و مشی افشاء و شفافیت شرکت، باعث دقت بیشتر سرمایه گذاران شده و امکانی را فراهم می آورد تا شرکت مشکلات تضاد نمایندگی را از طریق نحوه افشاء اطلاعات و اعمال حاکمیت شرکتی حل کند. هنگامی که شرکت در تلاش است تا مسائل تضاد نمایندگی خارجی را حل کند، سیاست افشاء خارجی بیشتر داشته و هنگامی که سعی می کند مسائل تضاد نمایندگی داخلی را حل کند از سیاست افشاء خارجی کمتری برخوردار خواهد بود^[۳۲].

در داخل کشور، رضا زاده و آزاد^۵ (۱۳۸۷) در تحقیقی، به بررسی رابطه ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارش مالی پرداختند. بنا به استدلال این محققان، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب اعمال محافظه کاری بیشتری در گزارشگری مالی می شود. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که طبق پیش بینی به عمل آمده، تغیر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب تغیر در سطح محافظه کاری می شود. نتایج مزبور بیانگر این موضوع می باشد که بدنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران، تقاضا به اعمال محافظه کاری، در گزارش گری مالی افزایش می یابد و بدین ترتیب، سود مندی محافظه کاری به عنوان یکی از خصوصیات کیفی صورت های مالی مورد تأیید قرار می گیرد^[۸].

با توجه به تحقیقات انجام شده و چارچوب تئوریک بدست آمده از احتمال ارتباط بین افشاء و شاخص های نقدشوندگی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق، به شرح زیر تبیین گردیده اند

[۲۳،۲۰،۱۴،۴۶،۳۴،۳۳]

.....*

1-Standard and poors	3-Half spread
2-transparency and Disclosure	4-Hauswald and Marque



افشای اطلاعات: افشا در حالت کلی به معنای انعکاس اطلاعات است [۳۵]. در این تحقیق، متغیر مستقل، "افشای اطلاعات" نام دارد؛ میزان افشاء، از طریق چک لیستی که بر مبنای افشای اختیاری و استانداردهای الزامی سازمان حسابرسی تنظیم گردیده، اندازه گیری شده است.

نقد شونددگی سهام: نقد شونددگی میزان سهولت در خرید و فروش یک کالا بدون تغییر قابل ملاحظه در قیمت آن است [۳۰]. نقدینگی ممکن است، به عنوان واحد ریسک در نظر گرفته شود. توانایی یک شرکت در اجراء تعهدات مالی کوتاه مدتش بدون اینکه مجبور باشد سرمایه طولانی مدتش را بصورت نقد در آورد یا فعالیت هایش را کاهش دهد، نقدینگی عامل مهم در ارزیابی شرکت از طرف ذینفعان مانند سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و طرف های قانونی است [۴۴]. شرکت هایی که نقدشونددگی خوبی دارند، ممکن است اطلاعات بیشتری افشاء کنند تا خودشان را از شرکتهایی که از لحاظ اقتصادی در وضعیت خوبی نیستند، متمایز کنند [۱۶]. برای اندازه گیری نقدشونددگی سهام و عدم تقارن اطلاعاتی، مدلی را که ونکتاش و چیانگ [۴۷] برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کردند به کار برده ایم. از این مدل در تحقیقات متعددی استفاده شده است. از جمله، استل [۴۲]، مورس و آشمن [۳۸]، استل [۴۳]، ریان [۴۰]، بون [۱۷]، در ایران نیز قائمی و وطن پرست [۹] و احمد پور و رسایان [۳]، رضازاده و آزاب [۸] برای اندازه گیری نقد شونددگی سهام از این مدل بهره گرفته اند.

$$\text{SPREAD it} = \frac{AP - BP}{(AP + BP)/2} \times 100$$

t = دوره زمانی مورد بررسی

I = نمونه مورد بررسی

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (ASK PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت t در دوره i

BP (BID PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت t در دوره I

• **اندازه شرکت:** یکی از فاکتور های درونی، که بر ساختار مالی شرکت تأثیر می گذارد اندازه شرکت

.....*

- 1-Venkatesh & chiang
- 2-Bid ask spread
- 3-Stoll, Morse & ushman, Ryan, boon
- 4-Morse & ushma
- 5-Ryan
- 6-Boone



می باشد. شرکت های بزرگتر ممکن است اطلاعات بیشتری را افشاء کنند، چراکه انجام این کار در زمینه مسائل اختصاصی و غیر اختصاصی هزینه کمتری در بر دارد و از طرفی شرکت های بزرگتر فشار بیشتری را از جانب بازار تحمل کرده و وابستگی بیشتری به سرمایه خارجی دارند [۳۹]. کیل و نیکلسون (۲۰۰۳)، اعتقاد دارند، اندازه شرکت اعم از جمع دارایی ها، جمع فروش و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت ارتباط مستقیمی با هم دارند. بسیاری از تحقیقات تجربی، ثابت کرده است که بازده سهام شرکتهای کوچک از بازده سهام شرکتهای بزرگ، بیشتر است. هر قدر، شرکتی کوچک تر باشد، میزان نقدشونددگی سهام آن کمتر شود. از این رو بازده مورد انتظار سرمایه گذار بیشتر می گردد [۵]. در این تحقیق، منظور از اندازه شرکت، میزان فروش است و از طریق لگاریتم طبیعی فروش محاسبه می شود. انتظار می رود بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و اندازه شرکت رابطه معنی داری وجود داشته باشد.

• **حجم ریالی معاملات روزانه سهام:** یکی از مهم ترین نماگرهای رونق و رکود و همچنین نقد شونددگی در بازار سهام می باشد. از این رو تغییرات در این شاخص، که عمدتاً متأثر از عوامل کلان اقتصادی نظیر سیاست های پولی و مالی، تورم و ... می باشد، همواره مورد توجه محققین است. بارکلی و کندل و مارکس^۲ (۱۹۹۸) عنوان کردند که نقدشونددگی تحت تأثیر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات سهام است. در این تحقیق، منظور از حجم معاملات، متوسط ارزش ریالی معاملات انجام شده روی یک سهم در دوره زمانی تحقیق می باشد [۳]. انتظار می رود بین این متغیر و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه معنی داری وجود داشته باشد.

• **گردش روزانه سهام شرکت:** نسبت گردش سهام بصورت تعداد سهام معامله شده در طول سال تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت تعریف شده است. در نهایت از ارقام بدست آمده برای روزهای مختلف، میانگین گیری می شود. انتظار می رود بین این متغیر و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه معنی داری وجود داشته باشد.

• **اهرم مالی:** اهرم، در واقع، وجود هزینه های ثابت در فهرست هزینه های شرکت می باشد [۲]. اهرم مالی از تقسیم جمع کل بدهی ها به جمع کل دارایی ها بدست می آید. هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگتر باشد،

.....*

- 1-Kiel & Nicholson
- 2-Barkli, candel, marks



روز، ۸- Mv_i : ارزش بازار، ۹- Dtu_i : گردش روزانه سهام شرکت، ۱۰- B_1, B_2, \dots, B_7 : ضریب همبستگی رگرسیون، ۱۱- e_{it} : ضریب خطا که برای هر دوره مستقل می باشد، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی می باشد و، ۱۲- i : نمونه مورد بررسی و t دوره مورد بررسی.

۳. روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر روش تحقیق، توصیفی از نوع همبستگی مبتنی بر تحلیل رگرسیون زمانی مقطعی است. به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶ انتخاب شد. شرکت های مورد بررسی بر مبنای شرایط زیر انتخاب شده اند:

- ۱- شرکت های مورد نظر از ابتدا تا انتهای تحقیق در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
 - ۲- شرکت های مورد نظر جزو بانک ها و واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها نباشند.
 - ۳- شرکت هایی که اطلاعات مربوط به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و یا اطلاعات لازم برای سایر متغیرها وجود نداشت از جامعه حذف می گردد.
 - ۴- سهام شرکت ها در سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار معامله شده باشند.
 - ۵- شرکت ها نباید در طی دوره تحقیق توقف فعالیت داشته باشند.
 - ۶- تعداد دفعات معاملات شرکت نباید از ۵۰ مرتبه در سال کمتر باشد.
- با اعمال تمام محدودیت های فوق، حجم نمونه بالغ بر ۱۱۲ شرکت گردید. اطلاعات و داده های خام مورد نیاز برای انجام این تحقیق از بانک های داده ای تدبیر پرداز و ره آورد نوین ارقام جمع آوری گردید.

۴. یافته های پژوهش

۴-۱- **آمار توصیفی:** ویژگی های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق، اعم از متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی در نگاره شماره ۴-۱ آورده شده است. در این نگاره حداقل، حداکثر، میانگین، انحراف معیار ارائه گردیده است. فاصله حداقل و حداکثر در کلیه متغیرها زیاد است زیرا برای جلوگیری از کوچک شدن مقیاس ...

۱- دلیل حذف گروه واسطه گری مالی و شرکت های صنعت سرمایه گذاری اینست که بازده این صنعت تابعی از بازده سایر شرکت ها می باشد و منظور نمودن آن در نمونه موجب می شود که بازده شرکت های تشکیل دهنده پرتفوی این صنعت، بطور مضاعف در روابط منظور شود به همین دلیل، از جامعه مورد بررسی حذف شدند.



درجه ریسک مالی بیشتر می شود [۱۲]. لذا، انتظاری رود که بین اهرم مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه معنی داری وجود داشته باشد.

• **ارزش بازار شرکت:** از بین عوامل موثر بر نقدینگی سهام، ارزش بازار شرکت مهم ترین عامل در نقدینگی سهام تلقی می شود. این متغیر، همچنین بیانگر عمق بازار سهام یک شرکت می باشد. ارزش بازار شرکت در هر مقطع زمانی برابر است با حاصلضرب کل سهام منتشر شده شرکت در قیمت معامله در آن مقطع به عبارت دیگر:

$$\text{Market Value} = \text{Total outstanding shares} \times \text{Market price}$$

با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام دارایی ها، از ارزش بازار سهام در پایان دوره نیز بعنوان مبنای تعیین ارزش شرکت، استفاده می گردد [۴]. انتظار می رود بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و ارزش بازار شرکت رابطه معنی داری وجود داشته باشد.

• **تعداد دفعات انجام معاملات روزانه سهام:** این متغیر همراه با تعداد خریداران و حجم معاملات می تواند حکایت از خرید و فروشهای عمده داشته باشد. انتظار می رود بین این متغیر و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه معنی داری وجود داشته باشد.

با توجه به مبانی نظری فوق و متغیرهای تعریف شده تحقیق، فرضیه بصورت زیر بیان می شود:
 “بین میزان افشاء اطلاعات و نقدینگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه ی معنی داری وجود دارد.”

جهت آزمون فرضیه فوق از مدل زیر که برگرفته از مطالعات چن و همکاران [۲۳]، برون و هیلجست [۲۰]، چانگ، ایدلر و کیم [۲۴]، هفلین و همکاران [۳۴]، هاس والد و مارکوز [۳۲] و چانگ، میل سنت و ماروین [۲۲] استفاده شده است.

$$\text{Liquidity} = B_0 + B_1 \text{Disclosure} + B_2 \text{LnDoIvol}_i + B_3 \text{Lev}_i + B_4 N_i + B_5 \text{Lnsize}_i + B_6 \text{LnMv}_i + B_7 \text{Dtu}_i + e_{it}$$

۱- **Liquidity:** سنجش نقدینگی را نشان می دهد و می تواند با هر مقیاس نقدینگی از جمله Bid Ask Spread جایگزین شود، ۲- B_0 : ضریب ثابت، ۳- Disclosure: افشاء، ۴- DoIvol_i : حجم ریالی معاملات روزانه سهام، ۵- Leverge_i : اهرم مالی، ۶- Size_i : اندازه دارایی، ۷- N_i : تعداد دفعات انجام معامله در هر

شدن نمونه، مشاهدات دورافتاده حذف نشده اند. بالا بودن انحراف از میانگینی برابر با ۶۵/۴۳ در متغیر توضیحی تعداد دفعات حجم معامله، خبر از پراکندگی بیشتر و کاهش انسجام در جامعه مورد بررسی می دهد. که عکس این نتیجه در متغیر توضیحی گردش روزانه سهام حکمفرما می باشد.

نگاره شماره ۴-۱- آمار توصیفی

متغیرها	مقیاس	حداکثر	حداقل	میانگین	انحراف	تعداد
شکاف قیمتی	BA	۱۱۲	۰/۳۷	۹۹/۷۹	۲۴/۴۱	۲۳/۳۱
تعداد دفعات معامله	NDT	۱۱۲	۱/۸۶	۵۱۷/۸۷	۲۷/۶۷	۶۵/۴۳
میانگین حجم معاملات	DOL	۱۱۲	۱۲/۳۸	۲۳/۰۰	۱۸/۷۱	۱/۸۵
اهرم مالی	LEV	۱۱۲	۰/۱۶	۰/۹۵	۰/۶۲	۰/۱۶
اندازه شرکت	Fsize	۱۱۲	۱۲/۲۸	۲۰/۶۹	۱۳/۶۶	۱/۹۳
ارزش بازار سهام	MV	۱۱۲	۲۳/۶۳	۳۰/۵۱	۲۶/۳۷	۱/۴۸
میانگین گردش روزانه سهام	DTU	۱۱۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۱
افشای اطلاعات	DIS	۱۱۲	۶۲/۰۰	۸۶/۰۰	۷۸/۱۹	۴/۲۸

۲-۴- تحلیل رگرسیون: همان طور که در نگاره شماره ۴-۲ مشهود است. $p\text{-value}=0.000$ معنی داری کل رگرسیون را در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می کند. ضریب $۶/۸۹$ بیانگر وجود رابطه منفی معنی داری در سطح خطای ۱ درصد بین حجم معاملات روزانه سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی بین عرضه و تقاضا می باشد این نتیجه، با نظرات و تئوری های (چن و همکارانش، ۲۰۰۷)، (چانگ، میلست،، ۲۰۰۸)، (برون و هیلجست، ۲۰۰۶) مطابقت دارد و برخلاف نتایج تحقیقات (برنج و فرد، ۱۹۹۷) و (هریس، ۱۹۹۴) است. در این تحقیق، اگرچه رابطه مثبتی بین حجم معاملات روزانه سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی بین عرضه و تقاضا آن وجود ندارد اما بر وجود رابطه منفی معنی داری بین آن ها حکایت می کند. این در حالیست که بین گردش روزانه سهام و شکاف قیمتی، در سطح خطای ۵ درصد رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. نتایج این تحقیق، با نتایج تحقیقات (استل، ۱۹۷۸) مطابقت دارد. این رگرسیون، رابطه معنی داری را بین تعداد دفعات انجام معامله و شکاف قیمتی نشان نمی دهد.

بدیهی است که اندازه شرکت تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکت های بزرگتر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی نفعان و وجود مکانیزم های کنترلی بیشتر از ریسک تجاری کمتری برخوردارند، لذا انتظار ما بر آن بود تا، نقد شوندگی سهام، در شرکت های بزرگ بیشتر باشد. اما نتایج این

رگرسیون عکس مطلب فوق را تأیید نمود، با نگاهی دقیق به ترکیب شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران، متوجه می شویم که شرکت های بزرگ تر شرکت هایی هستند که یا دولتی هستند یا بخش عظیمی از آنها متعلق به دولت است. از طرفی واتز و زیمرمن (۱۹۹۰)، عنوان می دارند که شرکت های بزرگ به دلیل تحمل هزینه های سیاسی بیشتر ناچار به افشای بیشتری نیز هستند [۳۷] و ممکن است، به دلیل الزامات افشاء اقداماتی را انجام دهند که بتوانند عملکرد خود را مطابق خواسته ها و الزامات مقامات قانونی و دولتی نشان دهند و این امر بتواند اجرای الزامات کنترلی و راهبری شرکتی که تأثیر آن به صورت بلند مدت نمایان می گردد و با منافع مدیران دولتی که خود را در معرض تغییر می بینند در تضاد می باشد، با مشکل مواجه سازد. ضریب $۵۰/۶۷$ بیانگر وجود رابطه مثبت معنی داری در سطح خطای ۱ درصد بین اهرم مالی و شاخص نقدشوندگی می باشد. در واقع، این نتایج موافق تئوری ما، مبنی بر اینکه هرچه اهرم مالی بالاتر باشد ریسک مالی بیشتر است. این عمل منجر به کاهش تمایل سرمایه گذاران برای خرید سهم گردیده و شکاف قیمتی بین عرضه و تقاضا افزایش می یابد. این نتایج، موافق نتایج (انگ و ماک، ۲۰۰۳) است و با نتایج تحقیقات برون و هیلجست در سال ۲۰۰۶ مطابقت ندارد. ضریب $۶/۷۰$ بیانگر وجود رابطه مثبت معنی داری بین ارزش بازار و نقد شوندگی سهام در سطح خطای ۱ درصد می باشد و نتایج این تحقیق با نتایج تحقیقات هریس (۱۹۹۴) و ریان (۱۹۹۶) مطابقت دارد. در نهایت، همان طور که در نگاره شماره ۴-۱ مشهود است، ضریب $۰/۷۷$ بیانگر رابطه معنی دار منفی بین افشا اطلاعات و شاخص نقد شوندگی سهام است و این نتایج دال بر تأیید فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه بین افشا اطلاعات و نقد شوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معنی داری وجود دارد؛ می باشد.

فعالیت های ضعیف افشاسازی یک شرکت، همراه با حاکمیت شرکتی ضعیف نشان دهنده سطح بالایی از اطلاعات نامتقارن است. در نتیجه تأمین کنندگان نقدینگی، تمایل خواهند داشت که تفاوت بین قیمت خرید و فروش سهام آندسته از شرکت هایی را که حاکمیت شرکتی ضعیفی را ارائه دادند را گسترده کنند چرا که چنین عملی از قیمت پشتیبانی کرده و بر کاهش نقدینگی بازار سهام اثر می گذارد نتایج این تحقیق، از این فرضیه مبنی بر اینکه سهام آن دسته از شرکت هایی که حاکمیت شرکتی بهتری دارند، نقدینگی بازار بهتری هم خواهند داشت، پشتیبانی می کند. از طرفی این رابطه منفی که میزان آن هم قابل توجه می باشد، نشان می دهد که فعالیت های بهتر افشاسازی می تواند ریسک اطلاعات نامتقارن موجود در بازار را کاهش

- 1- Watts and Zimmerman
- 2- Eng & Mak
- 3- Harris

دهد و در نتیجه تفاوت بین قیمت خرید و فروش سهام «Spread» را با کاهش هزینه های اطلاعات نامتقارن که فراهم کنندگان نقدینگی خواستار آن هستند و از آن بعنوان وسیله ای برای جبران ضررهای برخواسته از فعالیت های تجاری آگاهانه، استفاده می کنند را کاهش می دهد بنابراین هرچه افشا اطلاعات در شرکت ها بیشتر باشد این امر منجر به ضعیف شدن شکاف قیمتی بین عرضه و تقاضا گردیده و در نتیجه عدم تقارن اطلاعات کاهش یافته و بنابراین هزینه سرمایه شرکت کاهش یافته و در نهایت سهام شرکت قابلیت نقد شوندگی بهتری پیدا خواهد کرد [۲۲] نتایج این تحقیق، بانایج تحقیقات (چن و همکارانش، ۲۰۰۷)، (برون و هیلجست، ۲۰۰۶) و (باربدو و همکارانش، ۲۰۰۷) (ولکر، ۱۹۹۵)، (هفلین و شو و ولد، ۲۰۰۵) و (هلی و همکاران، ۲۰۰۱) مطابقت دارد. در پایان، R^2 تعدیل شده این مدل، ۱۶٪ می باشد و بیانگر آن است که ۱۶٪ تغییرات شکاف قیمتی توسط متغیرهای موجود در این الگو توضیح داده می شود و ۸۵٪ باقی مانده را متغیرهای دیگر توضیح می دهد.

نگاره شماره ۴-۲- نتایج تحلیل رگرسیون

متغیر وابسته: نقد شوندگی سهام			
متغیر توضیحی	آزمون داده های مقطعی		
	ضریب	آماره t	P - value
حجم معاملات روزانه سهام	-۶/۸۹	-۲/۹۸	۰/۰۰۳
تعداد دفعات انجام معامله	-۰/۰۳۳	-۱/۲۱	۰/۲۲
اهرم مالی	۰/۰۶۷	۳/۶۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۱۲	۰/۱۴	۰/۸۲
ارزش بازار	۶/۷۰	۲/۸۳	۰/۰۰۵
گردش روزانه سهام	۵۵۵۸/۴۴	۱/۹۸	۰/۰۴
افشای اطلاعات	-۰/۷۷	-۱/۷۷	۰/۰۷
آماره F	۴/۵۸۰	آماره دوربین واتسون	۱/۹۰
P-value	۰/۰۰۰	R^2 تعدیل شده	۰/۱۶

- *.....
- 1- Brown & Hillegeist
- 2- Barbedo & et al
- 3- Welker
- 4- Heflin, shaw, wild
- 5- Healy

۵- مفروضات رگرسیون خطی: رگرسیون خطی دارای مفروضاتی به شرح زیر می باشد:

۱- اجزای باقی مانده در دوره های مختلف واریانس یکسان داشته باشند. نقض این فرض، مشکلی به نام ناهمسانی واریانس ایجاد می کند. در واقع در داده های مقطعی که شامل واحدهای گوناگون می باشد، ناهمسانی یک اصل است. تایک استثناء [۱۱] به همین دلیل برای اطمینان از ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده گردید که نتایج آزمون در نگاره شماره ۵-۱ مشهود است. در این آزمون، فرضیه ها به صورت همسانی واریانس: H_0 و ناهمسانی واریانس: H_1 است. نتایج این آزمون، از این قرار است: چون P - value بیشتر از ۵٪ است بنابراین فرضیه پذیرفته شده و در نتیجه ناهمسانی واریانس رد می شود.

جدول شماره ۵-۱- آزمون وایت

آماره F	۱/۳۷	p-value	۰/۱۸
خی دو	۱۸/۴۹	p-value	۰/۱۸

۱- مدل رگرسیون در کل معنادار باشد. برای آزمون معناداری کلی مدل از آماره F در سطح ۹۹٪ استفاده شده است. با توجه به آماره F در نگاره شماره ۴-۲، معناداری کل مدل تأیید می شود.

۶- بحث، نتیجه گیری و ارائه پیشنهادات

نتایج حاصل از آزمون فرضیه با استفاده از اطلاعات مربوط به ۱۱۲ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره یک ساله ۱۳۸۶ نشان می دهد که بین افشا اطلاعات و شاخص نقد شوندگی سهام رابطه معکوس معنی دار وجود دارد. بعلاوه پی بردیم که رتبه بندی شرکتها با استفاده از چک لیست افشای اطلاعات رابطه منفی با جزء عدم تقارن اطلاعات دارد و اینکه فعالیت های افشاء ضعیف تر منجر به شکاف بیشتر بین قیمت عرضه و تقاضا سهام می شود و کاهش در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام باعث افزایش نقدشوندگی بازار سرمایه می گردد و از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی بعنوان یکی از عوامل مهم در ایجاد این شکاف قیمتی مطرح می باشد. پیشنهاد می کنیم که مدیران باید در انطباق با استانداردهای افشاء و حمایت از سرمایه گذاران، به طور جدی عمل نمایند. بدیهی است، هنگامی که یک شرکت قادر به تأمین سطوح خوبی از شفافیت و افشاءسازی باشد، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی به طور قابل توجهی کاهش می یابد و کیفیت حاکمیت شرکتی رشد می کند. بنابراین



انتظار می رود شرکت ها از شکاف قیمتی «بین خرید و فروش سهام» کمتری برخوردار باشند و این عمل منجر به نقدینگی بازار بهتری خواهد شد. یافته های مذکور تنها در رابطه با شرکتهای بورس قابل تعمیم است، لذا در بکارگیری این یافته ها در مورد سایر شرکت ها جانب احتیاط را باید رعایت نمود. در نهایت، برای تقویت یافته های تحقیق، اثر صنعت بر ارتباط بین افشاءاطلاعات و نقد شوندگی سهام مورد بررسی قرار گرفت؛ یافته ها نشان می دهد که بطور کلی، صنعت در تصریح مدل رفتار نقدینگی سهام تأثیر داشته است بگونه ای که R^2 از ۰/۱۶ به ۰/۲۱ افزایش می یابد.

۷- محدودیت های تحقیق

یکی از مشکلات عمده در انجام این پژوهش، فقدان سازمان هایی بود که رتبه بندی عنصر افشاء، در حاکمیت شرکتی را برای شرکت های ایرانی ارائه نمایند. ما امیدواریم با رشد اقتصادی و توسعه بازار سرمایه در ایران در تحقیقات آتی شاهد ایجاد سازمان هایی این چنینی هرچند در سطح محدود باشیم. تا منجر به سهولت انجام تحقیقات مشابه گردد.

محدودیت دیگر این تحقیق که توجه به آن جهت بهره برداری صحیح از نتایج این تحقیق ضروری است، این است که این تحقیق بر پایه تئوری سازی های انجام شده در بورس های معتبر و کارآ بنا شده است و از آن جا که نقد شوندگی سهام متأثر از رفتار سرمایه گذاران می باشد، نوع خاص و متفاوت رفتار سرمایه گذاران در بورس تهران ممکن است به این مبنای تئوریک خدشه وارد نماید. توضیح اینکه با مراجعه به کارگزاری ها و نگاهی به رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می توان در یافت، رفتار سرمایه گذاران در بورس تهران تحت تأثیر «وجود اطلاعات نامتقارن» و «وجود سرمایه گذاران مطلع» می باشد.



سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶، صص ۳۷-۶۰.
۴- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و سارنج، علیرضا. (۱۳۸۷). "انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، شماره ۵۳، صص ۱۶-۳.

۵- جهانخانی، علی و یزدانی، ناصر. (۱۳۷۴). "بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم عملیاتی شرکت ها بر میزان بکارگیری اهرم مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۱۸۶-۱۶۹.

۶- خان زاده، کمال. (۱۳۸۵). "بررسی حاکمیت شرکتی و تاثیر آن بر توسعه و گسترش بازار سرمایه"، پایان نامه کارشناسی ارشد.

۷- دوانی، غلامحسین و معینی، محمد رضا. (۱۳۸۶). "مقررات افشاء عدم تقارن اطلاعات و پیامدهای اجتماعی آن"، موسسه حسابرسی دایارایان.

۸- رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۸۰-۶۳.

۹- قائمی، محمد حسین و وطن پرست، محمد رضا. (۱۳۸۴). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۱ صص ۱۰۳-۸۵.

۱۰- قنبری، فرحناز. (۱۳۸۶). "تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد.

۱۱- گجراتی، دامودار. (۱۳۷۱). مبانی اقتصاد سنجی، حمید ابریشمی، تهران، دانشگاه تهران، ج ۲

۱۲- مهماندوستی، بابک. (۱۳۸۶). "بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

13-Amihud, Y. and Mendelson, H, (1986), "Asset pricing and the bid-ask spread", Journal of Financial Economics, vol. 17, pp. 223-49.

14-Barbedo, C. H., Camilo- Da- Silva, E, Level, R, (2007), " Probability of information – Based Trading, intraday liquidity and corporate governance in the Brazilian stock Market".

۱- احمد پور، احمد و خاکپور، حسین. (۱۳۸۶). "نقش گزارشگری و افشای مالی در بهبود کارکرد بورس اوراق بهادار"، مجله بورس.

۲- احمد پور، احمد و یحیی زاده فر، محمود. (۱۳۸۷). مدیریت مالی، بابلسر، انتشارات دانشگاه مازندران

۳- احمد پور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). "رابطه بین معیار های ریسک و اختلاف بین خرید و فروش ...".

1- Asymmetric Information
2- Informed traders

- Disclosure. Working", Paper. University of Maryland.
- 33- Healy, Paul M., and Krishna G. Palepu, (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, Nos. 1-3.
- 34- Heflin, F. L., Shaw, K. W. and Wild, J. J, (2005), "Disclosure Policy and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes", *Contemporary Accounting Research*, 22, 829-865.
- 35- Hendrikson, E. S. and M. F. V. Breda, (1992), "Accounting Theory", 5Th Edition, New York: IRWIN.
- 36- Leuz c. and Verrecchia R.E., (2000), "The economic consequences of increased disclosure", *Journal of Accounting Research*, No. 38, pp. 91-124.
- 37- Lopes, P.T & Rodrigues, L.L, (2007), "Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange," *The International Journal of Accounting* 42, PP. 25-56.
- 38- Morse, D., Ushman, N, (1983), "The effect of information Announcements on market microstructure", *The Accounting Review*, 58(2), 247-258.
- 39- Papas, A.A, (1993), "European financial reporting: Greece. Routledge.
- 40- Ryan, H, (1996), "The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, summer, pp.33-40.
- 41- Sengupta, P, (1998), "Corporate Disclosure quality and the cost of debt", *The Accounting Review*, 73(4), pp.459-474.
- 42- Stoll, H, (1978), "The supply of Dealer services in securities markets", *Journal of finance*, Septembe, pp.1133-1151.
- 43- Stoll, H., (1989), "Inferring the components of the bid ask spread" theory and empirical tests, *The Journal of Finance*, 44(1), 115-134.
- 44- Wallace, R. S. O., & Naser, K, (1995), "Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosures in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong" *Journal of Accounting and Public Policy*, 14, 311-368.
- 45- Weimin Liu., (2005). "A liquidity-augmented capital asset pricing model", *journal of financial Economics*, Vol. 1, No. 1, pp. 1-41.
- 46- Welker, M, (1995), "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets", *Contemporary Accounting Research*, 11, 801-827
- 47- Venkatesh, p. c. and R. Chiang, (1986), "Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: a case study of earnings and dividend announcements". *The Journal of Finance*, No. 41(5), PP.10

- 15- Bedard, J., D. Coulombe, (2007), "corporate governance, Disclosure quality and the underpricing of ipos", *international Journal of Auditing*, 4, pp. 227-245.
- 16- Belkaoui, A., & Kahl, A, (1978), "Corporate financial disclosure in Canada", *Research Monograph No1, Canadian Certified General Accountants Association, Vancouver.*
- 17- Boone, j, (1998), "Oil and Gas Reserve Value Disclosures and bid ask spreads" *Journal of Accounting and public policy*, 17, 55-84.
- 18- Botosan, C. A., (1997), "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, , pp. 323-349.
- 19- Branch, B., Freed, W, (1977). "Bid-ask spread on AMEX and the big board". *Journal of Finance*, 32, pp. 159-163.
- 20- Brown, S. and Hillegeist, S. A, (2006), "How Disclosure Quality Affects the Long-run Level of Information Asymmetry", *Working Paper. Georgia State University, Atlanta.*
- 22- Chang, Millicent, D Anna, Gino, Watson, Laion, Wee, Marvin, (2008), "Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?" *Australian journal of Management.*
- 23- Chen, W.P, Chung, H, Lee, C, and Liao, W-L, (2007), "Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P Transparency and Disclosure ranking", Available at SSRN.
- 24- Chung, K., Elder, J, Kim, J, (2008), "Corporate Governance and Liquidity" *journal of Financial and Quantitative Analysis.*
- 25- Cremers, K. J. M and Nair, V. B, (2005), "Governance Mechanisms and Equity Prices", *Journal of Finance*, 60, 2859-2894.
- 26- Depoers, F, (2000), "A cost-benefit study of Voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies", *European Accounting Review*, vol. 9, No. 2, pp. 1155-1177.
- 27- Durnev, A. and Kim, (2005), E. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation", *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- 28- Eng, L.L. and Mak, Y. T, (2003), "corporate governance and Voluntary disclosure, *journal of Accounting and public policy*, pp. 325-345.
- 29- Frankel, R., Johnson, M. and Skinner, D.J, (1999), "An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium", *Journal of Accounting Research*, 37(1), pp. 133-152.
- 30- Glosten, L.R. and P.D. Milgrom, (1985), "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously informed traders", *Journal of Financial Economics*, 14: 71-100.
- 31- Harris, L., (1994), "Mnimum price Variations, discrete bid ask spread, and quotation sizes", *Review of financial studies* 7, 149-178.
- 32- Hauswald, R. and Marquez, R., (2007). "Governance Mechanisms and Corporate