



بررسی رابطه بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر شهاب الدین شمس^۱، دکتر محمود یحیی زاده فر^۲، سکینه عباس زاده^۳
۱- عضو هیات علمی و استادیار دانشگاه مازندران
۲- عضو هیات علمی و استاد دانشگاه مازندران
۳- کارشناس ارشد مدیریت مالی
تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۵/۰۶ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۱۱/۲۷

چکیده:

از نظر تئوریکی انتظار می رود عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر با اهمیتی بر ساختار سرمایه ی شرکت ها داشته باشد. در این پژوهش رابطه بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳- ۱۳۸۳ با استفاده از داده های تلفیقی مورد بررسی قرار گرفته است. به همین منظور تعداد ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخابی انتخاب گردیده است. از اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیاری برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. همچنین از آزمون F و هاسمن جهت انتخاب بهترین مدل از میان داده های تلفیقی معمولی، اثرات ثابت و اثرات تصادفی انتخاب شده است. یافته های این تحقیق نشان می دهد که ارتباط معنی داری بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به این معنی که اهرم مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر معکوس دارد، در حالیکه تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی مثبت و مستقیم است.

واژه های کلیدی: ساختار سرمایه- اهرم مالی- عدم تقارن اطلاعاتی- اختلاف قیمت پیشنهادی



* نویسنده مسئول

خرید و فروش سهام.

مقدمه

یکی از مهمترین اهدافی که مدیران مالی باید برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران در نظر گیرند، تعیین بهترین ترکیب منابع مالی شرکت یا همان ساختار بهینه سرمایه است. معمای ساختار سرمایه یکی از مهمترین مسائل مدیریت مالی بشمار می رود و حتی از معمای سود سهام نیز پیچیده تر است، زیرا اطلاعات مدیریت در زمینه ی ساختار سرمایه بسیار اندک است و هنوز معلوم نیست که شرکت ها بر چه اساسی اوراق بهادار متضمن بدهی، مالکیت و یا مختلط را منتشر می کنند. عدم تقارن اطلاعاتی نیز می تواند تاثیر با اهمیتی بر ساختار سرمایه ی شرکت ها داشته باشد. لذا این پژوهش درصدد است این رابطه را بررسی کند و چرایی و چگونگی آن را مورد مطالعه قرار دهد.

مطابق نظریه اطلاعات نامتقارن در تئوری های ساختار سرمایه، مدیران و دیگر کارکنان داخلی شرکت، اطلاعات بیشتری درباره ی آینده شرکت دارند که این پدیده را اطلاعات نامتقارن می نامند. در صورتی که این اطلاعات بیانگر آینده ای مطلوب برای شرکت باشد، مدیران ترجیح می دهند، در ساختار سرمایه از بدهی بیشتر استفاده کنند. به عبارت دیگر، با تامین مالی از طریق بدهی و عدم ورود سهامداران جدید به دلیل عدم افزایش سرمایه، منافع آینده برای سهامداران کنونی باقی خواهد ماند. برعکس، در صورتی که وضعیت آینده شرکت مطلوب پیش بینی نشود، ترجیح می دهند از راه انتشار سهام عادی و افزایش سرمایه، تامین مالی کنند [۱۴]. از سوی دیگر، تعیین ساختار سرمایه، نوعی علامت دادن به افراد بیرون از شرکت است. تامین مالی از راه بدهی، بیانگر آینده مطلوب شرکت است. اما اگر شرکت از راه انتشار سهام تازه تامین مالی کند، نوعی علامت منفی درباره ی آینده شرکت به شمار می آید. [۱]

از نظر تئوریک انتظار می رود که بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود داشته باشد. افزایش بدهی سبب می شود که مدیران مالی شرکت ها تصمیمات بهتری را در سرمایه گذاری اتخاذ کنند و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران کاهش می یابد. [۲۷]. لذا می توان انتظار داشت که ساختار سرمایه شرکت می تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت موثر باشد.

عدم تقارن اطلاعاتی بالا نیز به این معناست که بازارسازان یا فعالان بازار بورس این عدم تقارن را از طریق ارائه قیمتهای متفاوت برای عرضه و تقاضای سهام منعکس می کنند. بنابراین شکاف قیمتی بیشتر بمعنای وجود عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر و نقدشوندگی پایین تر سهام خواهد بود.

از آنجا که نقدشوندگی پایین تر سهم، تلویحاً به معنای بالا رفتن ریسک سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران





و نرخ بازده مورد انتظار بالاتر سهامداران و به تبع آن نرخ هزینه سرمایه بالاتر می باشد، تامین مالی از طریق انتشار سهام نسبتاً نامطلوب است. بالعکس شرکت هایی که سهام آنها از نقد شوندگی بالاتری برخوردار هستند، تمایل بیشتری به شیوه تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام (از طریق انتشار سهام جدید) دارند و نسبت بدهی در این دسته از شرکت ها پایین تر خواهد بود. بنابراین می توان انتظار داشت که عدم تقارن اطلاعاتی سهام بتواند بر ساختار سرمایه شرکت موثر باشد. لذا در این تحقیق سعی می شود تا این رابطه را مورد بررسی قرار داده و از چرایی و چگونگی آن مطلع گردید.

۲. پیشینه تحقیق

تحقیقات متعددی در ارتباط با عدم تقارن اطلاعاتی و عوامل موثر بر آن انجام شده است که عبارتند از:

هیونگوک یون و همکارانش^۱ (۲۰۱۰) تحقیقی با عنوان آیا انطباق زبان گزارش گری تجاری توسعه پذیر^۲ (XBRL) عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد؟ انجام دادند. برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از دامنه خرید و فروش استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند XBRL منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود. به علاوه، اثر XBRL بر کاهش عدم تقارن اطلاعات در شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های متوسط و کوچک قوی تر است.

چانگ و میلست و واتسن و مارتین^۳ (۲۰۰۸) تاثیر کیفیت افشاء بر عدم تقارن اطلاعات را مورد مطالعه قرار دادند و دریافتند که اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش با افزایش سطح کیفیت افشاء کاهش می یابد.

برون و هیلجست^۴ (۲۰۰۶) ارتباط بین کیفیت افشاء را با عدم تقارن اطلاعات در طولانی مدت بررسی نمودند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که: ۱- کیفیت افشاء سازی انگیزه های تجارت سرمایه گذاران را تغییر می دهد و منجر به تجارت کمتر از طرف سرمایه گذاران مطلع می شود. ۲- کیفیت افشاء سازی انگیزه های جستجو برای اطلاعات خصوصی را کاهش می دهد. بنابراین، دو مکانیسم فرض شده، بیانگر رابطه منفی میان کیفیت افشاء سازی و عدم تقارن اطلاعات می دهد. همچنین آنها این موضوع را بیان نمودند که فعالیت های افشاء سازی شرکت ها با میانگین عدم تقارن اطلاعات بصورت منفی مربوط می باشد.

اگروال و همکارانش^۵ (۲۰۰۴) در زمینه اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سرمایه گذاران آگاه تحقیقی را انجام دادند. آنها معتقدند هنگامی که شرایط مالی شرکت بدتر می شود، دادوستد آگاهانه شرکت



- 1-Hyungwook Yoon & Zo & P.Ciganek
- 2-Extensible Business Reporting Language
- 3-Chang & Millicent & Watson & Martin

- 4-Brown & Hillegeist
- 5-Agrawal et al

افزایش می یابد و سرمایه گذاران نا آگاه از این بازار خارج می شوند. بازاری سازان، در پاسخ به افزایش احتمال انجام معاملات علیه سرمایه گذاران آگاه، شکاف را افزایش داده و با استفاده از متغیرهای دیگر برای شرایط مالی شرکت، به این نتیجه رسیدند که شرکتی که دارای مشکل مالی هستند بطور مسلم اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیشتری دارند و این نتایج بعد از کنترل عوامل کلیدی شناخته شده موثر بر شکاف بدست آمده است. این بررسی ها نشان می دهد که شرایط مالی بد می تواند دارایی های سهامداران را کاهش دهد چرا که بر اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش تاثیر گذار است.

کوک و تنگ^۱ (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان شرایط اقتصادی کلان و سرعت تعدیل ساختار سرمایه از دو مدل پویای تعدیل ساختار سرمایه به منظور برآورد اثر چندین عامل اقتصادی کلان بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه نسبت به اهرم هدف استفاده کردند. ایشان دریافتند که شرکت ها در حالت های اقتصادی خوب در مقایسه با حالت بد، سریعتر اهرم شان را به سمت اهرم هدف تعدیل می کنند.

اوتچینیکوو^۲ (۲۰۱۰) به بررسی تصمیمات ساختار سرمایه در صنایع آزاد (بدون نظارت دولت) پرداخت. او دریافت که عدم نظارت دولت بر محیط عملیاتی شرکتها و تصمیمات اهرمی اثر می گذارد. این اثر به صورت کاهش در سوددهی دارایی های مشهود و افزایش در فرصت های رشد شرکت ها می باشد. همچنین عدم نظارت دولت بر روابط مقطعی بین اهرم و عوامل موثر بر آن اثر می گذارد. اهرم وابستگی منفی کمی با سوددهی و ارزش بازار به ارزش دفتری سهام دارد و با اندازه شرکت (واریانس سود) رابطه مثبت زیادی دارد، که این نتایج با تئوری توازی ایستای ساختار سرمایه مطابقت دارد. مطابق با تئوری توازی ایستای شرکت هایی که دارای ساختار سرمایه مشابهی می باشند، سهام بیشتری را در سال های اولیه عدم نظارت منتشر می کنند.

کاسپید و گانزالیز و مولینا^۳ (۲۰۰۹) به تحقیقی با عنوان مالکیت و ساختار سرمایه در آمریکای لاتین پرداختند که در این تحقیق عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت های آمریکای لاتین را بررسی کردند و به این نتایج رسیدند که ۱- هنگامی که کنترل وجود نداشته باشد، میان اهرم و تمرکز مالکیت در شرکت های آمریکای لاتین رابطه مثبت وجود دارد. ۲- میان اهرم و رشد رابطه مثبت وجود دارد. ۳- شرکت های بزرگتر دارای دارایی های ملموس بیشتری می باشند. ۴- شرکت هایی که سوددهی پایین دارند، دارای اهرم بیشتری می باشند.

لثورا و رادلفو^۴ (۲۰۰۶) ارتباط ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکت را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق از اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیار نقدشوندگی و از اهرم مالی به عنوان معیار ساختار سرمایه استفاده شده است. آنها دریافتند همانگونه که اهرم مالی

1-Cook & Tang

3-Cespedes & Gonzalez & Molina

2-Ovtchinnikov

4-Laura & Rodolfo



افزایش می یابد، شکاف اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می یابد و به این نتیجه رسیدند که افزایش یک انحراف استاندارد در شکاف قیمتی، منجر به ۳٪ افزایش در اهرم شرکتها می شود.

مورتال و لپسون^۱ (۲۰۰۶) در زمینه بررسی تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه و نقدشوندگی بازار سهام شرکت ها در ایالت متحده آمریکا تحقیق کردند که یافته های آنها مشخص می کند شرکت هایی که سهام آنها نقدشوندگی بیشتری دارند، تمایل به استفاده از اهرم مالی پایین تر دارند و به هنگام تامین مالی احتمال بکارگیری سرمایه نسبت به بدهی بیشتر است.

رضازاده و آزاد (۱۳۸۷) 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. محافظه کاری، به نوبه خود انگیزه و توان مدیران را در دستکاری اطلاعات حسابداری، تقلیل و بدین ترتیب هزینه های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد. در این تحقیق، برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری، به ترتیب از اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و معیار باسو استفاده شده است. تعداد شرکت های مورد بررسی در طی دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ در این پژوهش ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نتایج آزمون های تجربی حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار میان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و سطح محافظه کاری اعمال شده در صورتهای مالی است. علاوه بر این موارد، نتایج تحقیق نشان می دهد که طبق پیش بینی به عمل آمده، تغییر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب تغییر در سطح محافظه کاری می شود. نتایج مزبور بیانگر این موضوع می باشد که بدنیاال 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 صورتهای مالی مورد تأیید قرار می گیرد.

فخاری و فلاح محمدی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه افشاء اطلاعات و نقدشوندگی سهام پرداختند و آنها دریافته اند که هر چه افشاء اطلاعات در شرکت ها بیشتر باشد این امر منجر به ضعیف شدن اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام گردیده و در نتیجه عدم تقارن اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت کاهش یافته و در نهایت سهام شرکت قابلیت نقدشوندگی بهتری پیدا خواهد کرد.

همان دوستی (۱۳۸۶) ارتباط بین نقدشوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. از آنجایی که نقد شوندگی پایین تر (عدم نقد شوندگی) سهم، تویحاً به معنای بالا بودن ریسک سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران و به تبع آن نرخ بازده مورد انتظار بالاتر سهامداران می باشد، بنابراین کاهش نقدشوندگی تامین مالی از طریق انتشار سهام را



نسبتاً نا مطلوب تر می سازد. در این تحقیق، ضمن تبیین مفهوم نقدشوندگی، با استفاده از داده های ترکیبی ۵۳ شرکت برگزیده و دارای شرایط، در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۷۹ الی ۸۵، ارتباط دو معیار نقدشوندگی سهام، نسبت گردش سهام و معیار آمیهود با نسبت اهرمی با استفاده از تکنیک اقتصادسنجی بررسی گردید. نتایج این تحقیق نشان می دهد که عدم نقدشوندگی سهام باعث می شود تا مدیران مالی به هنگام تامین مالی بیشتر به سراغ بدهی رفته و از اهرم مالی بیشتری استفاده نمایند.

قالیباف و ایزدی (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی رابطه عواملی مانند اندازه، سودآوری، دارایی قابل وثیقه، ریسک تجاری و نقدینگی با میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت ها، به منظور آزمون یک تئوری نوین ساختار سرمایه، مانند تئوری توازی ایستا در شرکتهای ایرانی، پرداختند. بدین منظور تعداد ۶۸ شرکت غیرمالی (تولیدی) از ۲۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تشکیل دهنده جامعه آماری در قلمرو زمانی ۸۵-۱۳۷۶، به عنوان نمونه انتخاب گردیده و برای سنجش میزان ارتباط متغیرهای وابسته و مستقل مورد نظر، از مدل رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده های تابلویی استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که عوامل اندازه، سودآوری و نقدینگی جزء عواملی هستند که ارتباط معکوس و معنی دار با ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. همچنین نتایج حاکی از عدم تایید تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴) در تحقیقی به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این محققان، برای اندازه گیری نقدینگی از مدل نکتاش و چیانگ (۱۹۸۷) بهره گرفتند و با بررسی این فرضیه که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام قبل از اعلان سود نسبت به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پس از اعلان سود بیشتر است، قادر به تعیین وجود یا فقدان عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران شدند. با توجه به اینکه در هر لحظه ممکن است قیمت های پیشنهادی دچار تغییر و تحول شوند، بنابراین در این تحقیق از بهترین قیمت پیشنهادی خرید و بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهم در طول یک روز استفاده شده است. برای انجام محاسبات، ابتدا بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم برای ۲۱ روز قبل از اعلان سود برآوردی هر سهم استخراج می شود و پس از محاسبه دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، میانگین اعداد بدست آمده برای هر نمونه در قبل و بعد از اعلان سود محاسبه می شود، اگر میانگین دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صفر باشد نشان دهنده تقارن اطلاعاتی نسبت به اعلان سود است و در غیر این صورت نمایانگر وجود عدم تقارن اطلاعاتی است. جامعه آماری این تحقیق، متشکل از ۱۲۱ مورد اعلان سود برآوردی شرکت ها در طول سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳ است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که در طی دوره مورد مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه گذاران



وجود داشته و این امر در دوره های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره های پس از اعلان سود است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است به طوری که در دوره قبل از اعلان سود حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکتها نیز دچار نوسان شدند. حشمتی (۱۳۸۵) به بررسی تاثیر اطلاعات گذشته بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. برای این منظور، داده های موردنیاز این تحقیق از ۱۶۴ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۷۹الی ۱۳۸۳ جمع آوری گردید. با بکارگیری مدل رگرسیون داده های تابلویی، نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین سودآوری، بازده سهام، کسری مالیات و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی های شرکت با ساختار سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد. این رابطه در مورد سودآوری از قوت بالاتری برخوردار بوده و پایداری تاثیر آن برای اهرم بازار تا دو سال ادامه می یابد. همچنین در مورد کسری مالی نیز، تاثیر آن بر اهرم دفتری تا دو سال ادامه می یابد. تاثیر بازده سهام بر اهرم دفتری تا یک سال پایدار می باشد. اما نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی های شرکت تنها متغیری می باشد که دارای تاثیر کوتاه مدت هم بر اهرم بازار و هم بر اهرم دفتری می باشد و تاثیر آن بر دوره های دیگر تسری پیدا نمی کند.

احمدپور و سلیمی (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان تاثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه به بررسی تجربی رابطه میان نوع صنعت و اندازه شرکت ها بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها با استفاده از نسبت بدهی، وجود تفاوت در ساختار سرمایه در گروه های مختلف صنعت را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق ابتدا آزمون به صورت مقطعی و با استفاده از روش آماری ناپارامتریک کروسکال-والیس انجام پذیرفت و فرضیه صفر رد گردید. در قسمت بعد، رابطه بین اندازه و ساختار سرمایه شرکت ها بدون در نظر گرفتن نوع صنعت بررسی گردید. این کار با محاسبه ی ضریب همبستگی رتبه ای اسپیرمن انجام شد. از آنجا که ضریب همبستگی در همه سال های مورد آزمون (۱۳۸۱-۱۳۷۲) با اهمیت نبود، رابطه میان اندازه و ساختار سرمایه تایید نشد.

۳. روش شناسی تحقیق

در این تحقیق رابطه بین اهرم مالی و اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکتها، مورد بررسی قرار می گیرد تا تعیین شود که آیا شرکتهای با اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پایین تر از اهرم مالی بالاتر برخوردارند یا خیر؟ برای پاسخ به سوال یاد شده و با توجه به میانی نظری موجود در این زمینه فرضیه ای به شرح ذیل تدوین شده است.

- بین اهرم مالی و اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در شرکت ها رابطه معنی داری وجود دارد.
- جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۵ ساله از ابتدای سال ۸۳ تا پایان سال ۹۳ می باشد که دارای شرایط زیر باشند:
۱. شرکتهای مورد نظر از ابتدا تا انتهای تحقیق در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
 ۲. شرکتهای مورد نظر جزو بانکها و موسسات مالی و شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکتهای هلدینگ، بانکها و لیزینگ ها نباشند.
 ۳. شرکتهایی 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 شرکتهای در طی این سال ها در بورس اوراق بهادار معامله شده باشند.
 ۵. شرکتهای نباید در طی دوره تحقیق توقف فعالیت داشته باشند.
 ۶. تعداد دفعات روز معاملات شرکت نباید از ۱۰ مرتبه در سال کمتر باشد.
- بر این اساس جامعه آماری این پژوهش متشکل از ۱۵۰ شرکت می باشد. باتوجه به محدود بودن جامعه از فرمول کوکران برای تعیین اندازه نمونه استفاده گردید که به شرح زیر می باشد:

$$n = \frac{N * Z_{\alpha/2}^2 * P(1-P)}{(N-1) * \varepsilon^2 + Z_{\alpha/2}^2 * P(1-P)}$$

● n : حجم نمونه، N : حجم جامعه آماری،

● $Z_{\alpha/2}^2$: مقدار Z جدول برای سطح اطمینان مورد نظر.

● ε : میزان دقت احتمالی یا دامنه خطای قابل قبول در گزینش نمونه است.

● P : میزان موفقیت.

● $1-P$: میزان عدم موفقیت.

برای انتخاب حداکثر نمونه p را ۰/۵ (مقدار آن را به علت رعایت محافظه کاری و حصول حداکثر نمونه، این رقم در نظر می گیرند)، α را ۰/۰۵ و ε را ۰/۰۵ در نظر گرفته و حجم نمونه را اندازه گیری می نمایم. با جایگذاری ارقام مربوط، اعضای نمونه آماری، متشکل از ۱۰۸ شرکت می باشد.

$$n = \frac{150 * (1.96)^2 * 0.5(0.5)}{149 * (0.05)^2 + (1.96)^2 * 0.5(0.5)} = 108$$



اطلاعات مورد استفاده در این تحقیق، به دو دسته قابل تقسیم می باشد. اطلاعات مربوط به بخش تئوریک و ادبیات موضوعی تحقیق می باشد که از منابع مختلف، مانند کتب و نشریات معتبر داخلی و بین المللی که یا به صورت مستقیم در پایگاه های اینترنتی موجود بوده اند یا از طریق مراجعه به کتابخانه های معتبر جمع آوری گردیده اند. اطلاعات و داده های خام مورد نیاز شرکتها به منظور بررسی فرضیه پژوهش از طریق نرم افزارهای «ره آورد نوین»، «تدبیر پرداز» و در بسیاری از موارد، با مراجعه مستقیم به صورتهای مالی شرکتها که در لوح فشرده منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار، وب گاه www.rdis.ir در دسترس است جمع آوری گردید. در این تحقیق، برای پردازش، دسته بندی و آماده نمودن داده ها برای ورود به نرم افزار آماری EViews از نرم افزار EXCEL استفاده شده است و در نهایت، برای برآورد مدلهای تحقیق از آزمون هاسمن استفاده گردیده است.

۴. الگو های تحقیق و معرفی متغیر های آنان

مدل جامع پژوهش برای بررسی فرضیه تحقیق به صورت زیر نشان داده می شود:

(۱)

$$SPREAD_t = \gamma_t + \delta_1 * LEV_t + \delta_2 * \sigma_{Rt}^2 + \delta_3 * ROA_t + \delta_4 * Ln(MKTCAP_t) + \delta_5 * VOL_t + \delta_6 * INST_t + \delta_7 * SPREAD_{t-1} + \eta_{1,t}$$

(۲)

$$LEV_t = \alpha_t + \beta_1 * LEV_{t-1} + \beta_2 * SPREAD_{t-1} + \beta_3 * ROA_{t-1} + \beta_4 * \sigma_{CF,t-1}^2 + \beta_5 * SIZE_{t-1} + \beta_6 * MTB_{t-1} + \beta_7 * INST_{t-1} + \eta_{2,t}$$

۴-۱- سنجش متغیر های تحقیق

در این تحقیق، متغیر مستقل در الگوی اول اهرم مالی نام دارد که از طریق تقسیم ارزش دفتری بدهی بر ارزش بازار دارایی های شرکت اندازه گیری گردید. ارزش بازار دارایی ها نیز از جمع ارزش بازار صاحبان سهام و کل بدهی ها محاسبه شده است. در الگوی دوم، اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر مستقل می باشد. برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران از معیار اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده می شود. برای محاسبه اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، ابتدا قیمت های Bid و Ask سهام شرکتها را در محیط EXCEL کپی کرده و سپس اختلاف لحظه ای سهام در هر روز معاملاتی را با استفاده از معادله زیر محاسبه نموده و از کل اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام یک روز، میانگین گرفته تا اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام همان روز معاملاتی بدست آید. در ضمن در ساعتها و روزهایی که یکی از قیمت Bid و یا

ASK موجود نبود آن ساعت یا روز معاملاتی حذف شده است. سرانجام بعد از محاسبه اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام همه روزهای معاملاتی یک شرکت، از آن یک میانگین گرفته تا اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام سالانه برای شرکت مورد نظر در سال مورد بررسی بدست آید.

$$BA_{it} = \frac{AP - BP}{\frac{AP + BP}{2}}$$

ا شرکت مورد بررسی و t دوره مورد بررسی.

BA دامنه خرید و فروش نسبی سهام.

AP قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت ا در دوره t

Bp قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت ا در دوره t

همچنین متغیرهای کنترلی در الگوهای رگرسیونی (۱) و (۲) به شرح زیر می باشند:

● σ_{ret}^2 : واریانس سالانه بازده روزانه در طول دوره بررسی.

● ROA_t : بازده بر دارایی که از تقسیم درآمد قبل از بهره و مالیات بر ارزش دفتری دارایی ها بدست می آید.

● $MKTCAP_t$: بازار سرمایه که از ضرب تعداد سهام در قیمت سهام در پایان سال بدست می آید (دارای LN)

● VOL_t : حجم معاملات سهام، که برابر تعداد سهام معامله شده در سال می باشد.

● $INST_t$: سهامداران نهادی بیانگر درصدی از سهام شرکتهای می باشد که توسط شرکتهای سرمایه گذاری، هلدینگ ها، صندوق های بازنشستگی، سازمانها و نهادهای دولتی و عمومی، بانک ها و شرکت های بیمه و نظائر آن نگه داری می شود. با استخراج صورتهای مالی شرکت های مورد نظر از سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، از یادداشت های همراه این صورت های مالی، سرمایه گذاران نهادی مشخص گردیده و درصد مالکیت آنها برای احتساب سهم مالکیت سرمایه گذاران نهادی از سهام شرکت با هم جمع شده است.

● $SPREAD$: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر آوردی بر اساس ضرایب به دست آمده از مدل اول.

● σ_{CFE}^2 : واریانس جریان نقدی سه ماهه شرکت.

● $SIZE_t$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بعلاوه کل بدهی.

● MTB_t : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت.



۵. یافته های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی داده ها

با در نظر گرفتن معیارهای اشاره شده در مطالب قبل، راجع به انتخاب نمونه و تاثیر آن روی اندازه نمونه در کل از ۱۰۸ شرکت در طی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۳ در این تحقیق استفاده شد. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده های سری زمانی و مقطعی برای آزمون فرضیات استفاده می کنیم، لذا تعداد مشاهدات سال- شرکت بر اساس داده های ترکیبی، ۵۴۰ مشاهده بوده است و شرکتها به طور کاملا تصادفی بین صنایع توزیع شده اند. تحولات میانگین دامنه خرید و فروش طی دوره ۱۳۸۷-۱۳۸۳ نشان می دهد متوسط این متغیر تا سال ۱۳۸۵ روندی افزایشی از خود نشان داده است اما از این سال به بعد کاهش یافته است. میانگین این متغیر در طول کل دوره برابر ۰.۱۳۳۳ بوده است. در طول سال های ۱۳۸۴-۱۳۸۷ بالای میانگین اما در دو سال ۱۳۸۲-۱۳۸۳ پایین تر از میانگین بوده است. ماکزیمم مقدار آن ۱.۱۸۱ و مینیمم آن ۰.۰۰۱ و دارای انحراف معیار ۰.۱۵۹ می باشد. تحولات میانگین اهرم در طی این دوره نشان می دهد که روندی افزایشی داشته مگر در سال ۸۵ که کاهش یافته است. ماکزیمم مقدار آن ۰.۹۸۳ و مینیمم آن ۰.۰۴۵ و دارای انحراف معیار ۰.۱۹۹ می باشد. آمار توصیفی کل متغیرها در طی این دوره در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی داده ها

تغییر	کمیت آماری	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	چولگی	کشیدگی	انحراف معیار
دامنه خرید و فروش	0.135	1.192	0.001	2.543	11.015	0.159	
اهرم مالی	0.507	0.983	0.045	-0.033	2.374	0.199	
انحراف معیار بازده (درصد)	10.248	975.457	0.014	19.134	430.024	42.093	
بازده بر دارایی (درصد)	0.164	2.226	-0.319	5.460	80.194	0.138	
ارزش بازار سهام (میلیارد ریال)	12.617	17.051	9.190	0.622	3.110	1.537	
حجم (میلیارد ریال)	0.0357	0.683	0.000008352	0.04500	0.26152	0.0892	
سپانداران نهادی (درصد)	69.6	99.5	0.000	-1.493	4.374	25.400	
انحراف معیار جریان نقدی (میلیارد ریال)	12200000	3150000000	1.550417	19.511	430.044	137000000	
اندازه (میلیارد ریال)	2580.366	76200	20.805	0.06469	0.52202	7518.53	
ارزش بازار به ارزش دفتری (میلیارد ریال)	2.609	29.770	-103.121	-10.857	244.388	5.333	

۵-۲- آزمون فرضیه و نتایج آن

برای آزمون فرضیه تحقیق مراحل ذیر را انجام دادیم:

از رگرسیون مدل یک، به یک مدل خوب می‌رسیم.

با استفاده از ضرایب بدست آمده در مدل یک، SPREAD را برآورد می‌کنیم. از مدل دوم رگرسیون گرفته و بحث را بر اساس مدل دوم تحلیل می‌کنیم.

به منظور تخمین معادلات مدل ارائه شده، از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌نماییم. برای برآورد معادلات (۱) و (۲) ابتدا آزمون F مقید یا F لیمر را جهت انتخاب یکی از دو روش داده‌های تلفیقی و تابلویی انجام داده و سپس آزمون هاسمن را جهت انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی انجام خواهیم داد.

نتایج تخمین مدل شماره یک با استفاده از نرم افزار Eviews نسخه ۶ در جدول شماره دو ارائه می‌شود. همانطور که در جدول ذیل مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون F لیمر حاکی از رد شدن فرضیه برابری عرض از مبداهای شرکت می‌باشد. بنابراین باید از روش داده‌های تابلویی برای تخمین معادله یک استفاده شود. نتیجه آزمون هاسمن حاکی از کاراتر بودن روش اثرات ثابت بوده بنابراین از روش اثرات ثابت برای تخمین معادله یک استفاده می‌شود.

نتایج تخمین ضرایب مدل نشان می‌دهد که متغیرهایی که در سطوح مرسوم آماری (حداکثر در سطح خطای ۱۰ درصد) دارای ضرایب معنی‌دار هستند، دارای علامت‌های موافق انتظار می‌باشند. با اساس نتایج فوق بین اهرم، ارزش بازار سهام و حجم با دامنه خرید و فروش، رابطه منفی و معنی‌دار و بین انحراف معیار بازده سهام و دامنه خرید و فروش، رابطه مثبت وجود دارد. بطوریکه انتظار می‌رود یک واحد افزایش در اهرم، ارزش بازار سهام و حجم به ترتیب (با فرض ثبات سایر شرایط) موجب کاهش دامنه خرید و فروش به اندازه ۰.۲۴-، ۰.۰۷- و ۰.۰۷- خواهد شد. همانطور که مشاهده می‌شود اگر چه ضریب حجم منفی می‌باشد اما مقدار تاثیرگذاری آن روی دامنه خرید و فروش بسیار اندک می‌باشد. ضریب وقفه متغیر دامنه خرید و فروش منفی بوده و نشان می‌دهد شوک وارد شده بر این متغیر به زمان نسبتاً طولانی برای تعدیل نیاز دارد.

جدول ۲- نتایج تخمین معادله شماره یک

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	ارزش احتمال (prob)
عرض از مبدا	1.34	0.12	12.34	0.000



اهرم مالی	-0.27	0.03	-10.92	0.000
انحراف معیار بازده روزانه سهام	0.0006	0.0001	7.45	0.000
بازده بر دارایی سهام	-0.01	0.01	-0.83	0.32
ارزش بازار سهام	-0.08	0.01	-11.41	0.000
حجم معاملات	-0.08	0.03	-2.27	0.0393
سهامداران نهادی	-0.0002	0.0004	-0.52	0.57
دامنه خرید و فروش سال قبل	-0.11	0.032	-3.39	0.0008
آماره‌های آزمون				
R ²	0.49			
آماره F	3.34 (0.000)	تعداد شرکت	108	
آماره F مقید	2.15 (0.000)	دوره زمانی	1383-1393	
آماره هلسن	131.6 (0.000)	تعداد مشاهدات	540	

۱) تخمین با روش اثرات ثابت انجام شده است. ۲) ناهمسانی واریانس مشاهده نشده با روش وایت، کنترل شده است. ۳) منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج تخمین مدل شماره (۲) در جدول شماره سه ارائه شده است. همانطور که توسط لثورا و رادلفو (۲۰۰۶) تاکید شده است برای تخمین مدل شماره ۲ متغیر اهرم را روی وقفه‌های متغیر کنترل و مستقل برآزش نمودیم. همانطور که در این جدول مشاهده می‌شود، نتیجه آزمون F مقید یا لیمر حاکی از رد فرضیه استفاده از روش حداقل مربعات معمولی یا OLS روی داده‌های تلفیقی می‌باشد و تاکید می‌کند که باید عرض از مبداهای جداگانه برای هر یک از مقاطع (شرکتها) برآورد گردد. نتایج آزمون هاسمن حاکی از انتخاب روش اثرات ثابت به جای اثرات تصادفی می‌باشد. بنابراین مانند مدل شماره یک از روش تخمین داده‌های تابویی با اثرات ثابت برای تخمین مدل شماره دو استفاده شده است. نتایج تخمین ضرایب مدل نشان می‌دهد تمامی متغیرهایی که دارای ضرایب معنی‌دار هستند دارای علامت‌های مورد انتظار نیز می‌باشند. انتظار می‌رود با ثبات سایر عوامل دامنه خرید و فروش و اندازه اثر مثبت و بازده بر دارایی و ارزش بازار به ارزش دفتری اثر منفی روی اهرم مالی داشته باشند. بطوریکه یک واحد افزایش در دامنه خرید و فروش و اندازه در سال قبل به

ترتیب موجب افزایش اهرم مالی به اندازه ۰.۰۵ و ۰.۰۰۰۰۰۵ واحد در سال جاری خواهد شد. همانطور که ملاحظه می شود، ضریب تاثیر گذاری متغیر اندازه روی اهرم بسیار اندک است، در مقابل انتظار می رود یک واحد افزایش در بازده بر دارایی و ارزش بازار به ارزش دفتری سهام در سال قبل موجب کاهش اهرم مالی به اندازه ۰.۰۰۱۲ و ۰.۰۰۰۲ واحد در سال جاری شود.

جدول ۳- نتایج تخمین معادله شماره دو

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	ارزش احتمال
عرض از صیداً	0,46	0,06	8,20	0,000
اهرم مالی (سال قبل)	0,40	0,04	10,78	0,000
دانه خرید و فروش (سال قبل)	0,05	0,02	2,39	0,01
بازده بر دارایی (سال قبل)	-0,13	0,04	-3,32	0,001
انحراف معیار جریان نقدی (سال قبل)	0,00	0,00	1,77	0,11
اندازه (سال قبل)	0,00	0,00	2,74	0,008
ارزش بازار به ارزش دفتری (سال قبل)	0,00	0,00	-2,08	0,051
سهامداران نهادی (سال قبل)	0,00	0,00	-1,50	0,15
آماره های آزمون				
R ²	0,94			
آماره F (ارزش احتمال)	48,72 (0,000)	تعداد شرکت	108	
آماره F مقید (ارزش احتمال)	3,29 (0,000)	دوره زمانی	1383-1393	
آماره همبستگی (ارزش احتمال)	154,3 (0,000)	تعداد مشاهدات	540	

(۱) تخمین با روش اثرات ثابت انجام شده است. (۲) ناهمسانی واریانس مشاهده نشده با روش وایت، کنترل شده است. (۳) منبع: یافته های تحقیق

۶. نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۸۳ نشان می دهد اهرم مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر معکوس می گذارد، در حالیکه عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی رابطه مثبت و مستقیم می گذارد. نتایج این تحقیق با نتایج تحقیقات لئورا و رادلفو (۲۰۰۶) مطابقت دارد. همچنین نتایج زیر در رابطه با متغیرهای کنترلی بدست آمده



است:

۱. حجم معاملات سهام با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد این نتیجه، با نظرات و تئوری های چن و همکاران (۲۰۰۷)، چانگ، میلست و... (۲۰۰۸) و برون و هیلجست (۲۰۰۶) مطابقت دارد و برخلاف نتایج تحقیقات برنج و فرد (۱۹۹۷) و هریس (۱۹۹۴) است.

۲. شرکتهایی با نوسانات بازده سهام بیشتر دارای اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیشتری خواهند بود. این نتیجه مطابق نتایج پژوهش هایی نظیر ریان (۱۹۹۶) و جاکبی و ژنگ (۲۰۱۰) می باشد.

۳. ارزش بازار سهام رابطه معکوس با عدم تقارن اطلاعاتی دارد. که مطابق نتایج پژوهش هایی همچون ریان (۱۹۹۶) کینی و میان (۱۹۹۵)، هفلین و شاو (۲۰۰۰)، جاکبی و ژنگ (۲۰۱۰) می باشد.

۴. بازده دارایی شرکت ها رابطه منفی و معنی دار با اهرم مالی دارند که با نتایج تحقیقات میرز (۱۹۸۴)، ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۸) سازگاری دارد.

۵. ارزش بازار به ارزش دفتری سهام که معرف فرصت رشد شرکت می باشد با اهرم مالی شرکت رابطه منفی دارد. که مطابق با نتیجه تحقیق اوتچینیکو (۲۰۱۰) می باشد.

۶. اندازه شرکت با اهرم مالی رابطه مثبت و معنی دار دارد که با نتایج تحقیقات اوتچینیکو (۲۰۱۰) و صلواتی و رسائیان (۱۳۸۶) سازگاری دارد.

۷. سهامداران نهادی و واریانس جریان نقدی رابطه معنی داری با اهرم مالی ندارند.

۷. پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

♦ به سرمایه گذاران توصیه می شود برای خرید سهام به میزان تقارن اطلاعاتی شرکتها توجه کافی مبذول دارند چرا که تقارن اطلاعاتی باعث افزایش نقدشوندگی سهام و در نتیجه افزایش ارزش سرمایه گذاری آنها می شود.

♦ با توجه به اینکه عدم تقارن اطلاعاتی از عوامل مهم موثر بر اهرم مالی و نقدشوندگی سهام می باشد لذا پیشنهاد می گردد، سازمان بورس، شرکت های فرا بورس ایران الزامات افشا را برای شرکت ها ایجاد نموده و این اطلاعات افشا شده به سرعت در اختیار سرمایه گذاران قرار گیرد.

♦ راهنمایی کامل از سوی سازمان بورس اوراق بهادار و یا کارگزاران بورس ارائه گردد؛ البته قبل از اقدام سرمایه گذار مبنی بر خرید سهم، این مسئله باعث می شود که سرمایه گذار در موقع خرید یا فروش سهام و یا حتی هنگام ارائه پیشنهاد خرید و یا ارائه پیشنهاد فروش سهام؛ دقت بیشتری نمایند و یا تمهیداتی صورت

گیرد که تحلیل گران مالی بتوانند در بورس اوراق بهادار تهران به طور فعال نقش راهنمایی و ارشاد سرمایه گذاران مبتدی را بعهده گیرند.

منابع

۱. احمدپور، احمد و سلیمی، امین؛ (۱۳۸۶)، "تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز*، دوره بیست و ششم، شماره اول.
۲. ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، امیر؛ (۱۳۸۹)، "پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام"، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، شماره ۶۰، صص، ۲۲-۳.
۳. باقری مهماندوستی، بابک؛ (۱۳۸۶)، "بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *رساله کارشناسی ارشد*، دانشگاه شهید بهشتی تهران.
۴. حشمتی، مرتضی؛ (۱۳۸۵)، "بررسی تاثیر اطلاعات گذشته بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *رساله کارشناسی ارشد*، دانشگاه شیراز.
- ۵.
۶. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله؛ (۱۳۸۷)، "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، *حسابداری و حسابرسی*، ۸۰-۶۳.
۷. صلواتی، شاپور و رسائیان، امیر؛ (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران"، *اقتصادی مفید*، سال سیزدهم، شماره ۶۳، صص ۱۶۳-۱۴۳.
۸. فخاری، حسین و فلاح محمدی، نرگس؛ (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین افشاء اطلاعات و نقدشوندگی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات حسابداری*، انجمن حسابداری ایران. سال اول، شماره ۴، صص ۱۶۳-۱۴۸.
۹. قائمی، محمدحسین و وطن پرست، محمدرضا؛ (۱۳۸۴)، "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، *حسابداری و حسابرسی*، دانشگاه تهران، شماره ۴۱، صص ۱۰۳-۸۵.



۱۰. قالیباف اصل، حسن و ایزدی، سلما؛ (۱۳۸۸)، "مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله دانش و توسعه (علمی-پژوهشی)*، سال شانزدهم، شماره ۲۶.

11. Aitken M, Frino A, (1996), "The determinants of market bid ask spreads on the Australian Stock Exchange": cross-sectional analysis. *Account Finance* 36(1), 51-63.

12. Alexei V. Ovtchinnikov (2010), "Capital structure decisions: Evidence from deregulated industries", *Journal of financial Economics* 95 , 246-274.

13. Agrawal, V., Kothare, M., Rao, R. K. S. and Wadhwa, P. (2004), "Bid-ask Spreads, Informed Investors and Firm's Financial Condition", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 44, 58-76.

14. Antoniou, , Gunny, and Paudyal, (2005), " Determinants of corporate Capital Structure: Evidence from European Countries", *social science research network*, from: www.ssrn.com/abstract=285001

15. Boone JP, (1998) , "Oil and gas reserve value disclosures and bid-ask spreads". *J Account Public Policy*; 17(1):55-84.

16. Brown & A. Hillegeist & Kin Lo (2009) "The effect of earnings surprises on information asymmetry", *Accounting and Economics* 47 , 208-225.

17. Brown, S. and Hillegeist, S. A. (2006), "How Disclosure Quality Affects the Long-run Level of Information Asymmetry", Working Paper, Georgia State University, Atlanta.

18. Cespedes & Gonzalez & A. Molina , (2009) . "Ownership and capital structure in Latin America", *Journal of Business Research*

19. Chang, Millicent, D Anna, Gino, Waston, Martin (2008). "Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?" *Australian journal of Management*.

20. Clarke J, Shastri K, (2000), "On Information Asymmetry Metrics". Working Paper; University of Pittsburgh

21. Diamond, D., & Verrecchia R., (1991), " Disclosure, liquidity and the cost of equity capital", *The journal of finance*, September, PP.1335-1360.

22. Douglas O. Cook , Tiang Tang. (2010). " Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed", *Journal of corporate Finance* 16, 73-87.

23. Heflin, F.L., Shaw, K.W. and Wild, J.J, (2005), "Disclosure quality and market liquidity", *Contemporary Accounting Research*, 22 , 829-865.

24. Heflin F, Shaw K (2000), "Blockholder ownership and market liquidity". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35: 621-633.

25. Jacoby, G and Steven X. Zheng (2010). "Ownership Dispersion and

Market Liquidity", article in Press, **International Review of Financial Analysis**.

26.Kini O, Mian S (1995), "Bid-ask spread and ownership structure", **Journal of Financial Research** 18, 401-414.

27.Laura Frieder & Rodolfo Martell. (2006), "On Capital Structure and the Liquidity of a Firm`s Stock", working paper.series 401.

28.Leuz C, Verrecchia RE, (2000), "The Economic Consequences of Increased Disclosure". **J Account Res** 38, 91-124.

30.Myers, S. C.(1984). "The Capital Structure Puzzle ". **Journal of Finance**, 39.

31.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**, pp.33-40.

32.Stoll HR, (1989), "Inferring the components of the bid-ask spread": theory and empirical tests. **J Finance**, 44(1), 115-34.

33.Wang J, (1993), "A model of intertemporal asset prices under asymmetric information". **Rev Econ Stud**; 60(2), 249-82.

آدرس سایت فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی :
www.iranianaa.com/fa/Accounting Research

آدرس ایمیل فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی :
iranianiaa@yahoo.com