

فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی

سال نهم - شماره ۳۲ - زمستان ۱۳۹۰

صص ۷۳-۱۰۲

اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی مرادزاده فرد*

مینا ابوحمزه**

چکیده

آگاهی از تاثیر کیفیت افشای شرکتی بر سایر متغیرهای بازار از جمله نقدشوندگی سهام، حایز اهمیت بسیاری است. از طرفی با توجه به اهمیت روزافزون نقدشوندگی سهام و نقش به‌سزای آن در کشف قیمت دارایی‌ها، توزیع ریسک مالی، افزایش بازده مورد انتظار و کاهش هزینه معاملات، شناخت عوامل موثر بر آن اهمیت دارد. بنابراین این پژوهش، به بررسی اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، می‌پردازد. از آن‌جا که بهبود کیفیت افشای شرکتی باعث

* استادیار حسابداری دانشگاه آزاد واحد کرج

** کارشناس ارشد حسابداری دانشکده علوم اقتصادی

کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش نقدشوندگی را به همراه دارد، فرض اصلی این پژوهش این است که کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام اثر دارد. در این پژوهش، به منظور تفکیک آثار اجزای گوناگون کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام، از دو معیار به موقع بودن و قابل اتکا بودن افشای شرکتی، استفاده شده و نقدشوندگی سهام با استفاده از پانزده معیار مختلف معاملاتی و اطلاعاتی اندازه‌گیری شد. تعداد ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ انتخاب و فرضیه‌های پژوهش در دو مرحله پیش‌آزمون و پس‌آزمون، با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه آزمون شده‌اند. نتایج نشان می‌دهد، کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت دارد. همچنین یافته‌های پژوهش حاکی از وجود اثر مثبت قابل اتکا بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: کیفیت افشای شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی، نقدشوندگی سهام، به موقع بودن، قابل اتکا بودن.

مقدمه

نیل به اهداف بلندمدت اقتصادی در گرو عملکرد مناسب بازارهای مالی است و عملکرد مناسب بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه، در گرو وجود اطلاعاتی با کیفیت بالا است. افشای کارای اطلاعات برای استفاده‌کنندگان برون سازمانی به روشی قابل اتکا و به موقع، بر عهده گزارشگری مالی است. اطلاعات باکیفیت علاوه بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت شرکت و سرمایه‌گذاران بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی بین معامله‌گران بازار را نیز کاهش می‌دهد و احتمال این که سهام‌داران بتوانند در زمان مورد نظر و با قیمت منطقی روی سهام شرکت عملیات لازم را انجام دهند، افزایش می‌یابد. بنابراین افشای اطلاعات می‌تواند ناکارایی اطلاعاتی را کم کرده و از این طریق بر بهبود شرایط بازار و افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد.

این مطالعه به بررسی آثار کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام پرداخته

است. نبود هزینه‌های معاملاتی^۱ و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالا، یکی از ویژگی‌های بازارهای کارا^۲ و بسیار مطلوب می‌باشد. هزینه‌های معاملاتی علاوه بر هزینه‌های آشکار مانند مالیات و کارگزاری، هزینه‌های غیرآشکار ناشی از ناکارایی اطلاعاتی را نیز در بر می‌گیرد. بنابراین نقدشوندگی سهام می‌تواند به عنوان معیاری برای کارایی بازار به خصوص به لحاظ اطلاعاتی^۳ مطرح شود. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشم‌گیری پایین خواهد آمد. افزایش نقدشوندگی می‌تواند موجب توزیع هرچه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه‌های پرتفوی گردانی و انگیزش بیشتر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی شود. همچنین نقدشوندگی نقش مهمی در فرآیند کشف قیمت بازی کرده و بر بازده مورد انتظار سهام نیز تاثیرگذار است. با توجه به نقش مهم نقدشوندگی سهام، شناخت عوامل موثر بر آن اهمیت دارد.

از طرفی در سال‌های اخیر ورشکستگی‌های بزرگ و ناگهانی، کیفیت افشای اطلاعات در گزارش‌های سالانه را مورد تردید قرار دادند. بنابراین آگاهی از اینکه کیفیت افشای اطلاعات چه اثری بر سایر متغیرهای بازار از جمله نقدشوندگی سهام دارد، حایز اهمیت است. چنان‌چه اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام تعیین و تشریح شود، می‌توان با وضع قوانین و الزاماتی در پذیرش شرکت‌ها و نحوه ارایه و افشای اطلاعات، به بهبود شرایط بازار کمک کرد. این پژوهش به بررسی اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌پردازد.

مبانی نظری

رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام به عنوان شاخص کیفیت بازار در پژوهش‌های گوناگونی هم‌چون پژوهش‌های اسپینوسا و دیگران (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸)، فروست و دیگران (۲۰۰۲)، هفلین و دیگران (۲۰۰۲)، لیوز و وریشیا (۲۰۰۰)، بلومفیلد و ویلکز (۲۰۰۰)، هیلی و دیگران (۱۹۹۹)، ولکر (۱۹۹۵) و دیاموند و

1- Transaction Cost

2- Efficient Market

3- Information Efficiency

وریشیا (۱۹۹۱) مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تمام این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که بین کیفیت افشا و نقدشوندگی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. هیلی و دیگران (۱۹۹۹) دریافتند که افزایش کیفیت افشا، با افزایش بازدهی سهام شرکت، مالکیت نهادی، پیروی تحلیل‌گران و نقدشوندگی سهام توام است. هم‌چنین در مدل دیاموند و وریشیا، افشای اطلاعات به وسیله شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و بازار را کاهش می‌دهد و در نتیجه معاملات سهام آن شرکت تسهیل شده و نقدشوندگی آن افزایش می‌یابد. در مدل ارایه شده توسط کیل (۱۹۸۵) یا گلوستن و میلگروم (۱۹۸۵)، افشای اطلاعات عمومی بیش‌تر توسط نمایندگان موجود در بازار (مدیران) موجب کاهش کژگزینی در بازار و افزایش تمایل معامله‌گران جهت معامله سهام با سطح معقولی از هزینه معامله می‌شود.

بنابراین افشا همیشه از طریق تاثیر بر کژگزینی، بر نقدشوندگی اثر می‌گذارد. بدین ترتیب که افزایش کیفیت افشا، موجب کاهش جزء کژگزینی عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش ریسک معاملات، افزایش تمایل معامله‌گران جهت معامله با سطح معقولی از هزینه معامله، افزایش سهولت انجام معامله، از بین رفتن صف‌های خرید و فروش و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌شود. از طرفی یکی از شاخص‌های رایج اندازه‌گیری جزء کژگزینی عدم تقارن اطلاعاتی، «شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش» است که در بسیاری از پژوهش‌ها به عنوان معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام نیز مورد استفاده قرار گرفته است. بدین ترتیب می‌توان گفت، افزایش کیفیت افشا موجب کاهش جزء کژگزینی عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش شکاف بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش می‌شود که این موضوع در واقع به معنی افزایش نقدشوندگی سهام در بازار می‌باشد. بنابراین، با توجه به مبانی نظری، افزایش کیفیت افشای شرکتی موجب افزایش نقدشوندگی سهام در بازار می‌شود.

پیشینه

باردوس (۲۰۱۰) رابطه بین نقدشوندگی و کیفیت اطلاعات مالی را از طریق

تحلیل روند بلندمدت در معیارهای عدم نقدشوندگی آمیهود برای شرکت‌هایی که صورت‌های مالی را تجدید آرایه کرده‌اند، بررسی کرد. نتایج مطالعه او رابطه مثبت بین کیفیت اطلاعات مالی و نقدشوندگی را نشان می‌دهد. ان جی (۲۰۱۰) دریافت، کیفیت افشای بالاتر با ریسک نقدشوندگی کمتر رابطه دارد و کاهش در هزینه سرمایه ناشی از این رابطه، قابل توجه است. اسپینوسا و دیگران (۲۰۰۸) به شواهدی دال بر وجود رابطه مثبت بین افشا و نقدشوندگی دست یافتند. نتایج مطالعه آن‌ها اثبات می‌کند که این رابطه مثبت، در بازارهای با ساختارهای نهادی مختلف و با استفاده از معیارهای مختلف نقدشوندگی، پایدار است. اسپینوسا و دیگران (۲۰۰۵) نشان دادند که برآورد رابطه بین افشا و نقدشوندگی شدیداً به دو عامل، چندوجهی بودن مفهوم نقدشوندگی و روش پژوهش، بستگی دارد. استفاده از معیارهای عدم نقدشوندگی آمیهود (۲۰۰۲) در این مطالعه، شواهدی دال بر وجود رابطه مثبت بین افشا و نقدشوندگی فراهم آورد. نتایج فروست و دیگران (۲۰۰۲) رابطه‌ای مثبت و قوی بین قدرت سیستم افشا و نقدشوندگی بازار را پس از کنترل اندازه بازار، ساختار قانونی و سایر معیارهای میزان بهبود بازار و محیط اطلاعاتی، نشان می‌دهد. هفلین و دیگران (۲۰۰۲) دریافتند که شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر، شکاف موثر قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش، خطر کژگزینی و هم‌چنین عمق کم‌تری دارند. آن‌ها نشان دادند که سیاست کیفیت افشای بالاتر، ریسک معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی را کاهش داده و نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد. مطالعه لیوز و وریشیا (۲۰۰۰) حاکی از آن است که شرکت‌های دارای سطح افشای بیش‌تر نسبت به شرکت‌هایی که سطح افشای کم‌تری را پذیرفتند، شکاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش کم‌تری دارند. بلومفیلد و ویلکز (۲۰۰۰) دریافتند، کیفیت افشای بالاتر منجر به قیمت‌های بالاتر و نقدشوندگی بیشتر در یک بازار مالی آزمایشگاهی می‌شود و این اثرات، زمانی که سرمایه‌گذاران با شوک تقاضای غیرقابل پیش‌بینی مواجه‌اند، قوی‌تر است. هیلی و دیگران (۱۹۹۹) دریافتند که افزایش امتیاز افشا، اثر

مثبتی بر نقدشوندگی سهام دارد. ولکر (۱۹۹۵) ادعا می کند با افشای اطلاعات، سرمایه گذاران غیرمطلع در مقابل خطر کژگزینی مصونیت قیمتی^۱ پیدا می کنند و این مصونیت قیمتی در نقدشوندگی بازار ظاهر می شود. یافته های این مطالعه مطابق با این ادعاست که سیاست افشایی که به خوبی رعایت شود، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و متعاقباً نقدشوندگی سهام در بازار را افزایش می دهد. دیاموند و وریشیا (۱۹۹۱) نشان دادند که افشای اطلاعات عمومی به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می تواند از طریق جذب تقاضاهای فزاینده از جانب سرمایه گذاران عمده که موجب افزایش نقدشوندگی سهام شرکت می شود، هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد. افشا هم چنین ریسک بازارسازها را کاهش می دهد و اگر عدم تقارن اطلاعاتی اولیه زیاد باشد کاهش آن، قیمت جاری سهام را نیز افزایش خواهد داد.

محمدحسین ستایش و دیگران (۱۳۹۰) نشان دادند که رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد. نوروش و حسینی (۱۳۸۷) به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی معناداری وجود دارد. هم چنین یافته های این پژوهش حاکی از آن است که بین به موقع بودن افشای شرکتی و مدیریت سود نیز رابطه منفی معنادار وجود دارد. قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴) نشان دادند که در طی دوره مورد مطالعه، بین سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته و این امر در دوره های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره های پس از اعلان سود است. دستگیر و یزاززاده (۱۳۸۲) به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس بین میزان افشا و هزینه سهام عادی وجود دارد.

رحمانی و دیگران (۱۳۸۹) به این نتیجه رسیدند که بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و این در حالی است که تمرکز مالکیت نهادی موجب کاهش نقدشوندگی سهام شرکت ها می شود. اسلامی بیدگلی و سارنج (۱۳۸۷) با ادغام معیار نقدشوندگی یعنی نسبت گردش سهام منتشره در مدل

مارکویتز، از آن برای تشکیل پرتفوی بهینه کمک گرفتند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که نقدشوندگی در سطوح بالا، بر تصمیمات سرمایه‌گذاران موثر است. یحیی زاده‌فر و خرم‌دین (۱۳۸۷) دریافتند، اثر عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده بازار منفی است. زارع (۱۳۸۶) به این نتیجه رسید، نقدشوندگی سهام در درجه اول رابطه نزدیکی با حجم معاملات و در درجه دوم با ارزش شرکت دارد. هم‌چنین نقدشوندگی با ریسک سهام رابطه معکوس دارد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر است:

فرضیه اصلی

فرضیه ۱: کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر دارد.

فرضیه‌های فرعی

فرضیه ۲: به موقع بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر دارد.
فرضیه ۳: قابل اتکا بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر دارد.
فرضیه‌های پژوهش بر مبنای هر یک از معیارهای مختلف نقدشوندگی آزمون شده‌اند.

روش شناسی پژوهش

جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. شرکت‌هایی که شرایط زیر را به طور هم‌زمان داشته‌اند، به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. امتیاز سالیانه کیفیت افشای شرکت و اطلاعات مالی مورد نیاز آن در دسترس باشد.
۲. واسطه مالی نباشند.

۳. پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفندماه باشد و سال مالی آن‌ها در طول سال‌های ۸۴ به بعد تغییر نکرده باشد.

با مد نظر قرار دادن محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۱۲ شرکت برای بررسی در نظر گرفته شدند.

قلمرو پژوهش (زمانی و مکانی)

این پژوهش از نظر مکانی محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و از نظر زمانی شامل پنج سال، از سال ۱۳۸۴ تا سال ۱۳۸۸ می باشد. در مرحله پیش‌آزمون جهت برازش مدل‌ها، شامل دو دوره زمانی مختلف برای معیارهای معاملاتی و اطلاعاتی نقدشوندگی، می‌باشد. در این مرحله، برای معیارهای معاملاتی دوره زمانی از سال ۱۳۸۴ تا سال ۱۳۸۷ است و دوره زمانی معیارهای اطلاعاتی شامل سال ۱۳۸۷ است. در دوره زمانی دوم از اطلاعات روزانه استفاده شده است و تعداد مشاهده‌ها برای استنتاج‌های آماری کافی می‌باشد. در نهایت در مرحله پس‌آزمون از داده‌های سال ۱۳۸۸ جهت اعتبار سنجی مدل‌های برازش شده در دوره پیش‌آزمون استفاده می‌شود.

روش‌های گردآوری داده‌ها

به منظور جمع‌آوری داده‌های مرتبط با امتیاز افشای شرکت‌ها به تفکیک به موقع بودن و قابل اتکا بودن و همچنین امتیاز نهایی آن‌ها، از امتیازهای محاسبه شده توسط بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان تنها مرجعی که تاکنون در کشور اقدام به این کار نموده است، استفاده شد. به منظور جمع‌آوری سایر داده‌های مورد نیاز، از نرم افزار ره‌آوردنویس و تدبیر پرداز و نیز سایت اطلاع رسانی بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای پردازش داده‌ها، از نرم افزار Excel و SPSS استفاده شده است.

تدوین مدل و روش آزمون فرضیه اصلی

مدل کلی پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، به صورت زیر می‌باشد:

$$\text{LIQUIDITY MEASURES}_{i,t} = C + \beta_1 \text{DS}_{i,t} + \beta_2 \text{CRP}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

شرکت i در دوره t ؛

$\text{DS}_{i,t}$: امتیاز افشای شرکت i در سال t ؛

$\text{CRP}_{i,t}$: عملکرد دوره جاری شرکت بر اساس سود خالص شرکت i طی سال t ، تقسیم بر مجموع دارایی‌ها در پایان سال $t-1$ ؛

$\text{LEV}_{i,t}$: بدهی‌های شرکت i تقسیم بر مجموع دارایی‌های آن در پایان سال t (که همان اهرم مالی است)؛

$\text{SIZE}_{i,t}$: اندازه شرکت i در دوره t . ارزش بازار شرکت i در ابتدای سال t . لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت i در سال t ؛

ε_{it} : جمله خطا برای شرکت i در دوره t .

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل: کیفیت افشای شرکتی (به موقع بودن و قابل اتکا بودن)
 در این پژوهش از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۸-۱۳۸۴ محاسبه شده، به عنوان شاخص اندازه گیری کیفیت افشا (قابلیت اتکا و به موقع بودن) استفاده شده است. امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌های پذیرفته شده برای دوره‌های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه محاسبه و توسط سازمان بورس و اوراق بهادار برای سال‌های ۱۳۸۲ به بعد منتشر شده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می نماید. امتیازهای مذکور، بر اساس میانگین وزنی معیارهای به موقع بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌های پذیرفته شده، محاسبه می شود. تاخیر در ارسال اطلاعات به بورس در مقایسه با مهلت‌های زمانی مقرر و تفاوت در سودهای محقق شده نسبت به پیش‌بینی‌ها برای محاسبه به موقع بودن و قابل اتکا بودن افشای اطلاعات استفاده شده است. نوروش و حسینی (۱۳۸۷).

متغیرهای وابسته: نقدشوندگی سهام

معیارهای مربوط به محاسبه نقدشوندگی بر اساس معیارهای مورد استفاده در پژوهش‌های کوئو (۲۰۰۹)، گراوال (۲۰۰۸) و رویین (۲۰۰۷) انتخاب شده‌اند. به علاوه در این پژوهش به بررسی میزان و اثر سهام شناور نیز به عنوان یکی از عوامل مهم نقدشوندگی پرداخته شده است. در مجموع ۱۵ معیار در دو گروه معاملاتی (معامله محور) و اطلاعاتی (سفارش محور) مورد استفاده قرار گرفت که تعاریف عملیاتی آن‌ها در ادامه بیان می‌شود:

الف) معیارهای معاملاتی^۱

۱- تعداد روزهای معاملاتی^۲: به تعداد روزهایی اطلاق می‌شود که در یک بازه زمانی مشخص در آن مبادله سهم رخ داده است. این معیار به صورت سالانه محاسبه شده است.

۲- تعداد دفعات معاملات^۳: شامل تعداد معاملات یک سهم در بازه سالانه می‌باشد.

۳- حجم معاملات^۴: تعداد سهام معامله شده در یک بازه زمانی است. حجم معاملات برای هر شرکت در بازه‌های زمانی یکساله از بانک‌های اطلاعاتی به دست آمده است.

۴- ارزش معاملات^۵: از حاصل ضرب قیمت معامله سهم در حجم معاملات به دست می‌آید. این معیار برای بازه‌های یکساله مورد محاسبه قرار گرفته است.

۵- درصد سهام شناور آزاد^۶: درصدی از کل سرمایه شرکت است که جهت معامله در بازار سهام در دسترس باشد یا قسمتی از سهام یک شرکت است که بدون هیچ‌گونه محدودیتی قابل معامله باشد. درصد سهام شناور آزاد توسط سازمان بورس و اوراق بهادار محاسبه و به صورت گزارش‌های فصلی منتشر می‌شود. برای به دست

1- Trading liquidity measures
2- Trading days
3- Frequency of trades
4- Trading volume
5- Trading value
6- Free float

آوردن سهام شناور آزاد به صورت سالانه، از میانگین درصد سهام شناور فصلی محاسبه شده توسط سازمان بورس استفاده شده است.

۶- گردش سهام^۱: حجم سهام معامله شده تقسیم بر تعداد سهام منتشره شرکت در یک بازه زمانی مشخص، گردش سهام را نشان می‌دهد. این معیار به صورت سالانه به طریق زیر محاسبه شده است:

$$SHTO = (\text{تعداد سهام منتشره}) / (\text{تعداد سهام معامله شده})$$

۷- گردش سهام شناور^۲: از تقسیم حجم سهام معامله شده بر تعداد سهام شناور به دست می‌آید.

$$FLTO = (\text{تعداد سهام شناور}) / (\text{تعداد سهام معامله شده})$$

۸- زمان انتظار معامله^۳: به معنای تفاوت زمانی بین دو معامله متوالی در یک سهم می‌باشد که اغلب میانگین آن در یک دوره زمانی مشخص مورد محاسبه قرار می‌گیرد. زمان انتظار معامله بر حسب روز محاسبه شده است و نشان می‌دهد، به طور متوسط زمان انتظار برای انجام معامله سهم یک شرکت چند روز است. به دلیل محاسبه این معیار در بازه سالانه، عدد ۲۴۰ به عنوان تعداد روزهای قابل معامله در سال در صورت کسر قرار گرفته است:

$$WAIT = 240 / (\text{تعداد دفعات معاملات})$$

۹- نسبت جریان^۴: این معیار از تقسیم ارزش معاملات بر زمان انتظار به دست می‌آید.

۱۰- نسبت عدم نقدشوندگی امیهود (اثر قیمتی)^۵: سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی امیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات در یک بازه زمانی معین به دست می‌آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه شده

1- Turnover

2- Free float Turnover

3- Waiting time

4- Flow ratio

5- Amihud illiquidity ratio (price effect)

است:

$$AMIHU D = \frac{\text{بازده}}{\text{حجم معاملات}}$$

۱۱- نسبت نقدشوندگی آمیوست^۱: این معیار ارزش معاملات یک سهم را به ازای تغییر قیمت ایجاد شده در یک بازه زمانی محاسبه می‌کند و از تقسیم ارزش معاملات بر قدر مطلق بازده به دست می‌آید. این معیار برای هر سال به طریق زیر محاسبه شده است:

$$AMIVEST = \frac{\text{ارزش معاملات}}{\text{بازده}}$$

۱۲- رتبه نقدشوندگی: این رتبه توسط یکی از شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری محاسبه و گزارش می‌شود. هرچه عدد رتبه نقدشوندگی یک شرکت بیش‌تر باشد، نقدشوندگی سهام کم‌تر است. این رتبه، در واقع با استفاده از چند معیار معاملاتی هم‌چون تعداد خریداران، تعداد دفعات معاملات، تعداد روزهای معاملاتی، تعداد سهام معامله شده، حجم معاملات و میزان ارزش روز محاسبه می‌شود:

معیارهای اطلاعاتی یا سفارش محور^۲

معیارهای اطلاعاتی برخلاف معیارهای معاملاتی که به صورت سالانه محاسبه شده‌اند، نیازمند اطلاعات روزانه و در ساعات مشخص است. در محاسبه هر سه معیار، از داده‌های روزانه بین ساعات ۱۱ تا ۱۲ ظهر استفاده شده است. مطابق روش روبین (۲۰۰۷)، محاسبه‌ها برای هر روز طی سال، به‌طور جداگانه انجام شده و سپس میانگین آنها برای هر سال در مدل قرار گرفته است.

۱۳- عمق ریالی: از جمع تعداد سهام پیشنهادی خرید در قیمت پیشنهادی خرید به

1- Amivest liquidity ratio

2- Information liquidity measures

علاوه تعداد سهام پیشنهادی فروش در قیمت پیشنهادی فروش به دست می آید:

$$DM = P_A \cdot Q_A + P_B \cdot Q_B$$

در معادله بالا DM عمق ریالی، P_A قیمت پیشنهادی فروش، Q_A مقدار پیشنهادی فروش، P_B قیمت پیشنهادی خرید و Q_B مقدار پیشنهادی خرید است.

۱۴- شکاف مطلق قیمت های پیشنهادی خرید و فروش: این مقدار از تفاوت قیمت های پیشنهادی خرید و فروش به دست می آید:

$$ABS = P_A - P_B$$

در معادله بالا ABS شکاف مطلق قیمت های پیشنهادی، P_A قیمت پیشنهادی فروش و P_B قیمت پیشنهادی خرید است.

۱۵- شکاف نسبی قیمت های پیشنهادی خرید و فروش^۱: این نسبت از تقسیم تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر میانگین قیمت های پیشنهادی به دست می آید:

$$RS = \frac{P_A - P_B}{(P_A + P_B) / 2}$$

در معادله بالا RS شکاف نسبی قیمت های پیشنهادی، P_A قیمت پیشنهادی فروش و P_B قیمت پیشنهادی خرید است.

متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترل به شرح زیر می باشند:

۱. اندازه شرکت: از لگاریتم طبیعی ارزش شرکت در پایان دوره به عنوان اندازه شرکت استفاده شده است.

۲. اهرم مالی شرکت: برابر است با مجموع بدهی های شرکت تقسیم بر مجموع دارایی های شرکت.

۳. عملکرد شرکت: معیار عملکرد شرکت بر اساس سود خالص شرکت تقسیم بر مجموع دارایی های اول سال به دست می آید.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نمایش می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای نمونه

نوع متغیر	نام متغیر	تعداد مشاهدات	علامت اختصاری	میانگین	میان	خطای معیار
متغیرهای مستقل:	امتیاز کیفیت افشا	۴۴۸	DIS	۴۶۳۱	۴۵	۲۱/۳۶۹
	تعداد روزهای معاملاتی	۴۴۸	TDAY	۱۱۵/۹۶	۱۲۲	۶۴/۶۲
	تعداد دفعات معاملات	۴۴۸	TFREQ	۵۰۹۰/۹۸	۱۲۰۵	۱۱۶۲۷/۳۴
	حجم معاملات	۴۴۸	TVOL	۳۳۹۱۶۰۹۹	۵۲۹۷۷۵۴	۹۱۶۴۹۹۵۰
	ارزش معاملات	۴۴۸	TVALUE	۱۰ ^{۱۱} * ۱/۴۱	۱۰ ^{۱۱} * ۱/۹۹	۱۰ ^{۱۱} * ۳/۴۱
	درصد سهام شناور آزاد	۴۴۸	FLOAT	۲۴/۴۶	۲۵	۱۵/۳
	گردش سهام	۴۴۸	SHTO	۰/۱۲۱۴	۰/۰۶۸	۰/۱۷۵۸
	گردش سهام شناور	۴۴۸	FLTO	۰/۵۶۹۷	۰/۲۷۶۹	۱/۱۳
	زمان انتظار معامله	۴۴۸	WAIT	۱/۵۹	۰/۲۰	۷/۸۶
	متغیرهای وابسته: نقدشوندگی	نسبت جریان	۴۴۸	FLOWR	۱۰ ^{۱۱} * ۱/۴۳	۱۰ ^{۱۱} * ۱/۲۳
امیهود		۴۴۸	AMIHU	۰/۵۴۶	۰/۰۲	۳/۱۲
امیوست		۴۴۸	AMIVEST	۱۰ ^{۱۱} * ۲/۶۵	۱۰ ^{۱۱} * ۱/۱۲	۱۰ ^{۱۱} * ۱/۸۶
رتبه نقدشوندگی		۴۴۸	LG	۱۴۴/۲۸	۱۳۵/۵	۸۹/۴۶
عمق ریالی		۴۴۸	DM	۱۰ ^{۰۸} * ۷/۰۴	۱۰ ^{۰۸} * ۱/۵۹	۱۰ ^{۰۸} * ۱/۹۲
متغیرهای کنترل	شکاف مطلق قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش	۴۴۸	ABS	۲۱۷۱/۹۱	۴۵	۲۱/۳۷
	شکاف نسبی قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش	۴۴۸	RS	۱/۰۸	۱/۱۳	۰/۴۶
	اندازه شرکت	۴۴۸	SIZE	۲۶/۴۶	۲۶/۲۸	۱/۴۴
متغیرهای کنترل	درجه اهرم مالی	۴۴۸	LEV	۶۴/۳۳	۶۶/۱۹	۱۶/۸۲
	عملکرد شرکت	۴۴۸	CRP	۱۵/۱۶	۱۴/۷	۱۳/۸۶

به طور کلی آنچه در جدول ۱ به چشم می خورد، بالا بودن خطای معیار در اکثر متغیرهاست که پراکندگی زیاد در داده ها را نشان می دهد. به علاوه، با توجه به میانگین امتیاز کیفیت افشا در جدول ۱، در می یابیم که به طور میانگین، امتیاز کیفیت افشا در سهام شرکت های نمونه نزدیک به ۴۶ درصد است که این درصد مناسبی نبوده و نشان دهنده وضعیت نامناسب کیفیت افشا در میان شرکت های بورس اوراق بهادار تهران است. هم چنین با نگاه کلی به میانگین معیارهای نقدشوندگی در می یابیم که نقدشوندگی سهام پایین بوده و دچار مشکلاتی است که اثرات بیرونی آن در بازار نیز تا حدودی مشاهده می شود.

یافته های پژوهش در مرحله پیش آزمون فرضیه ها

فرضیه ۱: کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت ها اثر دارد.
برای آزمون این فرضیه، پانزده مدل رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از پانزده معیار نقدشوندگی، برآزش شده است. نتایج به دست آمده در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول: اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام

$$LIQUIDITY\ MEASURES_{i,t} = C + \beta_1 DIS_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 CRP_{i,t} + \alpha_{it}$$

نتیجه	استقلال خطاها	توان تبیین	تحلیل واریانس	متغیرهای کنترل				متغیر مستقل	ضریب ثابت	متغیر وابسته
				صنکورد شرکت (CRP)	اهرم مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)	امتیاز کیفیت افشا (DIS)			
آماره دوربین - وائسون	تعدیل شده R2	مدل	ضریب	ضریب	ضریب	ضریب	ضریب	C	نقدشوندگی	
رد	۲/۱۰۱	۳۴/۹۸۹ ۰/۰۰۰	-۰/۰۳۵ ۰/۰۰۱	-۰/۴۸۵ ۰/۰۱۴	۲۷/۴۸۹ ۰/۰۰۰	۰/۱۱۰	۰/۲۱۳	-۴۴۹/۵۹۹	تعداد روزهای معاملاتی	
تایید	۱/۸۵۷	۶۹/۳۴۴ ۰/۰۰۰	-۱۳۷/۸۰۷ ۰/۰۰۲	-۴۷/۳۶۵ ۰/۱۲۸	۵۰۶/۱۶۶ ۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱۰۷/۱۳۶	-۱۱۸۷۰/۸۰۴	تعداد دفعات معاملات	
تایید	۲/۰۲۶	۳۲/۰۷۴ ۰/۰۰۰	۱۸۵۵۳۸۶ ۰/۰۰۰	۶۴۳۳۵۵/۵ ۰/۰۱۲	۴۰۶۱۰۹۰۵ ۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	-۵۶۴۷۰۷/۴	۹۴۴۸۷۵۱۷/۴	حجم معاملات	
تایید	۱/۸۲۲	۷۶/۳۸۹ ۰/۰۰۰	۴۲۹۹۰۴۸۹ ۰/۹۷۳	۹۵۴۰۰۵۸۶/۱ ۰/۹۴۳	۱۴۶۳۱۷۲۴۲۷۴/۷ ۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۷۸۰۴۵۰۳۰۱۴/۳	۳۵۳۹۵۲۳۳۷۹۸۵۰	ارزش معاملات	
تایید	۱/۱۵۳	۹/۸۴۰ ۰/۰۰۰	-۰/۱۷۶ ۰/۰۱۴	-۰/۳۷۱ ۰/۰۰۰	-۰/۴۳۶ ۰/۴۳۴	۰/۰۰۵	۰/۰۹۸	۶۹/۳۷۲	درصد سهام شناور	
تایید	۲/۴۷۵	۷/۵۷۷ ۰/۰۰۰	-۰/۰۰۴ ۰/۰۰۰	۰/۰۰۱ ۰/۱۳۴	-۰/۰۰۲ ۰/۷۷۸	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۰/۱۲۱	گوش سهام	
رد	۱/۷۷۵	۶۷/۳۳۱ ۰/۰۰۰	-۰/۰۳۷ ۰/۰۰۰	۰/۰۱۳ ۰/۰۰۱	۰/۰۴۱ ۰/۳۲	۰/۳۷۹	-۰/۰۰۲	۰/۵۳۹	گردش سهام شناور	

ادامه جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول: اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام

$$LIQUIDITY\ MEASURE_{i,t} = C + \beta_1 DIS_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 CRP_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

نتیجه	استقلال خطاها	توان تستین	تحلیل واریانس	متغیرهای کنترل			متغیر مستقل	معیار کیفیت افشا (DIS)	ضریب ثابت	متغیر وابسته
				عملکرد شرکت (CRP)	اهرم مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)				
رد	۱/۶۶۹۹	۰/۰۲۵	۳/۹۰ ۰/۰۰۴	۰/۰۳۱ ۰/۰۰۴	۰/۰۵۳ ۰/۰۵۲	-۰/۸۶۴ ۰/۰۰۳	۰/۴۱۷	-۰/۰۱۵	۲۱/۳۷۷	زمان انتظار مسأله
تایید	۱/۷۵۴	۰/۲۴۷	۳۷/۷۵۴ ۰/۰۰۰	۱۰ ^{۰۰۰} *-۴/۷ ۰/۰۰۸۹	۱۰ ^{۰۰۰} *-۲/۵ ۰/۰۰۳۰۴	۱۰ ^{۰۰۰} *-۲/۳۸ ۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱۰ ^{۰۰۰} *۹/۴	۱۰ ^{۰۰۰} *-۵/۴	نسبت جریان
رد	۲/۴۶۲	۰/۰۹۳	۱۷/۴۵۲ ۰/۰۰۰	۰/۰۹۳ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۷ ۰/۰۰۰	۰/۷۸۱ ۰/۰۱۱	۰/۴۸۲	۰/۰۰۵	۲/۳۰۱	امپهورد
-	-	-	۱/۹۵۶ ۰/۰۰۰	-	-	-	-	-	-	اموریت
رد	۱/۸۳۵	۰/۲۷۱	۴۷/۴۹۶ ۰/۰۰۰	۱/۰۲۶ ۰/۰۰۶	۰/۹۳۱ ۰/۰۰۰	-۳۳/۸۲۲ ۰/۰۰۰	۰/۷۱۰	-۰/۰۱۷	۹۳۶/۹۳	رتبه تقدیرندگی
تایید	۲/۱	۰/۱۰۵	۴/۲۵۹ ۰/۰۰۳	۰/۰۰۵ ۰/۰۹۱۷	۰/۰۰۰۲ ۰/۹۵۴	-۰/۰۱۰۸ ۰/۰۰۲	۰/۰۴۸	-۰/۰۰۴	۴/۱۶۱	صفت ریالی
رد	۲/۱۶۵	۰/۲۳۲	۹/۳۸۲ ۰/۰۰۰	۱۱۵/۶۶۶ ۰/۰۰۰	۶۷/۰۰۰ ۰/۰۰۳	-۱۸۴/۵۹۱ ۰/۳۸۹	۰/۳۶۳	-۱۳/۸۹۶	۱۴۷/۱۹۶	شکاف ملحق
رد	۱/۹۱۰	۰/۱۸۶	۷/۳۲ ۰/۰۰۰	۱۰ ^{۰۰۰} *-۳/۴ ۰/۰۰۹۹	۱۰ ^{۰۰۰} *۱/۳ ۰/۳۴۴	۱۰ ^{۰۰۰} *۷/۸۷ ۰/۰۰۰	۰/۳۳۴	۷۷۰۴۳۹۹	۱۰ ^{۰۰۰} *-۱/۶	شکاف نسبی

با توجه به این جدول در می‌یابیم، اکثر مدل‌های برازش شده به غیر از مدل مربوط به آمیوست، با اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده‌اند. متغیرهای کنترل مطابق پیش‌بینی در اکثر مدل‌ها رابطه معناداری را با نقدشوندگی نشان می‌دهند. به‌علاوه با توجه به سطح معناداری آزمون t استیوودنت، در نزدیک به نیمی از مدل‌های رگرسیون، رابطه معنادار بین متغیرهای نقدشوندگی و کیفیت افشای شرکتی تایید شده است. با توجه به ضرایب تبیین در مدل‌های تایید شده، متغیرهای مستقل حدود ۲۰ درصد از تغییرات در معیارهای نقدشوندگی را توضیح داده‌اند. آزمون دوربین - واتسون نیز استقلال خطاها را با مقادیر نزدیک به عدد ۲ تایید می‌کند. اما نکته مهم در نتایج بالا جهت مثبت و مستقیم رابطه بین کیفیت افشای شرکتی و نقدشوندگی سهام در اکثر مدل‌های آزمون شده است. گفتنی است، برخی از جهت‌های منفی رابطه مربوط به معیارهای عدم نقدشوندگی هستند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت:

کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر مثبت دارد.

فرضیه ۲: به موقع بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر دارد.

نتایج به دست آمده در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم: اثر به موقع بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام

$$LIQUIDITY\ MEASURES_{it} = C + \beta_1 TIME_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CRP_{it} + \beta_5 \epsilon_{it}$$

نتیجه	استفاده خطای	نشان تبیین	تحلیل واریانس	متغیرهای کنترل				متغیر مستقل		ضریب ثابت	متغیر وابسته	
				صنایع شرکت (CRP)	اهم مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)	امتیاز کیفیت افشا (DIS)	ضریب	ضریب			
آماره دورین- واتسون												
		R2										
رد	۱۷۷۰۴	۰/۲۲۹	۳۴/۱۷۳	۰/۴۲۵	۰/۴۷۷	۲۲/۰۹۹	۰/۸۱۱	۰/۰۳۰				نشان روزهای معاملاتی
تایید	۱/۱۶۶	۰/۳۷۰	۶۳۷۷	-۱۴۲/۰۷۶	-۴۷۵/۴۳	۵۱۳۷/۲۰۶	۰/۰۰۰	-۸۵/۴۹۲				تعداد دفاتر معاملات
تایید	۱/۸۱	۰/۳۵۸	۶۳۳۳۳	-۱۸۱۳۸۴/۱	۲۳۳۳۱/۶	۴۰۸۱۱۷۵/۳	۰/۰۰۱	-۵۴۹۱۷/۲				حجم معاملات
تایید	۲/۴۰۷	۰/۴۰۴	۷۳/۸۷	-۱/۹*۱۰ ^۳	۹/۴*۱۰ ^۵	-۱/۴۸*۱۰ ^{۱۱}	۰/۰۰۰	-۷/۳*۱۰ ^۹				ارزش معاملات
تایید	۲/۴۶۵	۰/۶۱۵	۸۸۳۱	-۰/۱۸۸	-۰/۳۷۱	-۰/۳۳۵	۰/۰۴۱	-۰/۰۷۷				درصد سهام شناور
تایید	۱/۴۷۱	۰/۵۰۰	۶/۸۷۹	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	۰/۰۱۴	-۰/۰۰۱				گردش سهام
رد	۱/۸۷۶	۰/۰۴۸	۶/۱۱۴	۰/۰۲۶	۰/۰۱۳	-۰/۰۳۸	۰/۵۶۴	-۰/۰۰۱				گردش سهام شناور

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم: اثر به موقع بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام

$$LIQUIDITY\ MEASURES_{it} = C + \beta_1 TIME_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CRP_{it} + \beta_5$$

نتیجه	استقلال عظاما	نشان تبیین	تحلیل واریانس	متغیرهای کنترل				متغیر مستقل		ضریب ثابت	متغیر وابسته
				صافگرده شرکت (CRP)	اموم مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)	امتیاز کیفیت افشا (DIS)	ضریب	ضریب		
آماره هوریتین- واتسون		تبدیل شده R2	آماره F ممناداری مدل	ضریب ممناداری	ضریب ممناداری	ضریب ممناداری	ضریب ممناداری			C	مهماری نقدشوندگی
رد	۱/۳۶۸	۰/۰۲۵	۳/۸۴۹ ۰/۰۰۰	۰/۰۳ ۰/۴۲	۰/۰۵۳ ۰/۰۵۲	-۰/۸۵۳ ۰/۰۰۳	۰/۴۹۵ -۰/۰۱۳			۲۰/۸۴۲	زمان انتظار سمانله
تایید	۱/۷۴۳	۰/۲۴۱	۳۷۵۰۷ ۰/۰۰۰	-۴/۹۳۱۰ ^{۱۱} ۰/۰۷۷	-۷/۵۳۱۰ ^{۱۱} ۰/۲۱۲	۷/۲۱۳۱۰ ^{۱۳} ۰/۰۰۰	۰/۰۰۳ -۳/۹۳۱۰ ^{۱۱}			-۵/۶۱۳۱۰ ^{۱۴}	نسبت جریان
رد	۱/۴۳۳	۰/۰۹۲	۱۷۳۴۸ ۰/۰۰۰	۰/۰۹۴ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۷ ۰/۰۰۰	-۰/۷۸۲ ۰/۰۰۹	۰/۷۲۶ ۰/۰۰۲			۳/۵۳۵	امپهورد
-	-	-	۱/۸۹۵ ۰/۰۱۱	-	-	-	-			-	امورست
رد	۱/۸۳۶	۰/۲۷۱	۴۲/۵۶۱ ۰/۰۰۰	۰/۸۱۶ ۰/۰۱۴	۰/۹۲۲ ۰/۰۰۰	-۳۳/۵۲۲ ۰/۰۰۰	۰/۵۳۸ ۰/۰۹۶			۹۵۳/۵۸۸	رتبه نقدشوندگی
تایید	۱/۸۴۲	۰/۲۱۰	۸۳۳۸۱ ۰/۰۰۰	۱۰ ^{۱۳} *-۷/۲ ۰/۳۶۶	-۸۰۳۸۰۰۸ ۰/۵۹۶	۱۰ ^{۱۳} *۹۶۷۶ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۰ ۱۰ ^{۱۳} *-۱/۶			۱۰ ^{۱۳} *-۱/۵	صق ریالی
رد	۲/۱۰۳	۰/۲۲۳	۸۹۷۹۴ ۰/۰۰۰	۱۵۴/۴۸۷ ۰/۰۰۰	۳۵/۷۹ ۰/۰۰۵	-۱۳۷۰۰۳۱ ۰/۵۲۷	۰/۷۸۳ ۳/۴۸			-۵۱۷/۷۸۳	شکارف مطلق
رد	۲/۰۸۴	۰/۰۷۴	۳۳۳۸ ۰/۰۰۵	-۰/۰۰۴ ۰/۴۴۸	۰/۰۰۰ ۰/۸۵۵	-۰/۰۰۴ ۰/۰۰۸	۰/۵۹۲ ۰/۰۰۱			۳/۵۷۱	شکارف نسبی

با توجه به این جدول در می‌یابیم، اکثر مدل‌های برازش شده معنادار بوده‌اند. متغیرهای کنترل در اکثر مدل‌ها رابطه معناداری را با نقدشوندگی نشان می‌دهند. به علاوه در نزدیک به نیمی از مدل‌های رگرسیون، رابطه معنادار بین متغیرهای نقدشوندگی و به موقع بودن کیفیت افشای شرکتی تایید شده است. متغیرهای مستقل حدود ۲۵ درصد از تغییرات در معیارهای نقدشوندگی را توضیح داده‌اند. آزمون دوربین - واتسون نیز استقلال خطاها را با مقادیر نزدیک به عدد ۲ تایید می‌کند. فرضیه ۳: قابل اتکا بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر دارد. نتایج به دست آمده در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم: اثر قابل انکاف بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام

$$LIQUIDITY\ MEASURES_{it} = C + \beta_1 RELIA_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CRP_{it} + \epsilon_{it}$$

نتیجه	استقلال خطاها	نواز تبیین	تحلیل واریانس	متغیرهای کنترل				متغیر مستقل		ضریب ثابت	متغیر وابسته	
				صلحکرد شرکت (CRP)	امور مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)	امتیاز کیفیت افشا (DIS)	ضریب	ضریب			
آماره دوربین- واتسون												
R2												
تایید	۷/۱۰۵	۰/۳۳۸	۳۵/۸۸۳ ۰/۰۰۰	۰/۱۵۲ ۰/۰۸۴	-۰/۱۸۰ ۰/۰۱۴	۳/۳۳۱ ۰/۰۰۰	۰/۰۲۲ ۰/۱۷۲	۰/۱۷۲ ۰/۱۷۲	-۱۴/۵۵۶ ۰/۱۷۲	-۱۴/۵۵۶ ۰/۱۷۲	تعداد روزهای معاملاتی	
رد	۱/۳۳۱	۰/۳۴۷	۱۰/۳۲۵ ۰/۰۰۰	-۱۹۹/۳۲۵ ۰/۰۰۰	-۵/۱/۹۵ ۰/۱۱۳	۵۳۵/۳۴۷ ۰/۰۰۰	۰/۲۵۱ -۱۴/۳۵۲	۰/۲۵۱ -۱۴/۳۵۲	-۱۴/۳۵۲ -۱۴/۳۵۲	-۱۴/۳۵۲ -۱۴/۳۵۲	تعداد روزهای معاملات	
رد	۱/۹۹۹	۰/۳۴۲	۵۸/۹۹۹ ۰/۰۰۰	-۲۲/۳۵۱۹ ۰/۰۰۰	-۳۹۹/۲۷/۳ ۰/۰۱۲	۴۱۷/۳۳۸۰ ۰/۰۰۰	۰/۸۰۳ -۳۳۲/۵۲۴	۰/۸۰۳ -۳۳۲/۵۲۴	-۹۹/۴۹۰۹۷۵ -۳۳۲/۵۲۴	-۹۹/۴۹۰۹۷۵ -۳۳۲/۵۲۴	حجم معاملات	
تایید	۲/۳۳۳	۰/۳۹۲	۷۳/۹۱۴ ۰/۰۰۰	-۱۵۵/۵۷۰۲۵ ۰/۳۰۷	۱۰۵۹/۵۷۵۵۹/۹ ۰/۲۵	۱۵۰۸۷۵/۴۹۹۹۷/۳ ۰/۰۰۰	۰/۰۳۶ -۸۷/۸۵۸۱/۸	۰/۰۳۶ -۸۷/۸۵۸۱/۸	-۳۳۲/۵۲۴ -۳۳۲/۵۲۴	-۳۳۲/۵۲۴ -۳۳۲/۵۲۴	ارزش معاملات	
رد	۱/۳۳۳	۰/۱/۶۰	۸/۱/۸ ۰/۰۰۰	-۰/۳۲۹ ۰/۰۰۱	۰/۲۷۵ ۰/۰۰۰	۰/۳۳۷ ۰/۳۳۷	۰/۱۷۴ -۱/۱۲۷	۰/۱۷۴ -۱/۱۲۷	۰/۱۷۴ -۱/۱۲۷	۰/۱۷۴ -۱/۱۲۷	درصد سهام شناور	
تایید	۱/۴۱۹	۰/۰/۴۶	۶/۳۷۷ ۰/۰۰۰	۰/۰/۰۰۳ ۰/۰۰۰	۰/۰/۰۰۱ ۰/۱/۵۵	-۰/۰/۰۰۱ ۰/۴/۲۶	۰/۰/۴۳ ۰/۰/۴۳	۰/۰/۴۳ ۰/۰/۴۳	۰/۰/۴۳ ۰/۰/۴۳	۰/۰/۴۳ ۰/۰/۴۳	گرفش سهام	
رد	۱/۷۷۵	۰/۰/۴۹	۶/۷۷۷ ۰/۰۰۰	۰/۰/۰۰۰ ۰/۰۰۰	۰/۰/۰۰۱ ۰/۰/۰۰۱	-۰/۰/۰۳۸ ۰/۳/۴۶	۰/۳/۳۷ ۰/۰/۰۰۱	۰/۳/۳۷ ۰/۰/۰۰۱	۰/۳/۳۷ ۰/۰/۰۰۱	۰/۳/۳۷ ۰/۰/۰۰۱	گرفش سهام شناور	

ادامه جدول 4: نتایج آزمون فرضیه سوم: اثر قابل اتکا بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام

$$LIQUIDITY\ MEASURES_{it} = C + \beta_1 RELIA_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CRP_{it} + \beta_5$$

نتیجه	استقلال خطاها	توزان تبیین	تحلیل واریانس	متغیرهای کنترل				متغیر مستقل		ضریب ثابت	متغیر وابسته
				عملکرد شرکت (CRP)	امور مالی (LEV)	اندازه شرکت (SIZE)	ضریب ضریب	انتخاب کیفیت افشا (DIS)	ضریب ضریب		
2د	۱/۱۱۱	۰/۰۲۵	F/۸۰۳ ۰/۰۰۴	۰/۰۲۵ ۰/۴۹۵	۰/۰۵۳ ۰/۰۵۴	۰/۸۵۷ ۰/۰۰۰	۰/۴۱۳ -۰/۰۰۸	۲/۰۲۹	زمان انتظار مسئله		
2د	۱/۷۷۸	۰/۲۲۱	F/۳۷۵ ۰/۰۰۰	-۷/۵۸۱ ۰/۰۰۲	۳۷/۵۱۱ ۰/۱۷۶	۲۴/۵۱۳ ۰/۰۰۰	۰/۳۰۳ -۷/۹۵۱	۱/۰۱۸-۵/۸	نسبت جریان		
2د	۱/۴۳۳	۰/۰۸۳	۱۷/۲۱۴ ۰/۰۰۰	۰/۰۹۵ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۷ ۰/۰۰۰	-۰/۷۸۷ ۰/۰۰۹	۰/۵۵۹ ۰/۰۰۳	۳/۵۳۴	امیود		
-	-	-	۱/۸۱۷ ۰/۰۰۰	-	-	-	-	-	امیوست		
2د	۱/۰۳۱	۰/۳۷۵	F/۳۳۰ ۰/۰۰۰	۱/۰۲۷ ۰/۰۰۰	۰/۸۳۳ ۰/۰۰۰	-۳۳/۸۳۳ ۰/۰۰۰	۰/۱۳۴ -۰/۰۵۲	۹۷۳/۹۹۶	رتبه نقدشوندگی		
2د	۱/۸۱۹	۰/۱۹۳	۷/۳۹۹ ۰/۰۰۰	۱/۰۳۸-۳/۳ ۰/۰۷۴	۱/۰۳۸-۱/۳ ۰/۳۱۹	۱/۰۳۸-۱/۵ ۰/۰۰۰	۰/۱۲۴ -۱۵/۸۳۳	۱/۰۳۸-۱/۶	صفت روانی		
2د	۱/۱۱۱	۰/۲۳۳	A/۸۷۶ ۰/۰۰۰	۱/۵۹/۷۳ ۰/۰۰۰	۱/۵۹/۷۳ ۰/۰۰۳	-۱۵/۳۷۳ ۰/۰۰۰	۰/۷۹۵ -۱/۸۳	-۳/۰۴۴	شکاف ملحق		
تایید	۱/۰۸۰	۰/۰۹۸	E/۰۰۴ ۰/۰۰۴	-۰/۰۰۱ ۰/۸۳۳	۰/۰۰۰۳ ۰/۰۹۳	-۰/۰۰۴ ۰/۰۰۳	۰/۰۷۳ -۰/۰۰۳	F/۸۳۶	شکاف نسبی		

با توجه این جدول در می‌یابیم، اکثر مدل‌های برازش شده به غیر از مدل مربوط به آمیوست، با اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده‌اند. متغیرهای کنترل مطابق پیش‌بینی در اکثر مدل‌ها رابطه معناداری را با نقدشوندگی نشان می‌دهند. به علاوه با توجه به سطح معناداری آزمون t استیودنت، در تعدادی از مدل‌های رگرسیون، رابطه معنادار بین متغیرهای نقدشوندگی و قابل اتکا بودن کیفیت افشای شرکتی تایید شده است. با توجه به ضرایب تبیین در مدل‌های تایید شده، متغیرهای مستقل حدود ۲۰ درصد از تغییرات در معیارهای نقدشوندگی را توضیح داده‌اند. آزمون دورین-واتسون نیز استقلال خطاها را با مقادیر نزدیک به عدد ۲ تایید می‌کند. اما بدون در نظر گرفتن معناداری ضرایب، نکته مهم در نتایج بالا جهت مثبت و مستقیم رابطه بین کیفیت افشای شرکتی و نقدشوندگی سهام در اکثر مدل‌های آزمون شده است. گفتنی است، برخی از جهت‌های منفی رابطه مربوط به معیارهای عدم نقدشوندگی هستند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت:

قابل اتکا بودن کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر مثبت دارد.

یافته‌های پژوهش در مرحله پس‌آزمون فرضیه‌ها

پس از آن که در مرحله پیش‌آزمون مدل‌ها برآورد شد و فرضیه‌هایی به صورت مقدماتی آزمون شدند، در مرحله پس‌آزمون با استفاده از آماره t به آزمون فرضیه صفر بودن میانگین خطاهای مقادیر پیش‌بینی شده توسط مدل برای سال ۱۳۸۸ می‌پردازیم. در این جا علاوه بر آزمون فوق از شاخص TIC نیز به عنوان معیار دیگری از توان پیش‌بینی مدل‌ها استفاده می‌شود. خلاصه‌ی نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی در مرحله پس‌آزمون به همراه نتایج به دست آمده در مرحله پیش‌آزمون در جدول ۵ نشان داده شده است.

جدول ۵. خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول

پس آزمون				پیش آزمون		مرحله	
TIC	فرض صفر بودن میانگین خطاها	معتاداری	آماره t	آزمون K-S	وضعیت تایید	معتاداری t	فرضیه
-	-	-	-	-	رد	۰/۱۱۰	تعداد روزهای معاملاتی
۰/۷۴	تایید	۰/۸۰۷	-۰/۲۴۴	۰,۶۳	تایید	۰/۰۰۰	تعداد دفعات معاملات
۰/۸۷	تایید	۰/۷۹۸	۰/۲۵۷	۰,۲۲	تایید	۰/۰۰۱	حجم معاملات
۰/۹۶	رد	۰/۰۰۰	۱۸۷/۲۴۷	۰,۴۱	تایید	۰/۰۰۰	ارزش معاملات
۰/۴۷	تایید	۰/۵۴۶	-۰/۶۰۵	۰,۲۳	تایید	۰/۰۰۵	درصد سهام شناور
۰/۹۷	رد	۰/۰۰۰	-۳/۸۴	۰,۰۰۰	تایید	۰/۰۰۳	گردش سهام
-	-	-	-	-	رد	۰/۳۷۹	گردش سهام شناور
-	-	-	-	-	رد	۰/۴۱۷	زمان انتظار معامله
۰/۸۹	رد	۰/۰۰۰	۱۶۸/۴۰۴	۰,۱۱۲	تایید	۰/۰۰۰	نسبت جریان
-	-	-	-	-	رد	۰/۴۸۲	امیهود
-	-	-	-	-	-	-	امیوست
-	-	-	-	-	رد	۰/۷۱۰	رتبه نقدشوندگی
۰/۰۰	تایید	۰/۳۱۹	۰/۲۵۴	۰,۰۲	تایید	۰/۰۴۸	عمق ریالی
-	-	-	-	-	رد	۰/۲۶۰	شکاف مطلق
-	-	-	-	-	رد	۰/۳۲۴	شکاف نسبی

همان گونه که در جدول ۵ مشخص است نتایج بدست آمده در مرحله پیش آزمون و پس آزمون برای اکثر مدل ها یکسان است. از آنجا که در مدل های تایید شده شاخص TIC نزدیک به عدد صفر است، این مدل ها برای پیش بینی مناسب هستند.

نتیجه گیری

در این پژوهش فرض شده که رعایت الزامات افشای اطلاعات توسط شرکت ها

منجر به بهبود کیفیت افشای شرکتی می‌شود و این امر می‌تواند افزایش نقدشوندگی سهام را به دنبال داشته باشد. برای اندازه‌گیری کیفیت افشای شرکتی از امتیازبندی انجام شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به تفکیک به موقع بودن و قابل اتکا بودن و برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از ۱۵ معیار نقدشوندگی استفاده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه اصلی، می‌توان گفت که کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر مثبت دارد. این نتیجه نشان می‌دهد، سهام آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که الزامات افشای اطلاعات را رعایت می‌کنند، از قابلیت نقدشوندگی بالاتری برخوردارند. این نتیجه مطابق با مبانی نظری اثر مثبت کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌هاست. طبق مبانی نظری، افشا به‌طور مستقیم بر نقدشوندگی اثر نمی‌گذارد بلکه همیشه از طریق تاثیر بر کژگزینی، بر نقدشوندگی اثر می‌گذارد. بدین ترتیب که افشای اطلاعات بیشتر، موجب کاهش جزء کژگزینی عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، افزایش تمایل معامله‌گران جهت معامله با سطح معقولی از هزینه معامله، افزایش سهولت انجام معامله و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. بنابراین، بررسی اثر افشای شرکتی بر سطح کژگزینی و همچنین بررسی اثر سطح کژگزینی بر نقدشوندگی سهام نشان می‌دهد که افزایش کیفیت افشای شرکتی موجب افزایش نقدشوندگی سهام در بازار می‌شود. نتایج این پژوهش مطابق با نتایج مطالعه کاتسرینا سالاولی باردوس (۲۰۱۰)، ان‌جی (۲۰۱۰)، اسپینوسا و دیگران (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸)، هفلین و دیگران (۲۰۰۲)، فروست و دیگران (۲۰۰۲)، لئوز و وریشیا (۲۰۰۰)، بلومفیلد و ویلکز (۲۰۰۰)، هیلی و دیگران (۱۹۹۹)، ولکر (۱۹۹۵) و دیاموند و وریشیا (۱۹۹۱) می‌باشد. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که به موقع بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر دارد. اما شواهد به دست آمده مثبت بودن این اثر را نشان نمی‌دهند. طبق یافته‌های پژوهش حاضر قابل اتکا بودن افشای شرکتی بر برخی از معیارهای نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر دارد و شواهد به دست آمده مثبت بودن این اثر را نشان می‌دهند. این یافته حاکی از آن است که سهام شرکت‌هایی که

پیش‌بینی‌های دقیق‌تری ارائه می‌دهند در مقایسه با سایر شرکت‌ها، قابلیت نقدشوندگی بالایی دارند. بنابراین به‌طور خلاصه می‌توان نتیجه گرفتن که کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثر مثبت دارد.

پیشنهاد‌های پژوهش

الف) پیشنهاد‌های مبتنی بر نتایج پژوهش

گروه‌های مختلفی می‌توانند از نتایج این پژوهش به لحاظ عملی بهره‌برداری نمایند. همان‌گونه که نتایج این پژوهش نشان می‌دهد کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام اثر دارد. حال با توجه به نتایج حاصل از پژوهش حاضر پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱. اثر مثبت کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام حاکی از آن است که هر چه کیفیت افشای شرکتی بالاتر باشد، نقدشوندگی سهام در بازار بیشتر می‌شود. این یافته می‌تواند پشتوانه تجربی لازم برای رویکرد بورس اوراق بهادار و سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص وضع الزامات افشای اطلاعات را فراهم نماید.
۲. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رتبه‌ها و امتیازات مربوط به کیفیت افشای شرکتی از محتوای اطلاعاتی مفیدی برخوردار است. بنابراین باید فرهنگ‌سازی لازم در بین سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات در خصوص آشنایی و بهره‌برداری بیشتر آن‌ها از این شاخص صورت پذیرد. همچنین ضرورت دارد تحلیل گران مالی و شرکت‌های پردازش‌کننده اطلاعات نسبت به ارزیابی کیفیت افشای شرکت‌ها و همچنین معرفی این شاخص به مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه اقدام نمایند.

۳. براساس نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود الزامات افشای اطلاعات ناظر بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار توسط پژوهش‌گران به‌طور مستمر ارزیابی و با هدف ارتقای شفافیت مالی در کشور بهبود این الزامات مد نظر قرار گیرد.

ب) پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

- جهت تکمیل این پژوهش و انجام پژوهش‌های بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش پیشنهاد‌های زیرارایه می‌شود:
۱. بررسی دلایل عدم رعایت الزامات افشای اطلاعات توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و پایین بودن کیفیت افشای اطلاعات.
 ۲. انجام پژوهش حاضر به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل اثر صنعت.
 ۳. تفکیک کیفیت افشای شرکتی به صورت سالیانه و فصلی و بررسی رابطه بین هر یک از این اجزا با نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

منابع و مأخذ

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و علیرضا سارنج. (۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، ۱۶-۳.
۲. دستگیر، محسن و براز زاده، حمیدرضا. (۱۳۸۲). تاثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی. پژوهش‌ها مالی، سال پنجم، شماره ۱۶، ص ص ۱۰۳-۸۳.
۳. رحمانی، علی و حسینی، علی و رضایور، نرگس. (۱۳۸۹). رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۱، ص ص ۳۹-۵۴.
۴. زارع استخریجی، مجید. (۱۳۸۶). بررسی عوامل موثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع).
۵. ستایش، محمدحسین و کاظم‌نژاد، مصطفی و ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳، ص ص ۷۴-۵۵.
۶. قائمی، محمدحسین و وطن پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۱، ص ص ۱۰۳-۸۵.
۷. نوروش، ایرج و حسینی، علی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین کیفیت افشا(قابلیت اتکا و به موقع بودن) و مدیریت سود. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۵، ص ص ۱۱۷-۱۳۴.
۸. یحیی زاده فر، محمود و جواد خرم‌دین، (۱۳۸۷). نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، پاییز ۱۳۸۷، ص ص ۱۰۱-۱۱۸.
9. Bardos, S. K. (2010). *Quality of Financial Information and Liquidity*. Review of Financial Economics
10. Bloomfield, R.J. and T. Jeffrey Wilks. (2000). *Disclosure effects in the laboratory: Liquidity, depth, and the cost of capital*. The Accounting Review 75 (January): 13-42.
11. Espinosa Blasco, M. Tapia, M and Trombetta, M. (2005). *Disclosure and Liquidity*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/>

12. Espinosa Blasco, M. Tapia, M and Trombetta, M. (2008). *Disclosure and Liquidity in a Driven by Orders Market*: Empirical Evidence from Panel Data. <http://ssrn.com/>
13. Frost, C.A. Gordon, E.A. Hayes, A.F. (2002). *Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges*. Journal of Accounting Research, Vol. 44, No. 3, PP. 437-483.
14. Glosten, L. R., & Milgrom, P. R., (1985). "*Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders*", Journal of Financial Economics, 14, 71-100.
15. Healy, P., A. Hutton, and K. Palepu. (1999). *Stock price performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure*. Contemporary Accounting Research (Fall): 485-520.
16. Heflin, F., K.W. Shaw, and J.J. Wild, (2002). *Disclosure quality and market liquidity*. Working Paper, Robert H. Smith School of Business, College Park, MD.
17. Jeffrey Ng. (2010). *The Effect of Information Quality on Liquidity Risk*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1097382>
18. Kyle, A. S., (1985). "*Continuous auctions and insider trading*", Econometrica, 53(6):1315-1335, November.
19. Leuz, C. and R. Verrecchia. (2000). *The economic consequences of increased disclosure*. Journal of Accounting Research, Vol. 38, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm, 91-124.
20. Shaw K.W.(2003), *Corporate Disclosure Quality, Earnings Smoothing, and Earning Timeliness*. Journal of Business Research; 56:1043-1050.
21. Welker, M. (1995). *Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets*. Contemporary Accounting Research 11, No. 2: 801-82.