

شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام

حمید حقیقت*، رضا نعمتی کشتلی**، سید مصطفی علوی***

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۲/۰۵

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۴/۰۲

چکیده

فقدان شفافیت اطلاعات و عدم نقدشوندگی سهام شرکت از ریسک‌های قابل توجهی است که استفاده‌کنندگان به ویژه سرمایه‌گذاران و سهامداران را با مشکل مواجه می‌کند. بالعکس افشای شفاف و کامل اطلاعات توسط شرکت، اطمینان سهامداران را افزایش داده، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد، نقدشوندگی سهام را افزایش و در نهایت بازده مورد انتظار سهامداران را کاهش می‌دهد. در این مقاله رابطه بین شفافیت اطلاعات با نقدشوندگی سهام که به وسیله معیار شکاف بین قیمت خرید و فروش سهام محاسبه شده و بازده مورد انتظار سهامداران عادی طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. یافته‌های تحقیق با بکارگیری رگرسیون چند متغیره و با استفاده از ۶۴۰ مشاهده سال-شرکت نشان می‌دهد، بین شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این نتایج بیانگر این است که بین معیار شفافیت و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: شفافیت اطلاعات، نقدشوندگی سهام، بازده مورد انتظار

طبقه بندی موضوعی: G14, M41, K29

* دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، (hhagh2006@yahoo.com)

** عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد اسلام‌شهر (nematikoshteli20@yahoo.com)

*** دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، (نویسنده مسئول) (Seyedalavi110@yahoo.com)

مقدمه

ریسک های شرکت بر انتظارات سهامداران موثر است. گزار شگری مالی پیچیده، مبهم و غیر شفاف هیچ اطلاعاتی درباره ریسک های موجود در شرکت نمی دهد (بارث و همکاران، ۲۰۱۳). بازده مورد انتظار سهامداران تحت تاثیر ریسک اطلاعات قرار دارد و ریسک اطلاعات به میزان اطلاعات شخصی، اطلاعات عمومی و شفافیت اطلاعات بستگی دارد، به گونه ای که هر چه شفافیت اطلاعات ارائه شده کمتر باشد، صرف ریسک ناشی از شرایط ابهام و بازده مورد انتظار سرمایه گذاران افزایش می یابد. از طرفی یکی از مهم ترین عوامل مورد توجه بسیاری از سرمایه گذاران بازارهای سرمایه، نقدشوندگی سهام است. نقدشوندگی سهام یکی از مزیت های اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه در سریع ترین زمان ممکن آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۸). سرمایه گذاران به دلیل ریسک جدا نشدنی سرمایه گذاری انتظار بازده دارند. لذا برای سرمایه گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه گذاری از اهمیت ویژه ای برخوردار است. عدم نقدشوندگی یک دارایی مالی در واقع نوعی ریسک آن دارایی محسوب می شود که انتظار می رود سرمایه گذاران به ازای تقبل ریسک، بازده کسب کنند (قائمی و رحیم پور، ۱۳۸۹).

سهامداران در تعیین نرخ بازده مورد انتظار خود بر صورت های مالی شرکت، به ویژه سود گزارش شده اتکا می کنند. بنابراین شفافیت سود حسابداری گزارش شده در برآورد بازده مورد انتظار سهامداران موثر است. دارایی و مرادلو (۱۳۹۰) بیان کرده اند فقدان شفافیت سود گزارش شده ریسک اطلاعاتی ایجاد می کند، در نتیجه سهامداران خواهان صرف ریسک بالاتری خواهند بود و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی شرکت افزایش می یابد و بالعکس هر چقدر سود گزارش شده شفاف تر و فاقد ابهام باشد، میزان اطمینان سهامداران به ویژه سهامداران نهادی افزایش یافته و سهام جذاب تر می شود. جذابیت سهام برای سهامداران و سرمایه گذاران، تقاضای خرید آنها را نیز افزون تر کرده و نقدشوندگی سهام نیز افزایش می یابد. سهام دارای نقدشوندگی بالا از ریسک های موجود در آن می کاهد و بازده مورد انتظار سهامداران را نیز پایین می آورد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵).

لیو و همکاران (۲۰۰۲) نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران و سهامداران بر سود بیش از هر معیار دیگر عملکرد نظیر سود نقدی، جریان نقدی یا اجزای سود مانند سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک تاکید می‌کنند. استفاده‌کنندگان برون سازمانی به ویژه سهامداران در تلاش‌اند به کمک اطلاعات مالی گزارش شده سود چند دوره آتی را پیش‌بینی کنند. از این رو سود گزارش شده یکی از معیارهای تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است. این مقاله به بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام می‌پردازد. علاوه بر این رابطه نقدشوندگی و بازده مورد انتظار سهام نیز بررسی می‌شود. برای اندازه‌گیری شفافیت اطلاعات نیز از شاخص شفافیت سود حسابداری منطبق با مدل بارث و همکاران (۲۰۱۳) استفاده شده است. طبق این مدل شفافیت سود برابر است با ضریب تعیین ناشی از رگرسیون تغییرات سود و بازده سهام.

پیشینه پژوهش

راتنوسکی (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر شفافیت صورت‌های مالی بر مدیریت ریسک در بانک‌ها پرداخت. یافته‌های وی نشان می‌دهد هنگامی که بانک‌ها با ناتوانی در بازپرداخت دیون و مشکلات نقدینگی مواجه هستند برای مدیریت ریسک نقدینگی می‌توانند شفافیت صورت‌های مالی را بهبود ببخشند. راتنوسکی مدلی ارائه کرد که براساس آن بانک‌ها می‌توانند با افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تامین مالی خود را آسان‌تر کنند. آندراده و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی رابطه بین شفافیت صورت‌های مالی و هزینه بدهی پرداختند. آن‌ها شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد با افزایش شفافیت گزارشگری مالی، هزینه بدهی شرکت کاهش می‌یابد. آن‌ها دریافتند بهبود کیفیت گزارشگری مالی درک شده توسط سرمایه‌گذاران، باعث صرفه‌جویی مبلغ قابل توجهی در هزینه‌های مالی شرکت می‌شود و همچنین دریافتند که میزان شفافیت صورت‌های مالی بر قیمت‌گذاری قراردادهای بدهی تاثیرگذار است. چانگ و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی وجود شفافیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین پرداختند. آن‌ها با بررسی ۱۰۰ شرکت طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۷ و با استفاده از شاخص‌های طراحی شده توسط سازمان همکاری و توسعه اقتصادی نشان دادند که ارتباط معناداری بین معیار شفافیت به کار گرفته شده و ارزش سهام شرکت‌ها وجود دارد که نشانگر وجود شفافیت در بورس چین است. الیوت و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی تاثیر

شفافیت حسابداری بر انتظار قیمت گذاری نادرست تحلیل گران پرداختند. آن‌ها شواهد تجربی و نظری فراهم کردند که نشان می‌دهد ویژگی‌های سرمایه‌گذاران نهادی شرکت می‌تواند منجر به افزایش شفافیت حسابداری شود و انتظارات سرمایه‌گذاران حرفه‌ای را تحریک کند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که انتظارات تحلیلگران متأثر از شفافیت سود حسابداری است. همچنین شفافیت بیشتر صورت‌های مالی نه تنها انتظار قیمت گذاری نادرست را کاهش می‌دهد، بلکه انتظار قیمت گذاری نادرست را تحریک می‌کند. سادکا (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اطلاعات حسابداری در محیط بورس نیویورک پرداخت. وی در مقاله خود نشان داد که با کاهش ریسک‌های مرتبط با اطلاعات حسابداری که از طریق افزایش کیفیت و قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری صورت می‌گیرد، سهام شرکت دارای جذابیت خواهد شد و در نهایت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. بوی (۲۰۱۱) به بررسی افشای شفاف اطلاعات در گزارشگری مالی پرداخت. یافته‌های وی در سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ در محیط امریکا نشان می‌دهد افشای اطلاعات منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی مرتبط با گزارشگری می‌شود. لشو سکی و ورونکو (۲۰۱۲) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا نقدشوندگی سهام همراه با اندازه و ارزش شرکت یکی از عوامل مهم و تاثیرگذار بر بازده سهام است. نتایج بررسی‌های آن‌ها نشان می‌دهد برخلاف آنچه انتظار می‌رود نقدشوندگی سهام در مقایسه با ارزش سهام و اندازه شرکت تاثیر معنی‌داری بر بازده سهام ندارد. وردی (۲۰۱۳) به بحث پیرامون تعدد گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی پرداخت. وی با بررسی داده‌های سال‌های ۱۹۵۱ تا ۱۹۷۳ نشان داد تعدد گزارشگری مالی شرکت مانند انتشار صورت‌های مالی فصلی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و هزینه سرمایه شرکت را نیز پایین می‌آورد. بارت و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین شفافیت و هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. مدل آن‌ها همانند مدل بارت و لاندزمان است که شفافیت سود را ضریب تعیین تعدیل شده ناشی از رگرسیون بازده‌های سهام بر سود و تغییر در سودآوری تعریف و اندازه‌گیری کردند. از نظر آن‌ها شفافیت بیشتر سود منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، صرف ریسک اطلاعات و کاهش بازده مورد انتظار سهامداران می‌شود که در نهایت هزینه سرمایه شرکت را کاهش خواهد داد. آن‌ها با مشاهده ۵۱۶۱۲ سال - شرکت از ۶۲۳۷ شرکت دریافتند که شفافیت سود با هزینه سرمایه سهام عادی شرکت رابطه منفی و معنی‌داری دارد. علاوه بر این آن‌ها نشان دادند شفافیت سود با بازده‌های اضافی

آتی رابطه منفی و معنی‌داری دارد. سانتوش و همکاران (۲۰۱۳) نیز به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثر خط مشی تقسیم سود بر تصمیمات استفاده‌کنندگان پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی به شکل معنی‌داری اثر منفی خط مشی تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. علاوه بر این کیفیت گزارشگری مالی بر ارزش شرکت نیز موثر است. دارابی و مرادلو (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. از نظر آن‌ها سود حسابداری در صورتی بر تصمیمات اثربخش بوده و دارای محتوای اطلاعاتی است که دارای کیفیت و شفافیت باشد. به عبارت دیگر شفافیت بیشتر منجر به افزایش محتوای اطلاعاتی سود حسابداری می‌شود. یافته‌های آن‌ها طی دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸ در ۱۰۷ شرکت نمونه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان‌دهنده عدم وجود رابطه مثبت بین شفافیت اطلاعات با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری است. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای سنجش نقدشوندگی نیز از معیارهای نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات استفاده گردید. یافته‌های آن‌ها با بررسی ۱۰۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ بیانگر آن است که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد. در مجموع یافته‌های حاصل از پژوهش‌های ذکر شده نشان‌دهنده این بوده است که شفافیت اطلاعات مالی می‌تواند بر بازده مورد انتظار سهامداران و نقدشوندگی سهام تاثیرگذار باشد.

روش پژوهش و فرضیه‌ها

جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. محدوده زمانی شامل دوره ۷ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۳ تا پایان سال ۱۳۹۰ است. نمونه آماری شامل آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای شرایط زیر باشند:

۱- تا پایان اسفند ماه ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند.

- ۲- داده‌های مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.
- ۳- جزء بانک‌ها، شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بیمه‌ای نباشند.
- ۴- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها مثبت باشد.
- ۵- طی دوره تحقیق، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- با توجه به این موارد، تعداد شرکت‌های نمونه، ۸۰ شرکت است.
- فرضیه‌های پژوهش نیز با توجه به مبانی نظری بیان شده به شرح زیر است:
- فرضیه اول: بین شفافیت گزارشگری مالی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- فرضیه دوم: بین شفافیت گزارشگری مالی و بازده مورد انتظار سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد

مدل آزمون فرضیه

برای آزمون فرضیه اول از مدل (۱) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$Liq_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TRANS_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 CVCFO_{i,t} +$$

مدل (۱)

به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق از مدل (۲) استفاده می‌شود:

$$E(R)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TRANS_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 CVCFO_{i,t} +$$

مدل (۲)

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین آزمون اثرات ثابت و داده‌های ترکیبی از آزمون چاو (آماره F) و برای انتخاب بین آزمون اثرات ثابت و آزمون اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. متغیرهای مدل‌های بالا نیز به شرح زیر است:

$TRANS_{i,t}$: شفافیت اطلاعات شرکت i در سال t . برای اندازه‌گیری شفافیت اطلاعات به تبعیت از بارث و همکاران (۲۰۱۳) از معیار شفافیت سود ($TRANS_{i,t}$) استفاده می‌شود که برابر است با ضریب تعیین (R^2) رگرسیون ناشی از بازده سهام بر سود و تغییر در سودآوری (مدل ۳).

مدل (۳)

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,t} / P_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta E_{i,t} / P_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل متغیرها عبارت است از:

$R_{i,t}$: بازده سالانه سهام i در سال t که از طریق فرمول جامع بازده محاسبه می‌شود.

$E_{i,t}$: سود هر سهم قبل از ارقام غیر عادی شرکت i در سال t .

$\Delta E_{i,t}$: تغییر در سود هر سهم قبل از ارقام غیر عادی از سال $t-1$ تا t .

$P_{i,t-1}$: قیمت سهام در پایان سال $t-1$.

$Liq_{i,t}$: میزان نقدشوندگی سهام شرکت i در سال t . در این تحقیق برای تعیین دامنه قیمت

پیشنهادی خرید و فروش سهام از مدل ریان (۱۹۹۶) به شرح زیر استفاده خواهد شد.

$$BAS = \frac{AP - BP}{(AP + BP)} \times 100$$

مدل (۴)

در مدل ریان متغیرها عبارتند از:

BAS: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت i در سال t .

AP (ASK PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در سال t .

BP (BID PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در سال t .

$SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم ارزش بازار شرکت i در سال t .

$MTB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت i در سال t .

$CVCFO_{i,t}$: انحراف معیار جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t .

$E(R)_{i,t}$: بازده مورد انتظار سهام شرکت i در سال t . برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار

سهام از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (مدل ۴) استفاده می‌شود که به شرح زیر

است:

$$E(R)_i = R_f + (R_m - R_f)$$

مدل (۵)

متغیرهای مدل (۵) عبارتند از:

 $E(R)_{i,t}$: بازده مورد انتظار سهام شرکت i در سال t . R_m : بازده بازار در سال t که از طریق بازده شاخص بورس اوراق بهادار تهران ($TEDPIX$)

$$R_m = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}}$$

به شرح زیر تعیین می شود

 β : شاخص ریسک سیستماتیک که از طریق رابطه زیر محاسبه

می شود

$$\beta = \frac{COV(r_i, r_m)}{\sigma_M^2}$$

 R_f : نرخ بهره بدون ریسک که برابر است با نرخ بهره اوراق مشارکت دولتی.**یافته ها**

در نگاره (۱) نتایج آمار توصیفی ارائه شده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی

متغیر	$Liq_{i,t}$	$TRANS_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$MTB_{i,t}$	$CVCFO_{i,t}$	$E(R)_{i,t}$
متغیر						
میانگین	-۰,۱۴	۰,۵۵	۱,۱۴	۲,۳۹	-۰,۳۷	۰,۱۹
انحراف معیار	۰,۲۹	۰,۲۷	۰,۶۳	۰,۹۹	۰,۶۶	۰,۰۸
ضریب چولگی	۱,۳۵	-۱	۰,۱۲	-۰,۴	۱,۴۶	۱,۰۱
خطای استاندارد ضریب چولگی	۰,۱۹	۰,۱۱۹	۰,۱۹	۰,۳۱۴	۰,۵۱۲	۰,۲۷
حداقل	-۱,۱۸	۰,۰۰۲	۹,۷۸	۰,۵۵	-۳,۲۳	۰,۰۰۲
حداکثر	۱,۲۷	۰,۹۸	۱۳,۴۷	۴,۸۶	۰,۷۱	۰,۴۶

نگاره (۱) نشان دهنده آمار توصیفی است. نکته مورد توجه این است که متوسط بازده مورد انتظار شرکت‌های نمونه ۱۹ درصد است. این میزان بیشتر از متوسط نرخ بهره بدون ریسک است که به نظر معقول می‌باشد. نتایج ضریب چولگی و خطای استاندارد ضریب چولگی نشان دهنده این است که متغیرها دارای چولگی پایینی می‌باشند و خطای استاندارد ضریب چولگی بین بازه $+2$ و -2 است که نشان دهنده نرمال بودن توزیع داده‌ها است (مومنی و فعال قیومی ۱۳۸۷).

۲-۶ ماتریس همبستگی

نگاره (۲) نیز نشان دهنده ماتریس همبستگی متغیرهای تحقیق می‌باشد. نتایج نگاره (۲) نشان دهنده همبستگی تمام متغیرهای تحقیق می‌باشد.

نگاره (۲): نتایج آزمون همبستگی

		$Liq_{i,t}$	$TRAN_{S_{i,t}}$	$SIZE_{i,t}$	$MTB_{i,t}$	$CVCFO_{i,t}$	$E(R)_{i,t}$
$Liq_{i,t}$	ضریب همبستگی	۱					
	سطح معنی داری						
$TRANS_{i,t}$	ضریب همبستگی	۰,۱۲۲ **	۱				
	سطح معنی داری	۰,۰۰۲					
$SIZE_{i,t}$	ضریب همبستگی	۰,۰۱۶	۰,۰۵۲	۱			
	سطح معنی داری	۰,۶۸۴	۰,۱۹۱				
$MTB_{i,t}$	ضریب همبستگی	*۰,۸۵	-۰,۰۴۲	*۰,۲۶۷	۱		
	سطح معنی داری	۰,۰۳۱	-۰,۲۹۳	۰,۴۸۷			
$CVCFO_{i,t}$	ضریب همبستگی	۰,۰۱۴	۰,۰۱۶	۰,۰۱۶	۰,۰۱۳	۱	
	سطح معنی داری	۰,۰۷۳	۰,۶۹۴	۰,۶۸۱	۰,۷۴۹		
$E(R)_{i,t}$	ضریب همبستگی	-۰,۰۶	۰,۰۱۶	۰,۰۳۲	-۰,۰۲۷	-۰,۰۳۴	۱
	سطح معنی داری	۰,۱۲۶	۰,۶۸۵	۰,۴۱۵	۰,۴۹۶	۰,۳۹۳	

*معنی داری در سطح ۵٪ **معنی داری در سطح ۱٪

همان گونه که نگاره (۲) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ فقط بین متغیر نقدشوندگی سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام همبستگی مثبت و معنی‌داری وجود دارد. هر چند با در نظر گرفتن سطوح دیگری از خطا می‌توان همبستگی را بین سایر متغیرها مشاهده نمود.

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول این پژوهش عبارت است از اینکه بین شفافیت اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. با توجه به ساختار داده‌ها ابتدا آزمون انتخاب داده‌های ترکیبی یا اثرات با داده‌های ثابت صورت می‌گیرد. نگاره (۳) نشان‌دهنده نتایج آزمون چاو است.

نگاره (۳): نتایج آزمون چاو

آماره F	درجه آزادی	سطح معنی‌داری
۰/۸۶	۷۹/۵۵۶	۱/۶۱۳

همان گونه که نگاره (۳) نشان می‌دهد، سطح معنی‌داری بیشتر از ۵٪ بوده و بنابراین آزمون فرضیه با استفاده از داده‌های ترکیبی صورت می‌گیرد. نگاره (۴) نشان‌دهنده نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق است.

نگاره (۴): رابطه شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام

مدل (۲) $Liq_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TRANS_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 MTB_{i,t} + \alpha_4 CVCFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
مقدار ثابت	-۰/۱۹۵	-۰/۹۳۵	۰/۳۵
شفافیت سود	۰/۱۲۶	۳/۲۲	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	-۰/۰۱۶	-۰/۳۹۱	۰/۶۹۶
ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	۰/۰۹۵	۲/۳۲	۰/۰۲
انحراف معیار جریان نقد عملیاتی	۰/۰۱۱	۲۷۵	۰/۷۸
ضریب تعیین: ۰/۰۲۳	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۰۱۷		
آماره F: ۳/۸۱	سطح معناداری: ۰/۰۰۴		
دوربین-واتسون: ۱/۹۷	تعداد مشاهدات: ۶۴۰		

همان گونه که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود ضریب متغیر شفافیت سود، یعنی ۱ کمتر از ۰/۰۵، مثبت بوده و معنی‌دار است. به عبارت دیگر شفافیت اطلاعات بر نقدشوندگی سهام

شرکت تاثیر مثبت دارد. آماره t متغیر نقدشوندگی سهام $3/22$ و معنی دار است. از میان متغیرهای کنترلی نیز متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار سهام رابطه مثبت و معنی داری با نقدشوندگی دارد. آماره F و ارزش احتمال آن بیانگر معنی داری کل مدل است. مقدار آماره دوربین واتسون ($1/97$) نیز بر عدم وجود خود همبستگی خطاها دلالت دارد. بنابراین در سطح خطای 5% فرضیه اول تأیید می‌شود. نتایج آزمون مفروضات اساسی رگرسیون نیز برقرار می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم عبارت است از اینکه بین شفافیت اطلاعات و بازده موردانتظار سهامداران رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. مانند فرضیه اول ابتدا آزمون چاو صورت می‌گیرد. نگاره (۵) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد. با توجه به آنکه سطح معنی داری آماره F بیشتر از 5% است بنابراین مانند فرضیه اول آزمون این فرضیه با استفاده از داده‌های تلفیقی صورت می‌گیرد.

نگاره (۵): نتایج آزمون چاو

آماره F	درجه آزادی	سطح معنی داری
۰/۷۹	۷۹/۵۵۶	۰/۸۹

نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از داده‌های تلفیقی به شرح نگاره (۶) می‌باشد.

نگاره (۶): رابطه شفافیت اطلاعاتی و بازده مورد انتظار سهام

مدل (۲) $E(R)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TRANS}_{i,t} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_4 \text{CVCFO}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
مقدار ثابت	۰/۰۱۳	۲/۴۳	۰/۰۱۵
شفافیت سود	۰/۰۱۳	۰/۳۲	۰/۷۴۶
اندازه شرکت	۰/۰۴۲	۱/۰۲۲	۰/۳۰۷
ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	-۰/۰۳۷	-۰/۹۰۵	۰/۳۶۶
انحراف معیار جریان نقد عملیاتی	-۰/۳۴	-۰/۸۶۴	۰/۳۸۸
ضریب تعیین: ۰/۰۰۴	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۰۰۳		
آماره F: ۰/۵۹	سطح معناداری: ۰/۶۶		
آماره دوربین-واتسون: ۱/۸	تعداد مشاهدات: ۶۴۰		

همان‌طور که نگاره (۶) نشان می‌دهد ضریب متغیر شفافیت اطلاعات، یعنی ۱ بیشتر از ۰/۰۵ بوده و معنی‌دار نیست. به عبارت دیگر شفافیت گزارش‌گری مالی بر بازده مورد انتظار سهام تاثیری ندارد. سایر متغیرهای کنترلی نیز معنی‌دار نیستند. آماره F و سطح معنی‌داری آن نیز بیانگر عدم وجود رابطه خطی است. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۸) نیز بر عدم وجود خود همبستگی خطاها دلالت دارد. بنابراین در سطح خطای ۵٪ فرضیه دوم رد می‌شود.

نتیجه‌گیری

فقدان شفافیت و گزارش‌گری نامناسب اطلاعات توسط شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان را افزایش می‌دهد و در شیوه تامین مالی شرکت‌ها تاثیرگذار است. نقدشوندگی بالای سهام شرکت‌ها نیز یکی از ویژگی‌های مهم آن به شمار می‌آید. سهامی که از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد مورد توجه سرمایه‌گذاران است. شرکت‌ها نیز برای کسب منابع مالی مورد نظر خود توجه ویژه‌ای به بازار سرمایه دارند. سهامداران و سرمایه‌گذاران تمایل به سرمایه‌گذاری در سهامی دارند که گزارش‌گری شفافی داشته و از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد و بدین ترتیب بازده مورد انتظار کمتری دارند. این مقاله به بررسی تاثیر شفافیت گزارش‌گری مالی بر نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهام پرداخته است. نتایج به دست آمده حکایت از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین شفافیت گزارش‌گری و نقدشوندگی سهام است ولی بین شفافیت اطلاعات و بازده مورد انتظار رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

منابع

- دارابی، روی، مرادلو، حسین. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری در شرکتهای پذیرفته شده در بوس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، شماره یازدهم، صص ۴۱-۵۱
- ستایش، محمد حسین، کاظم نژاد، مصطفی، ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، صص ۵۵-۷۴.
- سعیدی، علی، دادار، ام البنین. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام با شاخص نقد شوندگی دروه‌های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مدیریت، شماره ۱۶، صص ۱۰-۴۵.
- قائمى، محمد حسین، رحیم پور، محمد. (۱۳۸۹). اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱۴۵-۱۵۸.
- Andrade, C., Sandro, Bernile., Gennaro, Hood., M. Frederick. (2009) . SOX, Corporate Transparency, and the Cost of Debt. *Journal of Financial Intermediation* 18, Issue 4, pp541-558
- Barth, M.E., Konchitchki, Y, and W.R. Landsman. (۲۰۱۳) . Cost Of Capital And Earnings Transparency. *Journal of Accounting and Economics No 55.*, pp206° 224
- Bui, Y. (2011). The Issue of Transparency in the Financial Statements of Commercial Banks: Empirical Evidence after the Global Financial Crisis . *Asian Journal of Finance & Accounting Vol.,3, No 1, pp1-25.*
- Cheung, Yan., Leung., Ping Jiang., b, Weiqiang Tan. (2010) .A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting Public Policy No 29, 259° 280.*
- Elliott, W., Brooke, Krische., D, Susan, Peecher., E. Mark. (2010) . Expected Mispricing: The Joint Influence Of Accounting Transparency and Investor Base . *Journal of Accounting Research 48*, pp 343-381.
- Francis, J., R, Lafond., P, Olsson and K. Schipper. (2005) . The Market Pricing Of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics 39*, pp 295-327
- Lischewski, J., Voronkova. (2012) . Size, value and liquidity. Do They Really Matter on an Emerging Stock Market. *Emerging Markets Review, No 13* , pp8° 25
- Liu, Michelle ., Peter D. Wysocki and Schwartz, E. (2002) . Operating risk, information risk, and cost of capital. *Working Paper Available At URL: http://www.ssrn.com.*

- Ratnovski, Lev .(2009). Liquidity And Transparency in Bank Risk Managemen. *Working Paper Available At URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Sadka, R., (2006) . Momentum and post-earnings-announcement drift anomalies: the role of liquidity risk. *Journal of Accounting and Economics* 52, pp. 144° 15
- Santhosh, R., Chuan-S., Yong Yu. (2013) . The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions. *American Journal of Business and Management No 1*, pp. 30-33.

