

رابطه شفافیت و عدم اطمینان نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران

حسین کاظمی *

نظام الدین رحیمیان **

بنفشه هوایی ***

چکیده

پژوهش حاضر، به بررسی تأثیر شفافیت اطلاعات بر عدم اطمینان از نقدشوندگی سهام و نیز تأثیر عدم اطمینان نقدشوندگی سهام بر ارزش شرکت می‌پردازد. برای اندازه‌گیری شفافیت اطلاعات از دو معیار کیفیت حسابرسی و عدم هموارسازی سود و برای ارزیابی عدم اطمینان نقدشوندگی سهام، چهار معیار شامل نوسان نقدشوندگی، چولگی توزیع نقدشوندگی (به عنوان معیاری برای ارزیابی عدم نقدشوندگی بینهایت)، تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار و تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد متغیر کیفیت حسابرسی رابطه معکوس و معناداری با چهار معیار عدم اطمینان نقدشوندگی دارد و متغیر عدم هموارسازی سود تنها با چولگی توزیع نقدشوندگی ارتباط معکوس و معناداری دارد و با سایر معیارها ارتباط مثبت و معناداری دارد. همچنین متغیر کیوتوبین به عنوان معیار ارزش شرکت با معیارهای نوسان نقدشوندگی و تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار ارتباط معکوس و معنادار نشان داده است و با معیارهای چولگی توزیع نقدشوندگی و تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار ارتباط مثبت و معنادار دارد. واژه‌های کلیدی: شفافیت اطلاعات، عدم هموارسازی سود، عدم اطمینان نقدشوندگی، تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار، تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار.

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه غیرانتفاعی رجاء قزوین Email: kazemiho@yahoo.com

** استادیار گروه حسابداری دانشگاه غیرانتفاعی رجاء قزوین

*** کارشناس ارشد حسابداری

مقدمه

ارزشگذاری دارایی از این جهت است که سرمایه گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه گذاری خود نیاز داشته باشند و برای آنها همواره این سوال مطرح می شود که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش رسانند آیا بازار مناسبی وجود دارد یا خیر؟ حال در ذهن سرمایه گذار، ریسک عدم نقدشوندگی تبلور می یابد که می تواند باعث انصراف از سرمایه گذاری شود. در اهمیت این موضوع ام سی کای^۱ با اشاره به اجتناب توده ای سرمایه گذاران از بازارهایی که نقد شدن دارایی با ابهام همراه است بیان می کند که عدم اطمینان نسبت به نقد شدن دارایی به اندازه سطح نقدشوندگی^۲ دارای اهمیت است. وی این حرکت توده ای را به رفتار ریسک گریزی سرمایه گذاران مربوط می داند و دلیل آن را عدم تحمل ریسک هایی می داند که نمی توان آنها را کمی کرد (ام سی کای، ۲۰۰۳).

بنابراین، عدم اطمینان نسبت به نقدشوندگی دارایی، ریسک سرمایه گذاری را از نظر سرمایه گذار بالقوه افزایش می دهد. اما صورت های مالی که منبع اصلی آگاهی و اطلاع رسانی به سهامداران است اگر پیچیده، مبهم و غیر شفاف باشد، درباره ریسک های موجود در شرکت اطلاعاتی ارائه نمی دهد (کردستانی و علوی، ۱۳۸۹). در صورتی که با افزایش شفافیت اطلاعات، بازار مالی از ثبات نسبی برخوردار شود و احتمال وقوع بحران کاهش یابد، اطمینان سرمایه گذاران افزایش می یابد و افراد بیشتری وارد بازار می شوند. متعاقب آن نقدینگی بازار افزایش می یابد و سرمایه گذاران با در دست داشتن اطلاعات شفاف، منابع مالی خود را در اختیار شرکت هایی قرار می دهند که توان استفاده کارا از آن را دارند (بوش من و اسمیت^۳، ۲۰۰۴).

یکی از مهمترین چالش هایی که در تحقیقات تجربی مربوط به شفافیت وجود دارد، اندازه گیری شفافیت است. از نظر مفهومی مقدار شفافیت را می توان با دقت اطلاعات دریافت شده سنجید که خود تابعی از مربوط بودن و کیفیت اطلاعات است (لاندر و

1- Mc Coy
2- Level of liquidity
3- Bushman and Smith

کاتلن^۱، (۲۰۰۸). حسابرسی صورت‌های مالی از مهمترین ابزارهای حصول اطمینان از شفافیت اطلاعات شرکت‌ها به شمار می‌رود. حساب‌رسان مستقل از طریق اعتباردهی به صورت‌های مالی و سایر اطلاعات مورد رسیدگی، آلودگی‌ها را از اطلاعات مالی می‌زدایند و موجب شفافیت اطلاعات شرکت‌ها می‌شوند (بولو و همکاران، ۱۳۸۹). در تلاش‌های اخیر برای اندازه‌گیری شفافیت از معیارهایی مانند بحران مالی یا هموارسازی سود استفاده شده است (لاندر و کاتلن، ۲۰۰۸). اگر سودهای حسابداری به صورت مصنوعی هموار گردد آنگاه سود حسابداری در نمایش آهنگ صحیح عملکرد شرکت با چالش مواجه خواهد شد و چنین کاهش در ارزش اطلاعاتی سود موجب کاهش شفافیت سود می‌شود (نوروش و حصارزاده، ۱۳۸۹).

هدف اصلی پژوهش حاضر، پاسخ به این پرسش است که: آیا شفافیت اطلاعات تأثیر معناداری بر عدم اطمینان سرمایه‌گذاران از نقدشوندگی سهام دارد؟ و آیا عدم اطمینان از نقدشوندگی سهام ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ ابتدا شفافیت اطلاعات با استفاده از دو معیار کیفیت حسابرسی و عدم هموارسازی سود، ارزیابی می‌شود و سپس ارتباط آنها با معیارهایی مورد بررسی قرار می‌گیرد که عدم اطمینان سرمایه‌گذار را نسبت به نقدشوندگی سهام تهییج می‌کند.

مبانی نظری

سرمایه‌گذاران، خرید سهامی را ترجیح می‌دهند که نقد است و شفافیت توانایی بهبود نقدشوندگی را دارد (لاندر و مافت^۲، ۲۰۱۰). شفافیت را می‌توان وجود اطلاعات در مورد عملکرد دوره‌ای، وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار حقوقی و ارزش و ریسک شرکت در اقتصاد تعریف کرد (بوش من و اسمیت، ۲۰۰۴). وجود شفافیت به سهامداران خرد این اطمینان را می‌دهد که همواره اطلاعات قابل اتکا و به موقع در خصوص ارزش شرکت دریافت خواهند کرد (بولو و همکاران، ۱۳۸۹). مدل‌های ارائه شده در مقالات وایانس (۲۰۰۴) و برونر میر و پدرسن (۲۰۰۹) نشان می‌دهد که قابلیت نقدشوندگی می‌تواند در اثر پدیده «فرار به سمت اوراق بهادر

1- Lander and Kathleen

2- Lang and Maffete

مطمئن^۱ از بین برود. شفافیت، اطلاعاتی در مورد جریان‌های نقدی آتی ارائه می‌نماید و توانایی کاهش عدم اطمینان در مورد ارزش واقعی سهام و کاهش ریسک عدم اطمینان نقدشوندگی را دارد (لاندر و مافت، ۲۰۱۰).

معیارهای شفافیت

در بسیاری موارد، هدف تهیه کنندگان اطلاعات مالی با استفاده کنندگان یکسان نیست و این موضوع ناشی از تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع است. بنابراین، جهت کاهش تضاد منافع گروه‌های مذکور، استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری به خدمات افراد صاحب نظر، با صلاحیت و مستقل برای اعتباردهی به اطلاعات حسابداری نیاز دارند. نیاز به خدمات حسابرسان مستقل در این استدلال نهفته است و فلسفه وجودی حسابرسان مستقل ایفای وظیفه اعتباردهی است. اعتباردهی به صورت‌های مالی به مفهوم ایجاد اطمینان از منصفانه بودن اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی و قابلیت اعتماد به آنها است. با توجه به نقش مذکور، چنانچه حسابرسان در کشف و گزارش اطلاعات مالی گمراه کننده و تحریفات با اهمیت قصور نمایند، این موضوع در بلندمدت ارزش اقتصادی حسابرسی را کاهش داده و با سلب اعتماد استفاده کنندگان نسبت به گزارشگری مالی و کیفیت و اثربخشی حسابرسی، به ثبات و استحکام بازار سرمایه آسیب جدی وارد خواهد آورد (حساس یگانه، ۱۳۷۸). در همین راستا لانگ و همکاران (۲۰۱۰ و ۲۰۱۱) کیفیت حسابرسی را یکی از شاخص‌های شفافیت اطلاعات مالی قلمداد می‌کنند. آنها در مقاله خود چنین بیان می‌دارند که اگر اطلاعات حسابداری توسط موسسات حسابرسی وابسته به پنج موسسه بزرگ حسابرسی، رسیدگی شود، آگاهی دهندگی این اطلاعات بالاتر است.

معیار دیگری که در خصوص ارزیابی شفافیت مورد توجه بسیاری از محققین قرار گرفته است، عدم هموارسازی سود است (لانگ و مافت، ۲۰۱۰؛ لانگ و همکاران، ۲۰۱۱؛ نوروش و حصارزاده، ۱۳۸۹). هموارسازی سود به عنوان کاهش آگاهانه نوسانات سطح سود تعریف می‌شود به گونه‌ای که سود شرکت عادی به نظر برسد

1- Flight to quality

(بارنی و همکاران، ۱۹۷۶). سرمایه‌گذاران در مقایسه با سایر شاخص‌های عملکرد (از قبیل سود نقدی، جریان‌های نقدی و تغییرات سود)، اتکای بیشتری بر اطلاعات مربوط به سود دارند. از این رو شفافیت سود به عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی مورد تقاضای استفاده‌کنندگان از اهمیت زیادی برخوردار است (بیدل و همکاران، ۱۹۹۵). نوروش و حصارزاده (۱۳۸۹) به نقل از زاروین (۲۰۰۲) بیان می‌دارند که هموارسازی سود می‌تواند به عنوان ابزاری برای انتقال اطلاعات دلخواه مدیر توسط وی استفاده شود و شفافیت سود را کاهش دهد.

عوامل تهییج‌کننده عدم اطمینان نقدشوندگی

نقدشوندگی بازار یک دارایی به معنی سهولت معامله آن است و به فراهم بودن امکان تأمین منابع مالی توسط معامله‌گر ارتباط می‌یابد. معامله‌گر، نقدشوندگی بازار را فراهم می‌سازد. اما برای معامله سهام به تأمین نقدینگی نیاز دارد. زمانی که معامله‌گر ورقه بهادار را خریداری می‌کند، می‌تواند از آن به عنوان وثیقه استفاده و در مقابل وجه لازم را قرض بگیرد. او نمی‌تواند معادل تمام قیمت ورقه بهادار قرض بگیرد چرا که تأمین‌کنندگان، منابع مالی را بر اساس ارزش واقعی آن اعطا می‌کنند. بنابراین، تفاوت بین قیمت ورقه بهادار و ارزش وثیقه باید با سرمایه خود معامله‌گر، تأمین شود (برانر میر و پدرسن^۱، ۲۰۰۹).

زمانی که بازده معامله سهام در بازار پایین و یا روند نزولی داشته باشد، معامله‌گر با محدودیت تأمین منابع مالی مواجه می‌شود. چرا که تأمین‌کنندگان نقدینگی به دلیل وضعیت بحرانی بازار، ریسک سرمایه‌گذاری در چنین بازاری را بالا ارزیابی می‌کنند. در نتیجه نقدینگی که از سوی آنها وارد بازار می‌شود کاهش می‌یابد. بنابراین انتظار می‌رود که سرمایه و نقدینگی که از طریق سرمایه‌گذاران وارد بازار می‌شود به وضعیت بازدهی بازار وابسته است. به بیان دیگر، تغییرات نقدینگی، همزمان و هماهنگ با وضعیت بازدهی بازار تغییر می‌کند. به عبارت دیگر، بین تغییرات نقدشوندگی با روند بازدهی بازار همبستگی وجود دارد. این همبستگی برای دارایی‌هایی با ابهام بیشتر،

1- Brunnermeier and Pedersen

افزایش می‌یابد (لانگ و مافت، ۲۰۱۰).

از سوی دیگر در چنین شرایطی، محدودیت و اختلال در تأمین منابع مالی در بین معامله‌گران همبسته است. به عبارت دیگر، تأمین منابع مالی برای تمامی معامله‌گران محدود است و این منجر می‌شود که تغییر نقدشوندگی در بین سهام‌ها همزمان باشد. اما دارایی‌هایی که به واسطه شفافیت بیشتر، ابهام کمتری در مورد ارزش واقعی آنها وجود دارد، نسبت به محدودیت منابع نقدینگی، حساسیت کمتری نشان می‌دهند. اطلاعات شفاف، به شرکت‌کنندگان در بازار امکان می‌دهد تا ارزش شرکت را بهتر ارزیابی نمایند. از سوی دیگر، ابهام کمتری در مورد ریسک سرمایه‌گذاری وجود خواهد داشت. بنابراین، حدود ارزش در معرض ریسک^۱ دارایی برای معامله‌گر محدودتر خواهد شد. در نتیجه برای سهام‌های بسیار شفاف، فرار به سمت سرمایه‌گذاری‌های مطمئن کاهش می‌یابد. بنابراین نقدشوندگی چنین سهامی کمتر نوسان می‌یابد و کمتر با عدم نقدشوندگی روبه‌رو می‌شود (لانگ و مافت، ۲۰۱۰).

نه تنها هماهنگی تغییرات نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی و بازدهی بازار، در ایجاد عدم اطمینان نسبت به نقدینگی سهام اهمیت دارد، بلکه نوسان نقدشوندگی هم در ایجاد این ابهام اثرگذار است. هر اندازه که نوسان نقدشوندگی سهام بیشتر باشد، عدم اطمینان، افزایش یافته و انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذار در زمان فروش سهام، محدود می‌شود. در این شرایط، سرمایه‌گذارانی که به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز دارند، چاره‌ای جز فروش سهام، به قیمتی کمتر از قیمت واقعی ندارند. بنابراین، انتظار می‌رود عدم اطمینان نسبت به نقدشوندگی سهام، تمایل سرمایه‌گذاران را از سرمایه‌گذاری در چنین سهامی کاهش دهد و قیمت سهام و ارزش این شرکت کمتر شود. در پژوهش حاضر، این روابط مورد بررسی قرار می‌گیرد.

مروری بر مطالعات انجام شده

در خصوص ریسک عدم نقدشوندگی و عوامل تهییج‌کننده آن تحقیقات زیادی صورت گرفته است. به عقیده پرزائود در بین معامله‌گران و سرمایه‌گذاران که با مساله

1- Value-at-risk

نقدینگی مالی سروکار دارند این باور وجود دارد که مساله اصلی، متوسط سطح نقدشوندگی مالی^۱ نیست بلکه عدم اطمینان و نوسان پذیری آن است (پرسوئد^۲، ۲۰۰۳). نقش عامل ریسک عدم نقدشوندگی در قیمت گذاری سهام در بازار سهام اسپانیا مورد بررسی قرار گرفته است. از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود و متغیرهای کنترلی نظیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار استفاده شده است. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که عامل عدم نقدشوندگی باید به عنوان یکی از اجزای کلیدی قیمت گذاری سهام مورد توجه قرار گیرد (مارسلو و کویرز، ۲۰۰۶).

پدیده یکنواختی در نقدشوندگی^۳ و به عبارتی حرکات هماهنگ و همزمان در نقدشوندگی بازار، باعث شده است تا بسیاری از محققان این بعد نقدشوندگی بازار را مورد مطالعه قرار دهند. کین (۲۰۰۸) به بررسی وجود یکنواختی نقدشوندگی در ۱۸ بازار نوظهور پرداخت و از این حیث این بازارها را با بورس اوراق بهادار نیویورک مقایسه کرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در بازارهای نوظهور نسبت به بازارهای توسعه یافته یکنواختی بالاتری در نقدشوندگی سهام وجود دارد و این یکنواختی، بیشتر تحت تأثیر قیمت‌های کل بازار قرار می‌گیرد تا قیمت‌های سهم مورد نظر.

منشأ حرکت همزمان نقدشوندگی در دو دسته کلی شامل تقاضا برای نقدینگی و عرضه نقدینگی قرار می‌گیرد. در تحقیقی با بررسی نقش شرکت‌های بازارساز بر یکنواختی نقدشوندگی، اثر عرضه نقدینگی بر حرکت‌های همزمان نقدشوندگی مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج حاکی از آن است که نقدشوندگی یک سهم منفرد در پرتفوی بازارساز، می‌تواند همزمان با نقدشوندگی سایر سهام‌های پرتفوی حرکت کند (کاگنار و ساد^۴، ۲۰۰۴). در تحقیق دیگری حرکت همزمان نقدشوندگی ۱۱۶۹ سهم در طول ۲۳۵ روز معاملاتی مورد آزمون قرار گرفت. در این پژوهش، کانون توجه بر نوسانات روزانه معیارهای نقدشوندگی در اثر تغییرات در نقدشوندگی بازار بود. نتایج نشان می‌دهد که بین تغییرات در نقدشوندگی سهام با تغییرات نقدشوندگی کل بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (چوردیا و همکاران، ۲۰۰۰).

1- Average level of financial liquidity

2- Persaud

3- Commonality in liquidity

4- Coughenour and Saad

علی رغم این که مطالعات مرتبط بسیاری در خصوص نقش اطلاعات و کیفیت اطلاعات بر قابلیت نقدشوندگی سهام انجام شده است، لیکن در رابطه با نقش شفافیت اطلاعات در کاهش عدم اطمینان نقدشوندگی تنها می‌توان به پژوهش لانگ و مافت (۲۰۱۰) اشاره کرد. آنها رابطه بین شفافیت و عدم اطمینان نقدشوندگی را در ۳۷ کشور بررسی نمودند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با شفافیت اطلاعات، کمتر با معیارهای عدم اطمینان نقدشوندگی مواجه می‌شوند. آنها همچنین به رابطه معکوسی بین ارزش شرکت و معیارهای ابهام نقدشوندگی دست یافتند. نتایج این تحقیق در دوران بحران بیشتر صادق بود. آمیهود و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که شفافیت از طریق تاثیر بر عدم تقارن اطلاعاتی با سطح نقدشوندگی ارتباط دارد. در تحقیقی ارتباط بین مشخصات محیط اطلاعاتی شرکت و نقدشوندگی در ۴۸ کشور مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج، بیانگر آن است که شرکت‌های با شفافیت اطلاعات، هزینه معاملاتی کمتر و نقدشوندگی بیشتری دارند و شفافیت از طریق نقدشوندگی بر ارزش و هزینه سرمایه شرکت تاثیر می‌گذارد (لانگ و همکاران، ۲۰۱۱). نتایج پژوهشی در سطح بین المللی نشان می‌دهد که منافع پذیرش IFRS برای بازار سرمایه، برای کشورهایی رخ می‌دهد که شرکت‌های آن برای شفاف تر بودن انگیزه دارند و به طور جدی از استانداردها پیروی می‌کنند. این شرکت‌ها از نقدشوندگی بالاتر و هزینه‌های معاملاتی کمتر برخوردارند (داسک و همکاران، ۲۰۰۸).

تحقیقات صورت گرفته در رابطه با هموارسازی، نتایج متفاوتی را از نقش هموارسازی در تغییر وضعیت شرکت نشان می‌دهد. نتایج تحقیقی نشان می‌دهد که نوسانات سود گزارش شده، اعتماد سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. بنابراین با هموارسازی سود، اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت افزایش می‌یابد. رابطه بین هموارسازی سود و نقدشوندگی سهام مورد مطالعه قرار گرفته و نتایج حاکی از آن است که هموارسازی ارقام تعهدی اختیاری، موجب کاهش نقدشوندگی خواهد شد (لافوند و همکاران، ۲۰۰۷).

تأثیر افشا و دیگر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام بررسی شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که عدم رویه مناسب افشا و شفافیت ضعیف، عدم تقارن اطلاعاتی جدی را برای شرکت‌ها به دنبال خواهد داشت. در این تحقیق از شاخص رتبه‌بندی افشا و شفافیت موسسه استاندارد اند پورز به عنوان معیار حاکمیت شرکتی و شکاف قیمتی موثر^۱ به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رویه افشا و حاکمیت شرکتی ضعیف، منجر به عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر می‌شود و فراهم‌کنندگان نقدشوندگی، ریسک اطلاعات نامطمئن نسبتاً بیشتری را متحمل می‌شوند و این منجر به تمایل آنها به گسترش شکاف قیمتی می‌گردد (چن و همکاران، ۲۰۰۷). رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار با استفاده از خصوصیات حاکمیتی موثر بر شفافیت مالی و عملیاتی بررسی شده است. خصوصیات حاکمیتی بر اساس ۲۴ استاندارد حاکمیتی برگزیده از میان استانداردهای موسسه خدمات سهامداران نهادی انتخاب شده است که بیشترین ارتباط را با شفافیت عملیاتی و مالی دارند. در این تحقیق، برای ارزیابی نقدشوندگی از معیارهایی همچون شکاف قیمتی، واکنش قیمت و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات^۲ استفاده شده است و نتایج بیانگر آن است که نقدشوندگی شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی بهتر، بیشتر است (چانگ و همکاران، ۲۰۰۸).

در ایران، رابطه بین شفافیت سود و هزینه سرمایه سهام عادی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که بین شاخص شفافیت سود و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی و معنادار وجود دارد (کردستانی و علوی، ۱۳۸۹). تأثیر ریسک عدم نقدشوندگی و عوامل نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام بررسی شده است. برای اندازه‌گیری عدم نقدشوندگی از معیار آمیهود استفاده گردیده است. نتایج نشان می‌دهد که عدم نقدشوندگی و اندازه شرکت بر مازاد بازده سهام، تأثیر منفی دارد، اما مازاد بازده بازار و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر مازاد بازده سهام تأثیر مثبت دارد (یحیی زاده فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷). نقش مدیریت اقلام تعهدی بر نقدشوندگی سهام مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج پژوهش بیان می‌دارد که مدیریت اقلام

1- Effective bid-ask spreads

2 - Probability of information-based trading

تعهدی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تأثیر منفی و معنادار دارد (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۸۹).

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پرسش اصلی پژوهش، فرضیه‌هایی به شرح زیر تبیین شده است:

- ۱- شفافیت اطلاعات بر نوسان پذیری نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد.
- ۲- شفافیت اطلاعات بر چولگی توزیع نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد.
- ۳- شفافیت اطلاعات بر تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار تأثیر معناداری دارد.
- ۴- شفافیت اطلاعات بر تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار تأثیر معناداری دارد.
- ۵- چهار معیار عدم اطمینان نقدشوندگی شامل نوسان پذیری نقدشوندگی سهام، چولگی توزیع نقدشوندگی سهام، تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار و تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

جامعه آماری، نمونه و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی ۴ ساله از سال ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۸۷ تشکیل می‌دهد. علت انتخاب این دوره چهارساله پایین بودن شاخص کل بازار در سال‌های ۸۴ تا ۸۶ (شاخص در مرز ۹ و ۱۰ هزار واحد تقریباً ثابت بود) و سقوط آن تا مرز ۷ هزار واحد در سال ۸۷ می‌باشد^۱. در روندهای نزولی بازدهی بازار، ریسک‌گریزی فراهم‌کنندگان نقدشوندگی و ابهام سرمایه‌گذاران نسبت به نقدشوندگی بازار به مراتب بیشتر آشکار می‌گردد، متعاقباً در چنین دورانی اهمیت شفافیت اطلاعات، بیشتر به نظر می‌رسد. برای

۱ - میانگین بازدهی شرکت‌های نمونه، در ۳۲ ماه از این دوره زمانی چهار ساله، منفی بوده است.

تعیین نمونه مورد مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه آماری یاد شده انتخاب شده‌اند که شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱- تا ابتدای ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۲- پایان دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
- ۳- در دوره مورد بررسی، زیان ده نباشد.
- ۴- جزء شرکتهای سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.
- ۵- وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد و بازده قیمت سهام آن بیش از ۳ ماه متوالی صفر نباشد.

تعداد ۶۹ شرکت از جامعه آماری، شرایط ذکر شده را دارا می‌باشند. چون در این پژوهش برای محاسبه نقدشوندگی از معیار "واکنش قیمت نسبت به حجم معامله" آمیهود (۲۰۰۲)، به صورت ماهانه استفاده شده است، تعداد ۱۳ شرکت که تعداد روزهای معاملاتی‌شان در سال ناچیز بود (کمتر از ۵۰ روز) از نمونه حذف شدند. به این ترتیب، تعداد شرکت‌های نمونه به ۵۶ شرکت کاهش یافت. لازم به ذکر است که اکثر شرکت‌های نمونه، بیشتر از ۱۰۰ روز معاملاتی در سال داشته‌اند.

مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق

در فرضیه اول، ارتباط بین شفافیت اطلاعات و نوسان پذیری نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای آزمون این فرضیه از مدل رگرسیونی شماره (۱) استفاده شده است:

مدل (۱)

$$LiqVol_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Smoothing_{i,t} + \alpha_2 AUD_{i,t} + \alpha_3 AILiq_{i,t} + \alpha_4 STDRet_{i,t} + \alpha_5 BM_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: $LiqVol_{i,t}$ معرف نوسان نقدشوندگی، $Smoothing_{i,t}$ معرف متغیر عدم هموارسازی سود، $AUD_{i,t}$ معرف کیفیت حسابرسی، $AILiq_{i,t}$ معرف متوسط سطح نقدشوندگی، $STDRet_{i,t}$ معرف نوسان بازده شرکت، $BM_{i,t}$ نشان دهنده متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و $Size_{i,t}$ معرف ارزش شرکت می‌باشد.

در فرضیه دوم، ارتباط بین شفافیت اطلاعات و چولگی توزیع نقدشوندگی سهام (معیار ارزیابی عدم نقدشوندگی بینهایت) بررسی می‌شود. برای آزمون این فرضیه، الگوی رگرسیونی شماره (۲) مورد استفاده قرار گرفته است:

مدل (۲)

$$\text{LiqSkew}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Smoothing}_{i,t} + \alpha_2 \text{AUD}_{i,t} + \alpha_3 \text{AILLiq}_{i,t} \\ + \alpha_4 \text{STDRet}_{i,t} + \alpha_5 \text{BM}_{i,t} + \alpha_6 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: $\text{LiqSkew}_{i,t}$ معرف چولگی توزیع نقدشوندگی سهام است و برای ارزیابی مواجه مکرر سهام با عدم نقدشوندگی استفاده می‌شود و سایر متغیرهای مدل همانند مدل (۱) تعریف می‌شوند.

در فرضیه سوم، برای آزمون ارتباط بین شفافیت اطلاعات و تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار از الگوی رگرسیونی شماره (۳) استفاده شده است:

مدل (۳)

$$\text{LiqCov1}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Smoothing}_{i,t} + \alpha_2 \text{AUD}_{i,t} + \alpha_3 \text{AILLiq}_{i,t} \\ + \alpha_4 \text{STDRet}_{i,t} + \alpha_5 \text{BM}_{i,t} + \alpha_6 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: $\text{LiqCov1}_{i,t}$ معرف تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار می‌باشد.

در فرضیه چهارم، برای آزمون ارتباط بین شفافیت اطلاعات و تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار، الگوی رگرسیونی شماره (۴) مورد استفاده قرار گرفته است:

مدل (۴)

$$\text{LiqCov2}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Smoothing}_{i,t} + \alpha_2 \text{AUD}_{i,t} + \alpha_3 \text{AILLiq}_{i,t} \\ + \alpha_4 \text{STDRet}_{i,t} + \alpha_5 \text{BM}_{i,t} + \alpha_6 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: $\text{LiqCov2}_{i,t}$ معرف تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار می‌باشد.

در فرضیه پنجم، رابطه ارزش شرکت و معیارهای عدم اطمینان نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای آزمون این فرضیه از الگوی رگرسیونی شماره (۵) استفاده شده است.

مدل (۵)

$$Q\ Tobin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LiqCov1_{i,t} + \alpha_2 LiqCov2_{i,t} + \alpha_3 LiqVol_{i,t} + \alpha_4 LiqSkew_{i,t} + \alpha_5 AGrowth_{i,t} + \alpha_6 Lev_{i,t} + \alpha_7 Cash_{i,t} + \alpha_8 LnTotalAsset_{i,t} + \alpha_9 NIEXTA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

اجزای این مدل عبارتند از: $Q\ Tobin_{i,t}$ به عنوان معیار ارزش شرکت. $LiqCov1_{i,t}$: تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار. $LiqCov2_{i,t}$: تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار. $LiqVol_{i,t}$: نوسان نقدشوندگی. $LiqSkew_{i,t}$: چولگی توزیع نقدشوندگی. $AGrowth_{i,t}$: درصد تغییر کل دارایی‌های شرکت. $Lev_{i,t}$: نسبت بدهی به کل دارایی‌های شرکت. $Cash_{i,t}$: نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت. $LnTotalAsset_{i,t}$: درصد تغییر کل دارایی‌های شرکت. و $NIEXTA_{i,t}$: نسبت درآمد عملیاتی به کل دارایی‌های شرکت.

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل

متغیر مستقل مدل، شفافیت اطلاعات است که برای ارزیابی آن از دو معیار کیفیت حسابرسی و عدم هموارسازی سود استفاده شده است. **کیفیت حسابرسی**: به پیروی از لانگ و مافت (۲۰۱۰) برای ارزیابی کیفیت حسابرسی از متغیر اندازه موسسه حسابرسی استفاده شده است. از این رو به شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی و موسسه حسابرسی مفید راهبر حسابرسی شوند عدد ۱ و در صورت حسابرسی توسط موسسات دیگر عدد صفر اختصاص داده شده است. **عدم هموارسازی سود**: برای اندازه‌گیری عدم هموارسازی سود از مدل ارائه شده توسط بارث و همکاران (۲۰۰۸) مبنی بر نسبت واریانس تغییر درآمد عملیاتی بر واریانس تغییر جریان وجوه نقد عملیاتی استفاده شده است. هرچه این نسبت بیشتر باشد، نشان دهنده هموارسازی کمتر سود است (بارث و همکاران، ۲۰۰۸). برای اندازه‌گیری این معیار به جای اینکه مستقیماً از نسبت واریانس‌های تغییر درآمد عملیاتی و جریان وجوه نقد عملیاتی استفاده شود از نسبت واریانس باقی مانده‌های الگوهای رگرسیونی (۶) و (۷) استفاده شده است. دلیل انجام این کار، آن است که برخی اقلام اثر گذار بر تغییر درآمد عملیاتی و جریان وجوه نقد عملیاتی، ماهیت غیراختیاری

(اجباری) دارند. به عبارت دیگر، به محیط اقتصادی شرکت بستگی دارند نه به روش‌های حسابداری و سیستم گزارشگری مالی. در نتیجه لازم است که ابتدا اثر آنها خنثی شده و سپس باقی مانده‌های الگوها به عنوان تغییری که در نتیجه ارقام تعهدی اختیاری ایجاد می‌شود در نظر گرفته شوند. الگوهای رگرسیونی (۶) و (۷) به شرح زیر می‌باشند:

مدل (۶)

$$\Delta NI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 GROWTH_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 DISSUE_{i,t} + \alpha_5 TURN_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 EISSUE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: ΔNI : تغییرات سود عملیاتی شرکت i در سال t ; $SIZE$: معرف اندازه شرکت است و از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است، $GROWTH$: معرف درصد تغییر در فروش است، LEV : نسبت کل بدهی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، $DISSUE$: درصد تغییر کل بدهی ها، $TURN$: نسبت فروش به کل دارایی ها، CF : نسبت جریان خالص وجوه نقد عملیاتی بر کل دارایی ها و $EISSUE$: درصد تغییر در سهام عادی را نشان می‌دهد.

مدل (۷)

$$\Delta CF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 GROWTH_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 DISSUE_{i,t} + \alpha_5 TURN_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 EISSUE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرهای این الگوی رگرسیونی همانند مدل قبل تعریف می‌شوند با این تفاوت که متغیر ΔCF عبارت است از تغییرات جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت i در سال t . بنابراین، معیار عدم هموارسازی سود عبارت است از نسبت واریانس باقی مانده‌های مدل رگرسیونی (۶) به واریانس باقی مانده‌های مدل رگرسیونی (۷).

متغیرهای وابسته

چهار معیار عدم اطمینان نقدشوندگی و همچنین ارزش شرکت، متغیرهای وابسته مدل هستند. معیارهای عدم اطمینان نقدشوندگی عبارتند از: نوسان پذیری نقدشوندگی سهام، چولگی توزیع نقدشوندگی سهام، تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار و تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار. در ادامه تعریف عملیاتی هر یک از متغیرهای وابسته ارائه خواهد شد.

معیارهای عدم اطمینان نقدشوندگی

الف- نوسان نقدشوندگی (LIQVOL): به منظور اندازه گیری سطح نقدشوندگی هر ماه، از معیار "عدم نقدشوندگی" آمیهود (۲۰۰۲) استفاده شده است. این معیار به عنوان واکنش روزانه قیمت سهام نسبت به حجم معاملات تفسیر می شود و نحوه محاسبه آن به شرح زیر است:

$$ILLIQ_{i,m} = \frac{1}{D_{i,m}} \sum_{d=1}^{d_{i,m}} \frac{|R_{i,d,m}|}{P_{i,d,m} V_{i,d,m}}$$

که در آن: $R_{i,d,m}$: بازده سهام شرکت i در روز d در ماه m ; $P_{i,d,m}$: قیمت سهام شرکت i در پایان روز d در ماه m ; $V_{i,d,m}$: حجم معامله بر روی سهام شرکت i در روز d در ماه m و $D_{i,m}$: تعداد روزهای انجام معامله بر روی سهام شرکت i در ماه m را نشان می دهد. بر این اساس سهام نقد، سهامی است که حجم نسبتاً زیادی از آن بدون تأثیر اساسی بر قیمت معامله شود. از این رو هر چه این معیار کمتر باشد، نقدشوندگی دارایی بیشتر است. نوسان نقدشوندگی سهام نیز از طریق انحراف استاندارد سالانه این معیار، اندازه گیری می شود (لانگ و مافت، ۲۰۱۰).

ب- چولگی توزیع نقدشوندگی (LIQSKWNESS): برونر میر و پدرسن (۲۰۰۹) استدلال می کنند که عدم نقدشوندگی دارایی تحت تأثیر دو سازوکار تشدید می شود: ۱- از یک طرف اختلالات در تأمین منابع مالی منجر می شود بورس بازان، نقدشوندگی کمتری فراهم کنند که این امر نوسان قیمت سهام را در پی دارد و منجر به وخیم تر شدن مشکلات سرمایه بورس باز می شود. ۲- از طرف دیگر اُفت و کاهش قیمت سهام منجر به زیان دهی برای بورس باز می شود که این امر نیز سرمایه آنها را کاهش می دهد و منجر می شود که آنها نقدشوندگی را کاهش دهند. در نهایت قیمت سهام مجدداً کاهش خواهد یافت. نقدشوندگی دارایی هایی که در مورد ارزش واقعی شان ابهام وجود دارد می تواند در اثر این دو سازوکار حساسیت بی نهایتی نسبت به اختلالات در تأمین مالی داشته باشد. برای سهامی که به طور مکرر با وقایع عدم نقدشوندگی روبه رو می شود، توزیع معیار عدم نقدشوندگی آمیهود باید چولگی مثبت

زیادی (به طرف عدم نقدشوندگی بینهایت) داشته باشد. چولگی سالانه عدم نقدشوندگی‌های ماهانه از رابطه زیر محاسبه شده است (لانگ و مافت، ۲۰۱۰):

$$\text{ضریب چولگی} = \frac{n}{(n-1)(n-2)} \sum \left(\frac{x_i - \bar{x}}{s} \right)^3$$

ج - تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار (LIQCOV1):
برای اندازه‌گیری این معیار از ضریب تعیین مدل رگرسیون شماره (۸) استفاده شده است (لانگ و مافت، ۲۰۱۰):

مدل (۸)

$$\% \Delta ILLIQ_{i,m} = \alpha_i + \beta_{i,1} \% \Delta ILLIQ_{m,m-1} + \beta_{i,2} \% \Delta ILLIQ_{m,m} + \beta_{i,3} \% \Delta ILLIQ_{m,m+1} + \varepsilon_{i,m}$$

که در آن: $\% \Delta ILLIQ_{i,m}$: درصد تغییر ماهانه معیار عدم نقدشوندگی شرکت i در ماه m را نشان می‌دهد. $\% \Delta ILLIQ_{m,m}$: درصد تغییر در میانگین معیار عدم نقدشوندگی شرکت‌های نمونه را نشان می‌دهد که به عنوان شاخصی برای عدم نقدشوندگی بازار محسوب می‌شود. به این صورت برای هر شرکت، معیار ILLIQ بازار از طریق میانگین بقیه ILLIQ‌های نمونه محاسبه می‌شود.

د- تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار (LIQCOV2):
مشابه معیار قبل، از ضریب تعیین حاصل از برآورد مدل رگرسیونی شماره (۹) برای ارزیابی تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار استفاده شده است.

مدل (۹)

$$\% \Delta ILLIQ_{i,m} = \alpha_i + \beta_{i,1} MKTRET_{m,m-1} + \beta_{i,2} MKTRET_{m,m} + \beta_{i,3} MKTRET_{m,m+1} + \varepsilon_{i,m}$$

که در آن: $\% \Delta ILLIQ_{i,m}$: درصد تغییر ماهانه در عدم نقدشوندگی شرکت i در ماه m و $MKTRET_{m,m}$: میزان بازده ماهانه بازار در ماه m را نشان می‌دهد که با استفاده از شاخص کل محاسبه شده است.

ارزش شرکت

برای اندازه‌گیری ارزش شرکت، از نسبت کیوتوبین ساده به قرار زیر استفاده شده

است:

$$Q_{i,y} = \frac{COMVAL + SBOND + STDEBT}{SRC}$$

در این رابطه COMVA: ارزش بازار سهام عادی شرکت i در پایان سال y، SBOND: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت شرکت i در پایان سال y، STDEBT: ارزش دفتری بدهی‌های کوتاه مدت شرکت i در پایان سال y و SRC ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال Y را نشان می‌دهد.

متغیرهای کنترلی

تأثیر شفافیت اطلاعات بر معیارهای عدم اطمینان نقدشوندگی ممکن است تحت تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت قرار گیرد. از این رو به منظور افزایش دقت و قابلیت اتکای نتایج، چهار متغیر اندازه شرکت (SIZE)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (BM)، نوسان بازده سهام (STDRET) و میانگین سطح نقدشوندگی سهام شرکت (ALLIQ) در آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم کنترل شده‌اند. در آزمون فرضیه پنجم نیز عواملی به این شرح کنترل شده‌اند: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت (Ln Total Asset)، درصد تغییر کل دارایی‌های شرکت (AGrowth)، نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت (Cash)، نسبت درآمد عملیاتی به کل دارایی‌های شرکت (NIEXTA)، نسبت بدهی به کل دارایی‌های شرکت (Lev).

آمار توصیفی

خلاصه کمیت‌های آماری متغیرهای تحقیق در جدول شماره (۱) منعکس شده است. همانطور که مشاهده می‌شود میانگین و میانه اکثر متغیرها نزدیک به هم بوده که این نشان از توزیع نرمال متغیرهای تحقیق دارد.

جدول ۱. نتایج آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	
۱/۰۳	-۰/۳۵	۳/۴۶	۲/۷۱	۲/۳۵	LiqSkew
۰/۰۲	۰/۰۳	۰/۱۷	۰/۰۶	۰/۰۷	LiqVol
۰/۷۲	۰/۵۴	۴/۹۷	۱/۳۱	۱/۵۳	Q Tobin
۰/۱۰۹	۰/۰۰۰۰۴	۰/۸۸	۰/۰۲	۰/۰۵۶	LiqCov1
۰/۱۶۱	۰/۰۰۰۱۹	۰/۹۱۷	۰/۰۵۱	۰/۱۱۹	LiqCov2
۰/۰۱۵	۰/۰۰۲	۰/۱۲	۰/۰۰۹	۰/۰۱۴	STDReturn
۱/۶۶	۰/۰۰۶	۹/۱۶	۰/۲۲۲	۰/۷۴۳	Smoothing
۰/۱۱	۰/۰۰۸	۰/۶	۰/۱۸	۰/۲۱	NIEXTA
۱/۵۲	۹/۴۵	۱۶/۹۷	۱۲/۹۸	۱۳/۲	Size
۰/۱۶	۰/۱۸	۰/۹۲	۰/۶	۰/۵۹	Lev
۱/۴۲	۱۰/۸۹	۱۸/۱۱	۱۳/۳۶	۱۳/۵۹	LnTotalAsset
۰/۲۵	-۰/۳۳	۱/۴۷	۰/۱۸	۰/۲۲	AGrowth
۰/۰۹	۰/۰۷	۰/۵۵	۰/۲۲	۰/۲۵	ALLiq
۰/۵۵	۰/۰۴	۴/۳۵	۰/۵۳	۰/۷	BM
۰/۰۴	۰/۰۰۲	۰/۳۴	۰/۰۳	۰/۰۴	Cash

بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

به منظور افزایش قابلیت اتکا نتایج تحقیق، نرمال بودن متغیرهای وابسته با استفاده از آزمون کلموگروف - اسمیرنوف مورد بررسی قرار گرفته است. همان گونه که در جدول شماره (۲) ملاحظه می شود، سطح معناداری برای آماره کولموگروف - اسمیرنوف بیشتر از ۰,۰۵ است. بنابراین، فرض صفر که نرمال بودن متغیرهای وابسته را تأیید می کند رد نمی شود.

جدول ۲. نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

Q Tobin	LiqVol	LiqSkew	LiqCov2	LiqCov1	
۰/۵۹۵	۱/۰۱۴	۱/۴۲	۰/۷۶۷	۱/۱۸۹	آماره کولموگروف - اسمیرنوف
۰/۸۷۱	۰/۲۵۵	۰/۰۵۶	۰/۵۹۹	۰/۱۱۸	مقدار P-Value

به منظور بررسی استفاده از روش داده های تابلویی در مقابل روش داده های ترکیبی برای الگوهای رگرسیونی، آزمون F لیمر انجام شده است. نتایج این آزمون که در جدول شماره (۳) ارائه شده، نشان می دهد که برای کلیه مدل های رگرسیونی، الگوی

داده‌های ترکیبی تأیید می شود.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر

Q' Tobin	Liq Cov2	Liq Cov1	Liq Skew	Liq Vol	
۲/۴۳۶	۱/۰۸۶	۱/۱۵	۰/۱۹۶	۱/۲۹۷	آماره
۰/۰۶۶	۰/۳۵۶	۰/۳۲۹	۰/۸۹۹	۰/۲۷۶	سطح خطا

تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: شفافیت اطلاعات بر نوسان پذیری نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد. بر اساس جدول شماره (۴) ضرایب متغیرهای شفافیت اطلاعات نشان می‌دهد که متغیر کیفیت حسابرسی، ارتباط منفی و معنادار و متغیر عدم هموارسازی سود، ارتباط مثبت و معناداری با متغیر نوسان نقدشوندگی دارند. در حقیقت، فرضیه اول تحقیق مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگوی رگرسیونی شماره (۱) می‌توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل تحقیق بیش از ۵۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد: شفافیت اطلاعات بر مواجهه سهام با عدم نقدشوندگی بینهایت تأثیر معناداری دارد. بر اساس جدول شماره (۴) ضرایب به دست آمده برای متغیرهای مستقل شفافیت نشان می‌دهد که هر دو متغیر کیفیت حسابرسی و عدم هموارسازی سود، ارتباط منفی و معناداری با چولگی توزیع نقدشوندگی سهام دارند. بنابراین، فرضیه دوم تحقیق، مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده برای الگوی رگرسیونی شماره (۲) مبین آن است که در مجموع متغیرهای مستقل تحقیق، بیش از ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم			نتایج آزمون فرضیه اول			
سطح خطا	آماره t	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۷۹	-۰/۲۶۷	-۰/۱۷۵	۰/۰۰۰	-۵/۴۲	-۰/۳	Constant
۰/۰۰۱	-۱۱/۴۸	-۰/۲۱	۰/۰۱۷	-۲/۳۹	-۰/۰۶۵	AUD
۰/۰۰۳	-۴/۸۱	-۰/۰۷۵	۰/۰۰۵	۴/۵۵	۰/۰۵	Smoothing
۰/۰۰۰	۳/۸	۳/۸۵	۰/۰۰۰	۳۳۵/۸	۲/۹۸	AILLiQ
۰/۲۲	۱/۲۳	۵/۷۴	۰/۰۰۰	-۴/۳۴	-۰/۲۴	STDReturn
۰/۳۸	۰/۸۸	۰/۱۱۸	۰/۱۰۹	۱/۶۱	۰/۲	BM
۰/۰۰۰	۳/۸۱	۰/۱۸۲	۰/۰۰۰	۵/۵۲	-۰/۲۳	Size
۰/۳۰۵	Adjusted R-Squared	۰/۱۲۹	۰/۵۹۳	Adjusted R-Squared	۰/۵۹۳	R- Squared
۰/۰۰۰	P- Value	۵/۳۷	۰/۰۰۰	P- Value	۵/۱۹	F-statistic
۱/۹			۱/۸۳			Durbin – Watson Stat.

تحلیل نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان می‌دارد: شفافیت اطلاعات بر تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار تأثیر معناداری دارد. بر اساس جدول شماره (۵) متغیر کیفیت حسابرسی ارتباط منفی و معنادار و متغیر عدم هموارسازی سود ارتباط مثبت و معنادار با معیار تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار دارد. بنابراین، فرضیه سوم تحقیق تایید می‌شود. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگوی رگرسیونی شماره (۳) نشان می‌دهد که در مجموع حدود ۲۸ درصد تغییرات متغیر وابسته ناشی از تغییرات متغیرهای مستقل است.

تحلیل نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم بیان می‌دارد: شفافیت اطلاعات بر تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار تأثیر معناداری دارد. طبق جدول شماره (۵) متغیر کیفیت حسابرسی دارای ارتباط منفی و معنادار و متغیر عدم هموارسازی سود دارای ارتباط مثبت و معنادار با متغیر تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار است. در حقیقت، فرضیه چهارم تحقیق مورد تایید قرار می‌گیرد. همچنین، با توجه به ضریب

تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگوی رگرسیونی شماره (۴) می توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل تحقیق حدود ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم

نتایج آزمون فرضیه چهارم			نتایج آزمون فرضیه سوم			
سطح خطا	آماره t	ضریب متغیر	سطح خطا	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۲۱	-۱/۲۵	-۰/۰۶۵	۰/۰۰۳	-۲/۹۷	-۰/۶۹	Constant
۰/۰۰۲	-۴/۰۷۸	-۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۰	-۵/۳۹	-۰/۱۲	AUD
۰/۰۰۷	۳/۷	۰/۰۰۷	۰/۰۰۹	۵/۰۵	۰/۰۲	Smoothing
۰/۳۱	۱/۰۱۳	۰/۹۵۵	۰/۷۹۶	۰/۲۵۹	۰/۴۷۱	AILLiq
۰/۰۰۰	۴/۱۹	۱/۳۸	۰/۰۰۵	۲/۸۴	۰/۶۶۷	STDReturn
۰/۰۱۰۷	۲/۵۷	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	۸/۵۷	۰/۱۷	BM
۰/۰۲۳	۲/۲۸	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۳/۹۱	۰/۶	Size
۰/۳۰۱	Adjusted R- Squared	۰/۱۲۵۵	۰/۲۸۷	Adjusted R- Squared	۰/۳۱۱	R- Squared
۰/۰۰۰	P- Value	۵/۱۶	۰/۰۰۰	P- Value	۴/۵۴	F-statistic
۱/۷۰۴			۱/۸۳			Durbin – Watson Stat.

تحلیل نتایج آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم بیان می دارد: چهار معیار عدم اطمینان نقدشوندگی شامل نوسان پذیری نقدشوندگی سهام، تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار، تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده های بازار و چولگی توزیع نقدشوندگی سهام بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. متغیر تغییرپذیری نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار و متغیر نوسان نقدشوندگی دارای ارتباط منفی و معنادار با ارزش شرکت هستند. همچنین متغیر تغییرپذیری نقدشوندگی سهام با بازده بازار و متغیر چولگی نقدشوندگی سهام دارای ارتباط مثبت و معناداری با ارزش شرکت هستند. در حقیقت، هر چهار معیار عدم اطمینان نقدشوندگی بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارند. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگوی رگرسیونی شماره (۵) نشان می دهد که در مجموع بیش از ۵۸ درصد تغییرات متغیر وابسته ناشی از

تغییرات متغیرهای مستقل است.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه پنجم

سطح خطا	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۰۹۴	۱/۶۹	۱/۰۶۷	Constant
۰/۰۰۸	-۳/۷۳	-۰/۵۳	LiqCov1
۰/۰۱۲	۲/۵۴	۰/۶۸	LiqCov2
۰/۰۰۶	۵/۳۹۵	۰/۰۱۴	LiqSkew
۰/۰۳۸	-۲/۰۹	-۳۳۸۸۰	LiqVol
۰/۰۰۹	۲/۶۴	۰/۴۲۸	AGrowth
۰/۷۸	-۰/۲۸۲	-۰/۳۳	Cash
۰/۸۶	۱/۱۷	۰/۰۷۲	Lev
۰/۴۵	-۰/۷۵۶	-۰/۰۳۲	LnTotalAsset
۰/۰۰۰	۵/۱۴	۳/۱۵	NIEXTA
۰/۵۸۵	Adjusted R- Squared	۰/۶۱	R- Squared
۰/۰۰۰	P- Value	۲۴/۵۴	F-statistic
	۲/۲۳		Durbin – Watson Stat.

نتیجه گیری

طبق نتایج فرضیه اول، ارتباط مثبت و معنادار بین عدم هموارسازی سود با نوسان نقدشوندگی سهام و ارتباط منفی و معنادار بین کیفیت حسابرسی و نوسان نقدشوندگی سهام مطابق با مبانی نظری موجود می‌باشد و با نتایج تحقیق لانگ و مافت (۲۰۱۰) نیز مطابقت دارد. به بیان دیگر، هموارسازی سود و کیفیت حسابرسی موجب کاهش نوسان نقدشوندگی سهام می‌شود.

طبق نتایج فرضیه دوم، رابطه منفی و معنادار بین عدم هموارسازی سود با چولگی نقدشوندگی، مطابق با مبانی نظری است و مبین آن است شرکت‌هایی که کمتر اقدام به هموارسازی سود می‌نمایند اثر وقایعی که سهام را به طور مکرر با عدم نقدشوندگی مواجه می‌کند کمتر تجربه می‌نمایند و در نتیجه چنین سهامی کمتر با عدم نقدشوندگی بینهایت مواجه می‌شود. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که کمتر دست به هموارسازی سود می‌زنند کمتر در شرایطی قرار می‌گیرند که قابلیت نقدشوندگی را به کلی از دست دهند. از این رو توزیع نقدشوندگی که با معیار آمیهود محاسبه شده کمتر به

طرف مثبت (عدم نقدشوندگی) چوله است. بین اندازه موسسه حسابرسی و عدم هموارسازی سود با چولگی نقدشوندگی، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. در حقیقت، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که دارای کیفیت بالای حسابرسی هستند کمتر با عدم نقدشوندگی بینهایت مواجه می‌شوند. این نتایج با یافته‌های تحقیق لانگ و مافت (۲۰۱۰) سازگار می‌باشد.

طبق نتایج فرضیه سوم، ارتباط معکوس و معنادار کیفیت حسابرسی با تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار مطابق نتایج تحقیق لانگ و مافت (۲۰۱۰) و مبانی نظری موجود می‌باشد. این ارتباط را می‌توان چنین استدلال کرد شرکت‌هایی که کیفیت حسابرسی بالاتری دارند در مورد ارزش واقعی سهام آنها ابهام کمتری وجود دارد، بنابراین، انتظار می‌رود نقدشوندگی سهام این شرکت‌ها همبستگی کمتری با نقدشوندگی بازار داشته باشد. این نتیجه مهم است چرا که انتظار بر این است در زمانی که تأمین کنندگان نقدشوندگی، نقدینگی را در بازار کاهش و امکان نقدپذیری اکثر سهام‌ها پایین است، این سهام به لحاظ ریسک اطلاعاتی کمتری که دارد، اعتماد معامله‌گران را حفظ و با سرعت و سهولت بیشتر نقد شود. استدلال مطرح شده، در مورد ارتباط مثبت و معنادار بین عدم هموارسازی سود با تغییر پذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار، نیز صادق است.

طبق نتایج فرضیه چهارم، عدم هموارسازی سود ارتباط مثبت و معنادار با تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با بازده‌های بازار دارد. این نتیجه چنین قابل تفسیر است شرکت‌هایی که بیشتر اقدام به هموارسازی سود می‌نمایند، نقدشوندگی سهام آنها کمتر تحت تأثیر وضعیت بازده پرتفوی بازار قرار می‌گیرد. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که در زمان کاهش بازده بازار (که امکان تأمین نقدینگی کاهش می‌یابد)، سهام شرکت‌های هموارکننده تر سود، با سهولت و سرعت بیشتری نقد شود. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران سودهای بدون نوسان یا کم نوسان را با کیفیت تر تلقی کرده و جریان سود با ثبات تر را به عنوان ریسک پایین تر شرکت درک می‌کنند (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۸۹). بنابراین، اعتماد آنها افزایش یافته و صرف نظر از وضعیت بازدهی بازار، ریسک تأمین نقدشوندگی را برای این سهم پایین ارزیابی می‌نمایند. پس مدیران می‌توانند برای هموارسازی سود انگیزه داشته باشند، هرچند این اقدام به بهای

کاهش شفافیت سود منجر شود. استدلال مطرح شده، در مورد رابطه معکوس بین متغیر کیفیت حسابرسی با متغیر تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی با بازده‌های بازار، نیز صدق می‌کند.

طبق نتایج فرضیه پنجم، رابطه منفی و معنادار ارزش شرکت با نوسان نقدشوندگی و تغییرپذیری همزمان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار، چنین تفسیر می‌شود که این دو عامل می‌تواند تمایل سرمایه‌گذاران را از سرمایه‌گذاری در چنین سهمی کاهش دهد و بر ارزش شرکت اثر منفی بگذارد.

منابع و مآخذ

۱. بادآور نهندی، یونس، رسول برادران حسن زاده، امین بلوری و سعید محمود زاده باغبانی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و سرمایه بر میزان هموارسازی سود شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، سال دوم، شماره ۸، ص ۹۴ - ۷۵.
۲. بولو، قاسم، کیهان مهام و اسماعیل گودرزی. (۱۳۸۹). تغییر حسابرس مستقل و شفافیت اطلاعاتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*. سال اول، شماره ۱، ص ۱۳۵ - ۱۱۱.
۳. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۷۸). تأثیر گزارش حسابرسان مستقل بر تصمیم‌گیری استفاده کنندگان، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی.
۴. کردستانی، غلامرضا و سید مصطفی علوی. (۱۳۸۹). بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال سوم، شماره ۱۲، ص ۶۱ - ۴۳.
۵. مرادزاده فرد، مهدی، نرگس رضاپور و حجت اله فرزانی. (۱۳۸۹). بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره سوم، ص ۱۱۶ - ۱۰۱.
۶. نوروش، ایرج و رضا حصارزاده. (۱۳۸۹). بررسی ابعاد شفافیت سود حسابداری و رابطه آن با ویژگی‌های شرکت در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال سوم، شماره ۱۲، ص ۲۴ - ۵.
۷. یحیی زاده فر، محمود و جواد خرم‌مدین. (۱۳۸۷). نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۵، شماره ۵۳، ص ۱۱۸ - ۱۰۱.
8. Acharya, V. and Pedersen, Lasse Heje. (2005). "Asset Pricing with Liquidity Risk", *Journal of Financial Economics*, No. 77, PP. 375-410.
9. Amihud, Y., Mendelson, Haim and Pedersen, Lasse heje. (2005). "Liquidity and Asset Prices", *Foundations and Trends in Finance*, No. 1, PP. 269-364.
10. Barnea, A., Ronen, Joshua and Sadan, Simcha. (1976). "Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items", *The Accounting Review*, PP. 110-122.
11. Barth, M., Landsman, Wayner and Lang, Mark H. (2008). "International Accounting Standards and Accounting Quality", *Journal of Accounting Research*, No. 3, PP. 467-498.
12. Biddle, G., Seow, Gim-seong and Siegel, Andrew. (1995). "Relative versus Incremental Information Content", *Contemporary Accounting Research*, No. 12, PP. 1-23.
13. Brunnermeier, M. and Pedersen, Lasse Heje. (2009). "Market Liquidity

- and Funding Liquidity", *Review of Financial Studies*, No. 22, PP. 2201-2238.
14. Bushman, R. and Smith, Abbe J. (2004). "What Determines Corporate Transparency", *Journal Of Accounting & Reserch*, No. 4.
 15. Chung, K., Elder, John and Kim, Jang-chul. (2008). "Corporate Governance and Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
 16. Chen, W. P., Chung, Huimin, Lee Cheng-few and Liao, Wei. (2007). "Corporate Governance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings", *Corporate Governance: An International Review*, No. 7.
 17. Coughenour, J. F. and Saad, Mohsen M.(2004). "Common market makers and commonality in liquidity", *Journal of Economics*, 73, PP. 37-69.
 18. Chordia, T., Roll, Richard and Subrahmanyam, Avanidhar. (2000). "Commonality in liquidity", *Journal of Financial Economics*, 56, PP. 3-28.
 19. Daske, H., Hail Luzi, Leuz Christian, Verdi Rodrigo, (2008), Mandatory IFRS reporting around the World: Early evidence on the economic consequences, *Journal of Accounting Research*, 46, PP. 1085- 1142.
 20. Kirsschenheiter, M. and Melumad Nahum D. (2002). "Can Big Bath and Earning Smoothing Co-exit as Equilibrium Financial Reporting Strategies"? *Journal of Accounting Research*, No.40, PP. 761-796.
 21. LaFond, R., Lang, Mark H. and Skaife, Hollis Ashbaugh. (2007). "Earning Smoothing, Governance and Liquidity: International Evidence", Working Paper, Available at <http://ssrn.com>.
 22. Lander, H. and Kathleen, A. Auger. (2008). "The Need for Transparency in Financial Reporting", *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol. 4, No.1, PP. 27-46.
 23. Lang, M. and Maffett, Mark. (2011). "Transparency, Liquidity and Valuation: International Evidence", unpublished working paper, University of North Carolina at Chapel Hill, Available at <http://ssrn.com>.
 24. Lang, M. and Maffett, Mark. (2010). "Transparency and Liquidity Uncertainty in Crisis Periods", Unpublished working paper, University of North Carolina at Chapel Hill, Available at <http://ssrn.com>.
 25. Mc Coy, C. (2003). *Liquidity Black Holes: Testing the Theory's Predictions, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk*, Vol. I. London: Haymarket House, PP. 139-150.
 26. Marcelo, M. and Quiros, Maria del miralles. (2006). "The Role of an Illiquidity Risk Factor in Asset Pricing: Empirical Evidence from the Spanish Stock Market", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 46, PP. 254-267.
 27. Persaud, A. (2003). *Liquidity Black Holes, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk*, Vol. I. London: Haymarket House, PP. 85-104.
 28. Qin, Y. (2008). *Liquidity and Commonality in Emerging Markets*, unpublished working paper, Massey University, Available at <http://ssrn.com>.