

## اثر انتشار به موقع اطلاعات بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران

عبدالرضا اسعدی<sup>۱</sup> / مریم شادمهر<sup>۲</sup>

### چکیده

در این پژوهش، اثر انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. بدین منظور، وضعیت نقدشوندگی سهام ۵۱ شرکت فعال طی دوره‌های فصلی بعد از انتشار به موقع اطلاعات میان‌دوره‌ای صورت‌های مالی حسابرسی نشده برای سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۰ در بورس، مورد بررسی قرار گرفته است. جهت سنجش متغیر نقدشوندگی که متغیر وابسته پژوهش حاضر می‌باشد، از سه معیار شکاف نسبی قیمت سهام، میانگین عمق قیمتی سهام و گردش سهام استفاده شده است. در مرحله نخست فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون مقایسه دو میانگین ویلکاکسون آزمون شده و سپس جهت اطمینان از نتایج، تحلیل رگرسیون نیز مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج آزمون بیانگر آن است که انتشار به موقع اطلاعات میان‌دوره‌ای صورت‌های مالی حسابرسی نشده بر شکاف نسبی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد، ولی بر معیارهای میانگین عمق قیمتی سهام و گردش سهام تأثیر معناداری ندارند.

**واژگان کلیدی:** اطلاعات، شکاف نسبی قیمت سهام، نقد شوندگی، قیمت و سهم.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G32, G38, C12, C33

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

۱. دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی

۲. کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی

## مقدمه

مطابق دستور العمل سازمان بورس اوراق بهادار تهران، منظور از اطلاعات افشا شده، اطلاعاتی همچون گزارش‌ها و صورت‌های مالی سالانه و میان دوره‌ای، گزارش‌های مربوط به مجامع عمومی، اطلاعات مهمی که بیانگر رویدادهای مؤثر بر فعالیت، وضعیت مالی و نتایج عملکرد ناشر می‌باشد، تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی ناشر، تغییر در ساختار مالکیت ناشر، سایر اطلاعات مهم مؤثر بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران و همچنین افشای اطلاعات معاملات با اشخاص وابسته مصوب ۱۳۹۰/۱۰/۳ می‌باشد (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۰).

نیاز به اطلاعات کامل جهت اتخاذ تصمیمات صحیح و آگاهانه از جانب سرمایه‌گذاران موضوع مهمی است. موضوع مهم تر، زمان مناسب در اختیار گذاشتن این اطلاعات است. اگر اطلاعات مهم به موقع در اختیار سرمایه‌گذاران قرار نگیرد، اثربخشی خود را در تصمیمات آنان از دست می‌دهد. در حوزه حسابداری و مالی به موقع بودن اطلاعات جزء ویژگی‌های کیفی اطلاعات محسوب شده و به معنی آن است که اطلاعات باید در کوتاه‌ترین زمان و به سریع‌ترین شکل ممکن در دسترس استفاده‌کنندگان قرار گیرد. در بازار سرمایه بیشترین بهره از اطلاعات صورت‌های مالی گرفته می‌شود و هرچه فاصله زمانی بین تاریخ وقوع و تاریخ انتشار آن کوتاه‌تر باشد منافع حاصل از آن افزایش می‌یابد. این فاصله اگر افزایش یابد، احتمال فاش شدن اطلاعات به نفع گروهی از استفاده‌کنندگان و به زیان سایرین افزایش می‌یابد (مرادی‌پور و همکاران، ۱۳۸۸). در صورت استمرار این وضعیت سرمایه‌گذاران و دیگر تصمیم‌گیرندگان سهام این دسته از شرکت‌ها را نادیده گرفته و به سهام شرکت‌هایی متمایل می‌شوند که از کیفیت شفافیت و افشای بهتری برخوردار باشند. این موضوع باعث می‌شود شرکت‌هایی که از کیفیت افشای خوبی برخوردار نیستند، از حجم معاملاتی کمتری برخوردار شوند. از آنجا که این عامل یکی از ابعاد نقدشوندگی را نشان می‌دهد، در نتیجه نقدشوندگی این دسته از سهام کاهش می‌یابد. از طرفی اگر این وضعیت در بازار سرمایه حاکم شود با افزایش هزینه انتخاب نامطلوب (عدم تصمیمات آگاهانه و در نتیجه تخصیص نادرست منابع)، با خطر اخلاقی و افزایش هزینه مبادلات همراه خواهد شد. این شرایط به عدم کارایی بازار سرمایه دامن خواهد زد و کاهش قیمت سهام، رکود معاملات و در نهایت خروج برخی از سرمایه‌گذاران از بازار را بدنبال دارد. پیامد نهایی این وضعیت کاهش حجم معاملات بازار و به عبارتی کاهش نقدشوندگی بازار خواهد بود (کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۸۹).

نقدشوندگی به امکان انجام معاملات به سرعت، با هزینه اندک و بدون تحت تأثیر قرار دادن شدید قیمت تعریف شده و عامل ادامه حیات بازارهای سرمایه است (سعیدی و دادار، ۱۳۸۹). زمانی که سهام شرکتی از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد، فاصله میان قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش اندک است. یعنی سفارش‌های مربوط به خرید و فروش سهام در کمترین زمان و با مناسب‌ترین قیمت اجرا می‌شوند. سهامی که از قدرت نقدشوندگی بالاتری برخوردار باشد دلیل داشتن ویژگی‌های ذاتی (چون قابلیت نقدشوندگی بالا و سرعت بالا در تبدیل به وجه نقد) طبیعتاً ریسک نگهداری کمتری نیز دارد، در نتیجه اگر این ویژگی به بازار سرمایه سرایت پیدا کند، می‌تواند سرمایه‌گذاران با راهبرد های معاملاتی متنوع را جذب نماید؛ چرا که آنان تمایل دارند در هر زمان که احتیاج داشته باشند، بدون دغدغه توانایی فروش سهام خود را بدست آورند (سعیدی و همکاران، ۱۳۸۹). لذا می‌توان نتیجه گرفت که نقدشوندگی بازار می‌تواند بر توسعه بازار سهام تأثیر مثبتی بگذارد؛ چرا که باعث می‌شود حجم بالایی از پس‌اندازهای مردم به این بازار تزریق شود.

موضوع نقدشوندگی از ابعاد مهم توسعه بازارهای سرمایه محسوب می‌شود و این موضوع در بازار سرمایه ایران از سطح بالایی برخوردار نیست و نیز پژوهش‌های انجام شده در زمینه کارایی بازار در ایران مؤید شکل ضعیف کارایی بوده است (سلیمی فر و همکاران، ۱۳۸۹؛ الهیاری، ۱۳۸۷ و دهدار و همکاران، ۱۳۸۸). لذا این نگرانی برای سرمایه‌گذاران وجود دارد که با مشکل نقدشوندگی سهام خود مواجه شوند. کارایی بازار سرمایه با خود توسعه بیشتر بازارهای مالی و زمینه توسعه زیر ساخت‌های مالی کشور را به همراه داشته و می‌تواند منجر به افزایش رشد و توسعه اقتصادی و در نهایت افزایش رفاه و توزیع عادلانه ثروت در جامعه گردد. لذا با توجه به ویژگی‌های بازار سرمایه ایران و اهمیت نقدشوندگی به عنوان یکی از شاخص‌های اصلی کارایی بازار، توجه به این موضوع مطالعه بیشتر آن ضروری به نظر می‌رسد.

### بیان مسئله و پیشینه پژوهش

یکی از کاربردهای بالقوه اطلاعات منتشر شده از سوی شرکت‌ها، کاهش شکاف انتظارات سرمایه‌گذاران، کاهش مزیت اطلاعاتی برخی سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه می‌باشد (قائمی و همکاران، ۱۳۸۹)؛ به طوری که تقویت عنصر افشا در حاکمیت شرکتی، منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکت‌ها و به تبع آن افزایش ارزش شرکت، کاهش هزینه سرمایه و در نهایت، منجر به کاهش شکاف قیمتی می‌گردد. بر اثر افشای اطلاعات مالی

انتظار می‌رود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه به حداقل برسد. در این صورت، تمایل به خرید و فروش اوراق بهادار افزایش می‌یابد و در نتیجه حجم معاملات نیز افزایش یافته که باعث نقدشوندگی بهتر سهام می‌شود (یحیی‌زاده فر همکاران، ۱۳۸۹).

مجموعه عواملی که در بازار سرمایه، به ویژه در بازارهای نوپا، به عنوان مؤلفه‌های مؤثر بر نقدشوندگی شناسایی شده است شامل مواردی چون ساختار مالکیت شرکت‌ها، میزان سهام شناور آزاد<sup>۱</sup>، ترکیب مشارکت کنندگان و فعالان بازار، نهادهای مالی خارجی، افزایش دسترسی سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه، آزادسازی گردش سرمایه و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری، هزینه‌های معاملات، توسعه فناوری در حیطه سیستم‌ها و زیر ساخت‌های معاملاتی، تنوع محصولات و ابزارهای مالی، پذیرش متقابل سهام و ارتباط بین بازارها، مشارکت سرمایه‌گذاران خرد در بازار، اصلاحات در صندوق‌های بازنشستگی و طرح‌های سرمایه‌گذاری جمعی، تجدید ساختار بورس‌ها، راهبری شرکتی، افشای اطلاعات و شفاف سازی، کیفیت اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، افزایش ساعات معاملات بازار، بازارگردانی، سیاست تقسیم سود، بهبود ساز و کارها و قوانین، ساختار قانونی کارا برای تشویق مشارکت سرمایه‌گذاری خارجی، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، راهبرد سرمایه‌گذاری فعالان بازار و سرمایه‌گذاران اوراق بهادار می‌باشد (تهرانی همکاران، ۱۳۹۰).

یکی از ویژگی‌های اصلی نقدینگی بازار سرمایه، اندک بودن فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش<sup>۲</sup> است. همچنین نقدشوندگی در بازارهای ثانویه، نقش تعیین‌کننده‌ای در موفقیت عرضه‌های عمومی دارد و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیره‌نویس‌ها و بازارگردان‌ها می‌شود. طی آن هزینه سرمایه‌گذاران از طریق کاهش دامنه نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد. بنابراین از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایه با درجه نقدشوندگی بالا برای تخصیص کارای سرمایه ضروری بوده، موجب کاهش هزینه سرمایه‌ناشران می‌شود.

هدف از افشا کاهش شکاف انتظاراتی میان سرمایه‌گذاران، کاهش کسب منفعت سرمایه‌گذاران آگاه و بدنبال آن کاهش اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه می‌باشد (Lakhal, 2008). همچنین افشای اطلاعات بیشتر به نقدشوندگی بیشتر، هزینه معاملات کمتر و در نهایت تقاضای بیشتر برای سهام شرکت منجر می‌شود (یعقوب نژاد و همکاران، ۱۳۹۰). با توجه به تأثیر زیادی که کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام دارد، می‌توان ادعان داشت در یک بازار سرمایه بالا بودن میزان نقدشوندگی

1. Free-Float Stock

2. Bid Ask Spread

نشان‌دهنده موفقیت آن بازار در شفاف سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آنهاست. انتشار عمومی، عدم تقارن اطلاعاتی را بین معامله‌گران کاهش می‌دهد. شواهد ارائه شده در پژوهش‌های مختلف بیانگر این است که صورت‌های مالی، اطلاعاتی را فراهم می‌آورند که سبب کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار می‌گردد و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بایستی این نوع اطلاعات را در ارزیابی ریسک بالقوه و در نتیجه در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به طور کامل به کار گیرند. بنابراین گزارش‌های مالی دارای محتوای اطلاعاتی است و می‌تواند سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و نیز افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها شود (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۸۹).

فراست و همکاران (Frost, et al., 2002) دریافتند که سیستم‌های افشای قوی با نقدشوندگی سهام ارتباط معناداری دارد. آنان معتقدند که در صورتی که شرکت‌ها اقدام به افشای به موقع و معتبرتری نمایند، اعتماد سرمایه‌گذاران به کیفیت تصمیماتشان افزایش یافته و آنها به فعالیت بیشتر در بازار سرمایه تشویق می‌شوند. در نتیجه فعالیت بازار افزایش یافته و منجر به تسهیل تشکیل سرمایه می‌شود.

ابد و همکاران (Abad, et al., 2005) واکنش روزانه بازار اسپانیا را به اعلامیه‌های سالیانه سود را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آنان دریافتند که نقدشوندگی سهام و فعالیت‌های معاملاتی به طور قابل توجهی پس از اعلامیه‌ها بهبود می‌یابد؛ اگرچه عدم تقارن اطلاعاتی کاهش قابل توجهی نداشته است. زمانی که بازار باز باشد، اعلامیه‌های سود پس از حدود یک و نیم ساعت از معاملات، نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد. نتایج همچنین بیانگر این بود که واکنش بازار سهام با توجه به زمان‌بندی اعلامیه‌ها متفاوت می‌باشد.

چن و همکاران (Chen, et al., 2007) به بررسی اثر افشا و دیگر مکانیزم‌های راهبری شرکت بر نقدشوندگی سهام پرداختند. آنها از شاخص رتبه‌بندی افشا و شفافیت به عنوان معیار راهبری شرکت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده نمودند. نتایج نشان داد که نبود رویه افشای مناسب و شفافیت ضعیف یک شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی جدی را برای شرکت‌ها بدنبال دارد که یکی از پیامدهای منفی آن کاهش نقدشوندگی می‌باشد.

لخال (Lakhal, 2008) به بررسی نقدشوندگی سهام و عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون افشای داوطلبانه سود پرداخت. در این مطالعه بدنبال این بود که آیا محتوای اطلاعاتی افشای‌های داوطلبانه سود، خوب، بد و یا بی‌محتوا است. ایشان با به کارگیری رگرسیون OLS و استفاده از داده‌های پانل، دامنه

سود میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود را بررسی نمود. نتایج بیانگر آن بود که افشای اختیاری سود حاوی اطلاعات کلی است که باعث درز اطلاعات در دوره قبل افشا می‌شود. همچنین نتایج نشان داد که سودهای میان‌دوره‌ای، با کوچک کردن دامنه پیشنهاد و درخواست سهام، نقدینگی بازار سهام را افزایش می‌دهد. با این حال پیش‌بینی سود عدم تقارن اطلاعاتی قبل و بعد از اعلامیه را بدتر می‌کند. انجی (Ng, 2007) اثر کیفیت نقدشوندگی بر ریسک نقدشوندگی را بررسی نمود. یافته‌های وی نشان داد، زمانی که بازار از نقدشوندگی کمتری برخوردار است، ارائه با کیفیت اطلاعات منجر به کاهش ریسک نقدشوندگی سهام می‌شود. اما زمانی که بازار از نقدشوندگی بالا و اثباتی برخوردار است چنین نتیجه‌ای مشاهده نگردید.

کوبوتا و همکاران (Kubota, et al., 2012) به بررسی اثر قوانین جدید افشای گزارشات میان‌دوره‌ای بر کاهش معاملات مبتنی بر اطلاعات خصوصی و بهبود نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ژاپن در بازه زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ پرداختند. آنان دریافتند، میان شرکت‌هایی که اطلاعیه‌های میان‌دوره‌ای افشا می‌نمایند با شرکت‌هایی که چنین گزارشی را ارائه نمی‌دهند تفاوت معناداری در احتمال معامله مبتنی بر اطلاعات خصوصی و همچنین شوک‌های متقارن سفارش در جریان وجود دارد.

قائمی و همکاران (۱۳۸۴) در پژوهش خود با استفاده از اندازه‌گیری عوامل نقدشوندگی به بررسی نقش اطلاعات حسابداری (اعلان سود) در تقارن اطلاعاتی بازار پرداختند و به این نتیجه رسیدند که عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط است.

فخاری و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهش خود مشاهده نمودند که ارتباط معنی‌دار و معکوسی بین افشای اطلاعات و شاخص نقد شونددگی سهام وجود دارد. از دیگر یافته‌های آنان این بود که فعالیت‌های افشای ضعیف‌تر منجر به کاهش شکاف بیشتر بین قیمت عرضه و تقاضای سهام می‌شود و کاهش در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام باعث افزایش نقدشوندگی بازار سرمایه می‌گردد و از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان یکی از عوامل مهم در ایجاد این شکاف قیمتی مطرح می‌باشد پیشنهاد نمودند که مدیران در انطباق با استانداردهای افشا و حمایت از سرمایه‌گذاران به طور جدی عمل نمایند. به طوری که یک شرکت زمانی که قادر به تأمین سطوح خوبی از شفافیت و افشا باشد، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی به طور قابل توجهی کاهش می‌یابد و

کیفیت حاکمیت شرکتی رشد می‌کند.

با دور نهمی و همکاران (۱۳۸۹) نقدشوندگی سهام را در زمان انتشار گزارش‌های مالی را بررسی نمودند. بدین منظور نقدشوندگی بازار سرمایه در هفت روز معاملاتی قبل از رویداد (انتشار گزارش‌های مالی) با هفت روز معاملاتی بعد از رویداد مورد مقایسه قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه آنان نشان داد که بین میانگین شکاف نسبی قیمت قبل و بعد از انتشار گزارش‌های مالی و نیز بین میانگین عمق سهام قبل و بعد از انتشار گزارش‌های مالی تفاوت وجود دارد. با این حال بین میانگین دفعات گردش سهام قبل و بعد از انتشار گزارش‌های مالی تفاوت وجود ندارد.

قائمی و همکاران (۱۳۸۹) به تأثیر اعلان سودهای فصلی بر عدم تقارن اطلاعاتی بازار سهام پرداختند. برای سنجش عدم تقارن از معیار اختلاف دامنه پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده نمودند. نتایج بیانگر این می‌باشد که بازار به سودها واکنش نشان نمی‌دهد. به عبارتی، اعلان سودهای فصلی در مقایسه با اعلان سود سالیانه و سود پیش بینی شده سالیانه، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش نمی‌دهد.

یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) با استفاده از داده‌های تاریخی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ مربوط به ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه بین کیفیت افشا شرکت و نقدشوندگی سهام را بررسی نمودند. نتایج بیانگر این بود که بین کیفیت افشا و نقدشوندگی رابطه معناداری وجود ندارد که این برخلاف شواهد تجربی در کشورهای دیگر بود. این نتایج بر اساس مدل آمیهدو برای نقدشوندگی و امتیاز بندی انجام شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار، برای اندازه‌گیری کیفیت افشا انجام شد.

لذا با توجه به مبانی نظری و تجربی حاضر، در این پژوهش با فرض اینکه انتشار به موقع اطلاعات به بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاران منجر شود، انتظار آن است که به عنوان دستاورد این رویداد، سهام این دسته از شرکت‌ها با افزایش نقدشوندگی مواجه گردد. بر همین اساس این مطالعه بدنبال بررسی اثر انتشار به موقع اطلاعات صورت‌های مالی میان دوره‌ای حسابرسی نشده شرکت‌ها بر نقدشوندگی سهام می‌باشد. جهت دستیابی به این هدف و بر اساس مبانی ذکر شده، فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین گردید:

**فرضیه ۱)** انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۳ ماهه بر شکاف قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه ۲)** انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه، بر شکاف قیمتی سهام تأثیر

معناداری دارد.

فرضیه ۳) انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۹ ماهه، بر شکاف قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۴) انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۳ ماهه، بر دفعات گردش سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۵) انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه، بر دفعات گردش سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۶) انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۹ ماهه، بر دفعات گردش سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۷) انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۳ ماهه، بر میانگین عمق قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۸) انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه، بر میانگین عمق قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه ۹) انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۹ ماهه، بر میانگین عمق قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی است؛ زیرا نتایج آن به عنوان یک تحقیق تجربی می‌تواند مورد استفاده طیف وسیعی از مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه قرار گیرد و از نقطه نظر استنتاج، استقرایی است. از نظر ماهیت و روش اجرا نیز این پژوهش از نوع توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیون از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی محسوب می‌شود. به منظور آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم افزار Spss18، ابتدا از آزمون برابری میانگین‌های ناپارامتریک ویلکاکسون و سپس آزمون رگرسیون چندگانه استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز این پژوهش نیز به روش میدانی و از طریق بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای اطلاع‌رسانی بورس و نیز سامانه کدال گردآوری شده‌اند.

در این پژوهش جامعه مورد بررسی کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۰ می‌باشد. سپس با توجه به معیارهای زیر شرکت‌های مورد نظر جهت آزمون فرضیه‌ها به عنوان نمونه انتخاب گردید:



- ۱) شرکت‌های مورد نظر باید از ابتدا تا انتهای دوره تحقیق در عضویت سازمان بورس و اوراق بهادار باشند.
  - ۲) شرکت‌های مورد نظر نباید از جمله شرکت‌های گروه مالی (بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ) باشند.
  - ۳) شرکت‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۰ تغییر سال مالی نداده و پایان سال مالی آنها پایان اسفند ماه هر سال باشد.
  - ۴) شرکت‌ها نباید در طول دوره تحقیق وقفه معاملاتی داشته باشند و در طول دوره‌های فصلی (۹۰ روز)، حداقل در ۳۳ روز نماد معاملاتی آنها فعال باشد.
  - ۵) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد و در طول دوره پژوهش نباید اطلاعیه‌های دیگری منتشر شده باشد. که با توجه به اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۵۱ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه مورد بررسی قرار گرفتند.
- آزمون مقایسه میانگین ویلکاکسون در واقع به جهت بررسی اثر رویداد انتشار به موقع استفاده شده است. شیوه مطالعات بررسی وقایع<sup>۱</sup> به منظور بررسی اثر یک واقعه بر متغیر وابسته خاصی در یک دوره زمانی خاص به کار می‌رود (Asadi, et al., 2009). روش آماری بررسی وقایع در درجه اول احتیاج به تعریف واقعه (رویداد) مورد نظر دارد. در این تحقیق رویداد مورد نظر انتشار به موقع اطلاعیه‌های میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده می‌باشد. جهت انتخاب صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده به موقع، مطابق ضوابط سازمان بورس و اوراق بهادار در صورتی که شرکت‌ها حداکثر پس از ۳۰ روز از پایان مقاطع میان‌دوره‌ای، صورت‌های مالی حسابرسی نشده خود را افشا نمایند، این افشا ویژگی به موقع بودن را دارد. بر این اساس از میان شرکت‌های نمونه طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۰ مجموعاً تعداد ۱۶۹ اطلاعیه میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده به موقع منتشر شده است. در مرحله بعدی زمان رویداد (انتشار اطلاعیه‌های میان‌دوره‌ای) مشخص و به عنوان زمان پایه یا زمان صفر در نظر گرفته می‌شود. بعد از تعیین زمان صفر (رویداد) باید محدوده زمان مورد بررسی مشخص گردد. این محدوده نباید آنقدر گسترده باشد که در آن رویدادهای خاص دیگری واقع شده باشند و نباید به میزانی محدود باشد که امکان تشخیص روند متغیرهای مورد بررسی فراهم نشود. در این تحقیق دوره رویداد ۶۱ روز در نظر گرفته شده که شامل ۳۰ روز قبل از رویداد [۳۰- تا ۰]، روز رویداد [صفر] و ۳۰ روز پس از رویداد [۰ تا +۳۰] می‌باشد.

سپس متغیر وابسته (شاخص‌های نقد شوندگی) برای هر روز و در هر شرکت محاسبه می‌شود. در نهایت تغییراتی که در متغیر وابسته بر اثر رویداد (متغیر مستقل) شکل گرفته، توسط آماره آزمون ارزیابی می‌شود. آماره آزمون مورد استفاده این تحقیق  $t$  دو نمونه وابسته است، که با توجه به حجم نمونه و نیز انجام آزمون کولموگروف-اسمیرنوف که نشان دهنده نرمال نبودن مقادیر نقدشوندگی بود، از آزمون ناپارامتریک ویلکاکسون استفاده شده و کلیه آزمون‌های آماری نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام شده است. پس از پایان این آزمون به منظور اطمینان از نتایج حاصله، آزمون تحلیل رگرسیون نیز بکار گرفته شده است و بدین منظور آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم از مدل رابطه (۱)، جهت آزمون فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم از مدل رابطه (۲) و به منظور آزمون فرضیه‌های هفتم، هشتم و نهم تحقیق نیز از مدل رابطه (۳) به ترتیب استفاده شده است:

$$\text{Spread}_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 \text{Volume}_{it} + \beta_5 \text{Price}_{it} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$\text{Turnover}_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 \text{Volume}_{it} + \beta_5 \text{Price}_{it} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$\text{Depth}_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 \text{Volume}_{it} + \beta_5 \text{Price}_{it} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۳)}$$

که اجزای آنها عبارتند از:

$\text{Spread}_{it}$ : شکاف نسبی قیمت سهام؛

$\text{Turnover}_{it}$ : گردش سهام؛

$\text{Depth}_{it}$ : میانگین عمق قیمتی سهام؛

$X_1, X_2, X_3$ : به ترتیب به موقع بودن انتشار صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه؛

$\text{Volume}_{it}$ : تعداد سهام معامله شده؛

$\text{Price}_{it}$ : میانگین قیمت سهام؛

: مقدار باقیمانده‌های مدل؛

### سنجش متغیرهای پژوهش

**متغیرهای مستقل:** در این پژوهش انتشار به موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه متغیرهای مستقل محسوب می‌شوند. این متغیرها دو وجهی هستند و جهت سنجش آنها مطابق

ضوابط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، به صورت‌های مالی میاندوره‌ای حسابرسی نشده‌ای که حداکثر پس از ۳۰ روز از پایان مقاطع فصلی انتشار یابند، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر داده می‌شود.

**متغیرهای وابسته:** در این تحقیق متغیرهای وابسته در واقع ابعادی از نقد شوندگی سهام را نشان می‌دهند که عبارتند از:

**شکاف نسبی قیمت سهام:** این مدل را اولین بار ونکناش و چیانگ (Wangtasch & Chiang, 1986) جهت سنجش دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی نمودند. این مدل در پژوهش‌های داخلی افرادی مانند احمدپور و همکاران (۱۳۸۵)، ایزدی نیا و همکاران (۱۳۸۹) و قائمی و همکاران (۱۳۸۴) و نیز پژوهش‌های خارجی افرادی مانند لخال (۲۰۰۸) و حداد و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹) مورد استفاده قرار گرفته است:

$$Spread = \frac{AP - BP}{AP + BP/2} \times 100 \quad \text{رابطه (۴)}$$

در این رابطه:

Spread: شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام؛

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در روز t؛

BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در روز t می‌باشند.

**میانگین عمق قیمتی سهام:**

$$Depth = \frac{TAP}{TBP} \times 100 \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در آن:

Depth: میانگین عمق قیمتی سهام؛

TAP: ارزش کل سهام درخواستی خریدار؛

TBP: ارزش کل سهام پیشنهادی فروشنده می‌باشند.

**میانگین گردش سهام:**

$$Turnover = \frac{NST}{NSO} \times 100 \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در آن:

Turnover: میانگین دفعات گردش سهام؛

NST: تعداد سهام مبادله شده؛

NSO: تعداد سهام منتشر شده می‌باشند.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

جدول ۱ نشان‌دهنده آماره‌های توصیفی متعلق به شاخص‌های نقدشوندگی و متغیرهای کنترلی جهت آزمون فرضیه‌ها می‌باشد که بر اساس مشاهدات فصلی - شرکت تهیه شده است، در نتیجه برای متغیرهای شکاف نسبی قیمت تعداد ۳۲۳، گردش سهام ۳۸۶، عمق قیمتی سهام ۲۵۲، میانگین قیمت و تعداد سهام معامله شده ۹۶۱ مشاهده بدست آمده است. در ادامه این جدول مقادیر حداقل، حداکثر، میانگین و انحراف معیار متغیرهای تحقیق نیز آورده شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
شکاف قیمتی سهام	۳۲۳	-۴۰۵/۷	۱۳۰۸/۹	۲/۴	۱۰۶/۷
گردش سهام	۳۸۶	-۱/۱	۴/۲۶	۰/۰۳۷	۰/۳۰
عمق قیمتی سهام	۲۵۲	-۱۱۲۶۵۵۲۴	۹۷۷۴۹۴۸	-۶۷۵۷/۹	۹۵۳۶۹۷/۸
میانگین قیمت	۹۶۱	-۰/۸۳۱	۲۶۲۳۰۴/۳	۶۴۵۱/۲	۱۸۸۷۲/۸
تعداد سهام معامله شده	۹۶۱	۷/۷۸	۲۵/۷	۱۹/۹۷	۲۲/۸۴

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون ویلکاکسون جهت برابری میانگین‌ها در جدول ۲ آمده است. برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم برابری میانگین‌های متغیر شکاف نسبی قیمت سهام در ۳۰ روز قبل و ۳۰ روز بعد از انتشار به موقع اطلاعاتی‌های میان‌دوره‌ای ۳، ۶ و ۹ ماهه حسابرسی نشده در سطح خطای ۰/۰۵ مورد مقایسه قرار گرفت. همچنان که مشاهده می‌گردد، سطح معناداری محاسبه شده در آزمون Z برای فرضیه اول مقدار ۰/۰۱۷، برای فرضیه دوم ۰/۰۰۰ و برای فرضیه سوم ۰/۰۰۴ است. بنابراین با ضریب اطمینان ۹۵ درصد می‌توان تفاوت میانگین‌های این متغیر را برای دوره قبل و بعد از رویداد پذیرفته و

بنابراین هر سه این فرضیه ها مورد تأیید قرار می گیرند. این بدان معناست که انتشار این اطلاعیه ها می تواند بر شکاف نسبی قیمت تأثیر بگذارد.

برای آزمون فرضیه های چهارم، پنجم و ششم برابری میانگین های متغیر گردش سهام در ۳۰ روز قبل و ۳۰ روز بعد از انتشار به موقع اطلاعیه های میان دوره ای ۳، ۶ و ۹ ماهه حسابرسی نشده در سطح خطای ۰/۰۵ مورد مقایسه قرار گرفت. مشاهده می گردد که سطح معناداری محاسبه شده برای فرضیه چهارم معادل ۰/۳۳۲ و برای فرضیه پنجم ۰/۱۳۹ است، بنابراین تفاوت میانگین های این متغیر برای دوره قبل و بعد از رویداد در مورد اطلاعیه های ۳ و ۶ ماهه در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و این دو فرضیه مورد تأیید قرار نمی گیرند. بدین معنی که انتشار این اطلاعیه ها نمی تواند بر گردش سهام تأثیرگذار باشد. اما چون سطح معناداری محاسبه شده برای فرضیه ششم ۰/۰۰۱ است، می توان نتیجه گرفت که میانگین گردش سهام برای دوره قبل و بعد از انتشار اطلاعیه های ۹ ماهه تفاوت معناداری داشته و بنابراین فرضیه ششم مورد تأیید قرار می گیرد.

در آزمون فرضیه های هفتم، هشتم و نهم نیز برابری میانگین های متغیر عمق قیمتی سهام در ۳۰ روز قبل و ۳۰ روز بعد از انتشار به موقع اطلاعیه های میان دوره ای ۳، ۶ و ۹ ماهه حسابرسی نشده در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد مقایسه قرار می گیرند. مشاهده می گردد که سطح معناداری محاسبه شده برای فرضیه هفتم مقدار ۰/۰۹۹، برای فرضیه هشتم ۰/۸۷۹ و برای فرضیه نهم ۰/۷۳۱ است. بنابراین با ضریب اطمینان ۹۵ درصد نمی توان تفاوت میانگین های این متغیر را برای دوره قبل و بعد از انتشار اطلاعیه ها پذیرفت و لذا این فرضیه ها مورد تأیید قرار نگرفته و رد می شوند. این بدان معناست که انتشار هیچ یک از این اطلاعیه ها نمی تواند بر عمق قیمتی سهام تأثیر بگذارد.

جدول (۲): نتایج آزمون برابری میانگین های ویلکاکسون

فرضیه	میانگین ۳۰ روز قبل	میانگین ۳۰ روز بعد	آماره Z	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۱	۵/۸۱۵	۱۹/۱۹۶	-۲/۳۹۲	۰/۰۱۷	تایید گردید
۲	۱۸۴/۴۳۱	۱۳۱/۸۱۰	-۳/۸۷۳	۰/۰۰۰	تایید گردید
۳	-۱۵/۴۹۳	۲/۳۰۱	-۲/۸۴۱	۰/۰۰۴	تایید گردید
۴	۰/۰۹۸	۰/۱۱۸	-۰/۹۷۱	۰/۳۳۲	رد گردید
۵	۰/۰۹۶	۰/۰۸۷	-۱/۴۸۰	۰/۱۳۹	رد گردید
۶	۰/۰۶۵	۰/۱۸۹	-۳/۳۱۱	۰/۰۰۱	تایید گردید
۷	۴۱۱۶/۴۸	۵۱۷۰۴۶/۴۶	-۱/۶۵۰	۰/۰۹۹	رد گردید
۸	۳۴۰۴/۸۲	۲۴۰۸/۸۰	-۰/۱۵۲	۰/۸۷۹	رد گردید
۹	۲۳۸۶/۴۱	۳۶۹۱/۵۲	-۰/۳۴۴	۰/۷۳۱	رد گردید

نتایج آزمون رگرسیون چندگانه مربوط به آزمون فرضیه های اول، دوم و سوم که بیانگر تأثیر انتشار به موقع اطلاعات بر شکاف قیمتی سهام است، در جدول ۳ ارائه شده اند. همچنان که مشاهده می شود مقدار آماره F مدل برابر ۷/۸۳۱ و سطح معناداری آن کوچک تر از ۰/۰۵ است بنابراین مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار شده است. ضریب تعیین مدل نیز معادل ۰/۲۸۹ است و نشان می دهد که تقریباً ۲۹ درصد تغییرات متغیر وابسته به تغییرات متغیرهای توضیحی مدل مربوط می شود.

با توجه به ضرائب بدست آمده برای متغیرهای  $X_1$ ،  $X_2$  و  $X_3$  که انتشار صورت های مالی میان دوره ای ۳، ۶ و ۹ ماهه را نشان می دهند و نیز سطح معناداری آنها، ملاحظه می گردد که فقط تأثیر انتشار اطلاعات ۳ ماهه ( $X_1$ ) بر شکاف قیمتی سهام معنادار نیست اما سایر متغیرها در سطح خطای ۰/۰۵ دارای تأثیر معناداری گزارش شده اند و این نتیجه را می توان تا حدی با نتیجه آزمون ویلکاکسون سازگار دانست. از بین متغیرهای کنترلی قیمت و دفعات معامله سهام نیز مشاهده می شود که با توجه به ضریب متغیر قیمت که معادل ۳/۹۷۲ بدست آمده، این متغیر تأثیر معنادارتری بر متغیر وابسته دارد.

آماره دوربین واتسون نیز حکایت از عدم وجود مشکل خود همبستگی در مدل دارد. بنابراین نتایج نشان می‌دهد که با آزمون رگرسیون بجز فرضیه اول، فرضیه های دوم و سوم مورد تأیید قرار می‌گیرند.

جدول (۳): نتایج آزمون رگرسیون برای متغیر شکاف نسبی قیمت سهام

$Spread_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Volume_{it} + \beta_5 Price_{it} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
	۴/۴۴۱	۰/۰۸۳	۰/۹۳۴
$X_1$	۱/۶۵۴	۰/۱۱۲	۰/۹۱۱
$X_2$	-۳۳/۷۷۹	-۲/۱۵۳	۰/۰۳۴
$X_3$	۰/۷۷۹	۲/۲۵۴	۰/۰۳۴
Volume	-۰/۱۵۱	-۱/۶۸۵	۰/۰۹۶
Price	۳/۹۷۲	۰/۹۹۲	۰/۰۰۰
آماره F	۷/۸۳۱	ضریب تعیین	۰/۲۸۹
سطح معناداری	۰/۰۰۰	آماره دوربین واتسون	۱/۹۰۳

جدول ۴ نتایج آزمون رگرسیون چندگانه مربوط به فرضیه های چهارم، پنجم و ششم را نشان می‌دهد که بیانگر تأثیر انتشار به موقع اطلاعات بر گردش سهام است. چنان که مشاهده می‌شود مقدار آماره F مدل برابر ۲/۱۸۹ و سطح معناداری آن ۰/۰۹۷ است که گرچه بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است اما می‌توان این مدل رگرسیون را با سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار تلقی نمود. ضریب تعیین مدل معادل ۰/۰۹۹ است و نشان می‌دهد که تقریباً ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (گردش سهام) به تغییرات متغیرهای توضیحی مدل مربوط است.

ضرائب بدست آمده برای متغیرهای  $X_1$ ،  $X_2$  و  $X_3$  که بیانگر انتشار صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۳، ۶ و ۹ ماهه هستند و نیز سطح معناداری آنها که بالاتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، نشان می‌دهد که هیچ یک از این متغیرها تأثیر معناداری بر گردش سهام ندارند و این نتیجه نیز تا حدی با نتیجه آزمون ویلکاکسون سازگار است. ضرائب متغیرهای کنترلی قیمت و دفعات معامله سهام نیز دارای سطح معناداری بیش از ۰/۰۵ هستند بنابراین مشاهده می‌شود که این متغیرها نیز تأثیر معناداری بر متغیر وابسته ندارد. با این وجود آماره دوربین واتسون حکایت از عدم وجود مشکل خود همبستگی در مدل دارد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم توسط آزمون رگرسیون تأیید نمی‌شوند.

جدول (۴): نتایج آزمون رگرسیون برای متغیر گردش سهام

$Turnover_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Volume_{it} + \beta_5 Price_{it} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
	۵/۵۶۴	۴/۵۲۸	۰/۰۰۰
X1	۰/۲۱۲	۰/۶۴۱	۰/۵۲۴
X2	۰/۷۶۴	-۱/۴۴	۰/۱۵۵
X3	۰/۱۴۱	۰/۳۱۶	۰/۷۵۳
volume	۰/۱۷۷	۱/۵۸۸	۰/۱۱۹
Price	۲/۰۳۵	۰/۳۷۴	۰/۷۱۰
آماره F	۲/۱۸۹	ضریب تعیین	۰/۰۹۹
سطح معناداری	۰/۰۹۷	آماره دوربین واتسون	۲/۱۸

نتایج آزمون رگرسیون چندگانه مربوط به فرضیه های هفتم، هشتم و نهم در جدول ۵ نشان داده شده‌اند و بیانگر تأثیر انتشار به موقع اطلاعات بر متغیر عمق قیمتی سهام است. مشاهده می‌شود که مقدار آماره F مدل برابر ۳/۴۹۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۲۷ بدست آمده و چون کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توان این مدل رگرسیون را با سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار دانست. ضریب تعیین مدل معادل ۰/۲۵۳ شده است و نشان می‌دهد که ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته (عمق قیمتی سهام) توسط متغیرهای مستقل و کنترل مدل توضیح داده می‌شوند.

ضرائب بدست آمده برای متغیرهای  $X_1$ ،  $X_2$  و  $X_3$  که اثر انتشار صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۳، ۶ و ۹ ماهه را نشان می‌دهند بیانگر آن است که با توجه به سطح معناداری آنها که همگی بالاتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، هیچ یک از این متغیرها تأثیر معناداری بر عمق قیمتی سهام ندارند. این نتیجه را می‌توان دقیقاً با نتایج بدست آمده از آزمون ویلکاکسون سازگار و هماهنگ دانست. ضرائب متغیرهای کنترلی قیمت و دفعات معامله سهام نیز دارای سطح معناداری بیش از ۰/۰۵ هستند بنابراین می‌توان گفت که این متغیرها نیز تأثیر معناداری بر متغیر وابسته ندارند. مقدار آماره دوربین واتسون نزدیک به عدد ۲ شده و نشان می‌دهد که مشکل خود همبستگی در مدل وجود ندارد. بنابراین با توجه



به ضرائب حاصله می توان نتیجه گرفت که فرضیه های هفتم، هشتم و نهم تحقیق نیز قویاً توسط آزمون رگرسیون رد می شوند.

جدول (۵): نتایج آزمون رگرسیون برای متغیر عمق قیمتی سهام

$Depth_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Volume_{it} + \beta_5 Price_{it} + \varepsilon$			
متغیر	ضریب	آماره $t$	سطح معناداری
	۰/۵۹۱	۰/۱۷۷	۰/۸۶۰
X1	۱/۰۰۴	۱/۲۶۹	۰/۲۱۱
X2	۰/۰۲۹	۰/۱۸۸	۰/۸۵۲
X3	۰/۰۱۰	۰/۲۳۲	۰/۸۱۷
volume	۰/۴۷۳	۱/۸۷۵	۰/۰۶۸
Price	-۲/۷۷۶	-۰/۲۹۲	۰/۷۷۱
آماره $F$	۳/۴۹۱	ضریب تعیین	۰/۲۵۳
سطح معناداری	۰/۰۲۷	آماره دوربین واتسون	۱/۸۸

### نتیجه گیری

در این پژوهش تأثیر انتشار به موقع صورت های مالی میان دوره ای بر نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به اینکه متغیر نقدشوندگی، متغیری چند بعدی است، برای سنجش این متغیر از سه معیار شکاف نسبی قیمت سهام، گردش سهام و میانگین عمق قیمتی سهام استفاده شده است. نتایج بدست آمده از آزمون ویلکاکسون که وجود تفاوت معنادار ابعاد نقد شوندگی سهام را بین دوره های قبل و بعد از انتشار اطلاعیه های صورت های مالی میان دوره ای نشان می دهد، بیانگر آن بود که انتشار انواع اطلاعیه ها تأثیر معناداری بر متغیر شکاف قیمتی سهام دارند، اما تقریباً تأثیر انتشار این اطلاعیه ها بر ابعاد دیگر نقدشوندگی یعنی گردش و عمق قیمتی سهام معنادار نیست. تنها اثر انتشار اطلاعیه های ۹ ماهه را بر گردش سهام معنادار دانست. از سوی دیگر نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون چندگانه نیز تقریباً همین نتایج را مورد تأیید قرار داد. این نتایج حاکی از آن بود که انتشار به موقع صورت های مالی میان دوره ای حساسی نشده به ویژه به ۶ و ۹ ماهه بر شکاف قیمتی سهام

تأثیر معناداری دارند، اما تأثیر آنها بر ابعاد دیگر یعنی میانگین عمق قیمتی سهام و گردش سهام معناداری مشاهده نمی‌شود. در نتیجه میتوان مدعی شد که فرضیه اصلی این پژوهش، مبنی بر اینکه انتشار به موقع اطلاعات صورت‌های مالی بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد، نمی‌توان در بورس اوراق بهادار تهران قویاً مورد تأیید قرار داد. این نتیجه با نتایج برخی از پژوهش‌های پیشین در این زمینه مانند لخال (2008)، انجی (2009)، کوبوتا و همکاران (2012)، فخاری و همکاران (۱۳۸۸) و بادآور نهندي و همکاران (۱۳۸۹) سازگار است، اما با این وجود با تحقیقات دیگری مانند قائمی و همکاران (۱۳۸۹) و یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) سازگاری کامل دارد. بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که شاید دلیل ناسازگاری نتایج پژوهش به عدم کارایی بازار سهام در ایران و وجود متغیرهای محیطی بسیاری است که در زمان‌های مختلف باعث بروز عدم تقارن اطلاعاتی شده و در نتیجه انتشار اطلاعات شرکت‌ها با عدم واکنش بازار مواجه می‌گردد.

### پیشنادهای پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه نمود:

با توجه به نتایج فرضیه‌های این تحقیق (فرضیه اول، دوم و سوم آزمون مقایسه میانگین‌ها) و نتایج تحقیقات انجام شده مشخص گردید که متغیر شکاف قیمتی از ابعاد مهم نقدشوندگی سهام است که می‌توان آن را مورد تحلیل قرار داد، لذا پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار تهران این متغیر را نیز همراه با رتبه نقدشوندگی سهام جهت استفاده تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و محققان در گزارش‌های اعلامی خود محاسبه و ارائه نماید. همچنین پیشنهاد می‌شود جهت تحقیقات آتی اثر اعلان دیگر اطلاعیه‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مانند صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی شده، اعلان سود، صورت‌های مالی سالانه و...) بر معیارهای نقدشوندگی شکاف نسبی قیمت، میانگین عمق قیمتی سهام و گردش سهام را مورد بررسی واقع شوند.

## منابع و مأخذ

۱. احمدپور، احمد، و رسایان، احمد. (۱۳۸۵). "رابطه معیارهای ریسک و اتلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶: ص ۶۰-۳۷.
۲. الهیاری، ا. (۱۳۸۷). "بررسی شکل ضعیف کارآیی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول شماره ۴: ص ۱۰۸-۷۵.
۳. ایزدی نیا، ناصر، و رسایان، امیر. (۱۳۸۹). "پراکندگی مالکیت و نقد شوندگی سهام"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۰: ص ۲۲-۳.
۴. بادآور نهندی، یونس، و ملکی نژاد، آمنه. (۱۳۸۹). "بررسی نقد شوندگی سهام در زمان انتشار گزارشهای مالی در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، شماره ۳: ص ۱۱۵-۹۹.
۵. تهرانی، رضا، عبده تبریزی، حسین، و جعفری سرشت، داوود. (۱۳۹۰). "ارزیابی تاثیر عرضه عمومی سهام شرکت های دولتی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، نشریه تحقیقات مالی، شماره ۳۱: ص ۴۰-۲۳.
۶. دهدار، فرهاد، و آقایی، محمدعلی. (۱۳۸۸). "تحقیقی پیرامون شکل ضعیف کارآیی در بازارهای نوظهور: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، دانش رفتار مدیریت پیشرفت، سال شانزدهم، شماره ۳۸.
۷. سازمان بورس و اوراق بهادار تهران (۱۳۹۰)، "دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان و دستورالعمل الزامات افشای اطلاعات و تصویب معاملات اشخاص وابسته ناشران بورسی و فرا بورسی"، مقررات ناشران اوراق بهادار.
۸. سعیدی، علی، و دادار، ام البنین. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام با شاخص نقد شوندگی دوره های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات مدیریت صنعتی، شماره ۱۶: ص ۹۷-۷۵.
۹. سلیمی فر، مصطفی، و شیرزور، زهرا. (۱۳۸۹). "بررسی کارآیی اطلاعاتی بازار بورس به روش آزمون نسبت واریانس"، مجله دانش و توسعه، سال هجدهم، شماره ۳۱.
۱۰. فخاری، حسین، و فلاح محمدی، نرگس. (۱۳۸۸). "بررسی تاثیر افشا اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره ۴: ص ۱۶۳-۱۴۸.

۱۱. قائمی، محمدحسین، و وطن پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۱: ص ۱۰۳-۸۵.
۱۲. قائمی، محمدحسین، رحیم پور، محمد، نوذری، روح‌الله، و روحی، بهزاد. (۱۳۸۹). "اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۲، شماره ۲: ص ۵۰-۳۱.
۱۳. کاشانی پور، محمد، مهرانی، ساسان، و پاشانژاد، یوسف. (۱۳۸۹). "بررسی ارتباط برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی با نقد شوندگی بازار"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۴: ص ۷۶-۶۱.
۱۴. مرادی پور، مهدی، و حسینی پور، سید مهدی. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین برخی ویژگی‌های مالی و غیر مالی و مدت زمان اجرا و تکمیل عملیات حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شد در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره ۱: ص ۱۶۸-۱۸۵.
۱۵. یحیی زاده فر، محمود، شمس، شهاب‌الدین، و فلاح محمدی، نرگس. (۱۳۸۹). "تاثیر افشای اطلاعات بر دامنه شکاف قیمتی پیشنهادی خرید و فروش سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمانی"، فصلنامه کاوش‌های مدیریت بازرگانی، شماره ۴: ص ۷۳-۵۳.
۱۶. یعقوب نژاد، احمد، و ذبیحی، علی. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقد شوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۰: ص ۲۳۵-۲۱۷.
17. Asadi A.R., Mohamad Sh, (2009) "Signaling Effects of Dividend Announcements: Evidence from Middle Eastern countries", unpublished paper.
18. Abad, D., S, Sanabria and J, Yague. (2005). "liquidity and information around annual earnings announcements: an intraday analysis of the Spanish stock market", working papers Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas / Serie EC;16.
19. Chen, W, P., h. Chung, Ch. Lee, W. Liao, (2007), "Corporate Governance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings, Corporate Governance", An International Review, vol. 15, No 4: pp 644-660.
20. Frost, C, A., E, A., Gordon, A, F., Hayes, (2002), "Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges".
21. Haddad A. E., W. K. AlShattarat, H. Nobanee, (2009), "Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian capital market", International

- Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, Vol.5 , pp: 285-309.
22. Kubota, K., Takehara, H., (2012), "Information Asymmetry, Quarterly Disclosure Decisions, and Liquidity: Evidence from Tokyo Stock Exchange Firms" , <http://www.eea-esem.com>.
  23. Lakhali, F., (2008), "Information Asymmetry Around Voluntary Earnings, Disclosures New evidence from France", International Journal of Managerial Finance , Vol. 4, No. 1, pp: 60-75.
  24. Ng, J., (2009), "The effect of information quality on liquidity risk", <http://ssrn.com/abstract=1097382>
  25. Otagawa, K., (2003), "Market liquidity around quarterly earnings announcements: Evidence from Japan", Available at: [http://www.b.kobe-u.ac.jp/paper/2003\\_06.pdf](http://www.b.kobe-u.ac.jp/paper/2003_06.pdf).

