

بررسی نقدشوندگی سهام در زمان انتشار گزارشهای مالی در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر یونس بادآور نهندي *

آمنه ملکی نژاد **

تاریخ پذیرش: 89/9/1

تاریخ دریافت: 89/4/6

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی اثر گزارشهای مالی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق برای ایبهاداومتقلوانو اسنقدشوندگی بازار سرمایه در هفت روز معاملاتی قبل از رویداد (انتشار گزارشهای مالی) با هفت روز معاملاتی بعد از رویداد مورد مقایسه قرار گرفت. برای این پژوهش از اطلاعات 7 شرکت طی دوره 1385-1381 استفاده شده است. نقدشوندگی سهام در این پژوهش با استفاده از سه شاخص اندازه گیری گردیده است. همچنین برای آزمون های پژوهش، هر دو روش مقطعی و تجمعی به کار رفته است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که نقدشوندگی سهام قبل و بعد از انتشار گزارشهای مالی تفاوت هست. همچنین نقدشوندگی عمیق قیمتی سهام قبل و بعد از انتشار گزارشهای مالی تفاوت با این حملت. بین میانگین دفعات گردش سهام قبل و بعد از انتشار گزارشهای مالی تفاوتی نیست.

* استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی تبریز.

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی تبریز

نویسنده مسئول مقاله: یونس بادآور نهندي (Email: yn-nahandi@ yahoo.com)

واژه‌های کلیدی: قیمت درخواستی خرید، قیمت پیشنهادی فروش، شکاف قیمتی سهام، عمق قیمتی سهام و دفعه‌های گردش سهام.

مقدمه

اصل و ماهیت عدم تقارن اطلاعاتی¹ این نکته است که افراد درون سازمانی آگاهی بیشتری در مورد آینده شرکت، خطرها و ارزش شرکت نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی دارند. عمق² مشکلات اخلاقی³ و مشکلات اخلاقی² دارند. گزینش مغایر به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن فروشندگان، اطلاعاتی در اختیار دارند که خریداران از آن بی‌اطلاع هستند (و بالعکس) و از این اطلاعات در معاملات خود به منظور به دست آوردن بازده بیشتر استفاده می‌کنند. این عدم اطمینان سبب می‌شود که خریداران هیچ‌گاه از ارزش واقعی دارایی مالی مورد معامله آگاه نباشند و در نتیجه معامله در قیمتی دور از ارزش ذاتی مبادله شود. زمانی که معامله‌گران در بازار از وجود افراد غیر مطلع آگاه شوند، مشکل گزینش مغایر افزایش می‌یابد. در این حالت افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی از طریق گسترش تفاوت دامنه قیمت درخواستی خرید³ و پیشنهادی فروش⁴ سهام نشان داده می‌شود و بازار گردانها⁵ از افزایش این تفاوت برای جبران ریسک گزینش مغایر بهره می‌گیرند؛ به عبارت دیگر، حضور افراد ناآگاه در بازار سرمایه این امکان را فراهم می‌سازد تا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای میزان بازده بیشتری به دست آورند (قائمی، 1384).

از آنجا که سرمایه‌گذاران⁶ گوناگون⁷ سرمایه‌گذاری به دو معیار خطرپذیری و بازده توجه می‌کنند در پی سرمایه‌گذاری در اقلامی هستند که بیشترین بازده و کمترین ریسک را داشته باشد. بازده مورد انتظار تابعی از میزان خطر یا نوسان پذیری جریانهای نقدی است (راعی، 1383). یکی از عوامل مهم خطرپذیری سرمایه‌گذاری ریسک عدم نقلشوندگی سهام است. هرچه بتوان یک دارایی را سریعتر و ~~بهره‌کمی فروش~~ امکان نقد شوندگی⁶ آن بیشتر است. به طور کلی، نقدشوندگی، توانایی سرمایه‌گذاران در تبدیل داراییهای مالی به وجه نقد در قیمتی مشابه با

قیمت آخرین معامله است با این فرض که اطلاعات جدیدی از زمان آخرین معامله کسب نشده باشد (خرمدین، 1387).

کیفیت افشا در نقدشوندگی سهم در بازار سرمایه تأثیر زیادی دارد. انتشار عمومی، عدم تقارن اطلاعاتی را بین معامله‌گران کاهش می‌دهد. لمبرت، لیوز و ورجیا⁶ (1999) خاطر نشان ساختند، شواهد مستقیم معدودی در مورد با کیفیت اطلاعات و نقدشوندگی ، و لبانفار لهسوت آنجا که بی‌عصبانه‌تر یا اطلاعاتی در دسترس سرمایه‌گذاران گزارشهای مالی شرکتهاست، آگاهی از نقش این اطلاعات در کاهش ایجاد شفافیت در بازار و در نهایت نقدشوندگی سهام از اهمیت فراوانی برخوردار است (دبیلیو، بولتر⁷، 2002).

پیشینه و ادبیات پژوهش

آکرلف⁸ (1970)، با ارائه نظریه‌ای تحت عنوان بازار «لمونها»⁹ یا «اجناس بنجل»، توجه صاحب‌نظران حوزه‌های مختلف اقتصادی را به مسئله عدم تقارن اطلاعات بین مشتری و فروشنده و نیز پیامدهای آن جلب کرد. علم‌قرن‌تلاخی، به کواکون‌تلاخی منجر خواهد شد. ریشه و پایه این نظریه بر این اصل استوار است که در یک معامله، چنانچه یکی از طرفین از شرایط واقعی کالاهای مورد نظر آگاهی نداشته باشد، طرف دوم می‌تواند سود بیشتری دست آورد. در چنین وضعیتی، گونگی از نبود اطمینان و عدم قطعیت بر فضای معامله حاکم خواهد بود که در نهایت به تضعیف جریان می‌انجامد.

ولتون¹⁰ (2005)، در توصیف این موقعیت بیان می‌کند که نقص یا نابرابری اطلاعاتی مدنظر آکرلف به انتخابی ناصحیح منتهی می‌شود. در چنین بازارهای خریدار واقعاً حق انتخاب ندارد. آنچه وی انجام می‌دهد، کوی‌جریسک‌کردگیست که می‌تواند به سودی سرشار و یا زبانی جبران‌ناپذیر منجر شود. در واقع معامله‌گران هنگام خرید، قیمت درخواستی خود را پرداخت، و کفوش‌قیمت‌پیشی خود را دریافت می‌کنند. تفاوت بین قیمت پیشنهادی و درخواستی، معیار مهمی به منظور اندازه‌گیری کیفیت بازار

است؛ چراکه در واقع نشان‌دهنده هزینه معاملات است. شکفتی عواملی از قبیل اطلاعات متمایز در جریان سفارش، معاملات و نوسان بازده تغییر می‌یابد (کاپلند¹¹، 1983). پژوهشهای قبلی هم چون ولکر¹² (1995)، هیلی، هرنزپالو¹³ (1999) نشان داده‌اند که شکاف قیمتی به طور منفی با کیفیت افشا در ارتباط است. آنچه موجب عدم تقارن اطلاعاتی بین تحلیلگران می‌شود، دسترسی اطلاعات، صورت جلسات و تصمیمات درون سازمانی است. آنچه که تنها از طریق تحلیلگران از شرکت و ارزش آن آگاه می‌شوند، کیفیت و محتوای اطلاعاتی افشاهمان‌گونه که لو¹⁴ (1989) بیان کرده است، به نوع افشا نیز بستگی دارد. معیار کلیدی در کارایی بازار و بازار سازی، هزینه معاملات است. ادبیات مالی مدرن اجزای تشکیل‌دهنده شکاف قیمتی را از نظر هزینه معاملات به سه دسته تقسیم کرده است:

- 1) هزینه فرا می‌نموش کل سازان برای جبران انواع مختلف هزینه‌های اجرای سفارش (نیروی انسانی، تجهیزات و غیره) پرداخت می‌کنند.
- 2) هزینه نگهداری موجودی که بازار سلولزی چین وضعیت غم‌جویی پرداخت می‌کنند.
- 3) هزینه انتخاب مغایر که بازار سازان در جبران معامله با معامله‌گران مطلع می‌پردازند.

بنا به پژوهش استول¹⁵ (1989)، شکاف کلی درجه‌بندی کنترل کل و متنوع پرتفولیو (هنگامی جوی کلا) و جزئیات خط‌مشی می‌شوند. اهد حاکی است که کیفیت افشا و شکاف قیمتی با هم رابطه منفی دارند، در واقع شرکتهای با درجه کیفیت افشای بیشتر، شکاف مؤثر کوچکتری دارند. هفلین، دیلیو شاو و جی ویلد¹⁶ (2002) دریافتند شرکتهای با کیفیت افشای بیشتر، اجزای شکاف عدم تقارن اطلاعاتی کوچکتری نشان می‌دهند. این بدان معنی است که کیفیت خوب به منظور کاهش خطرپذیری معاملات آگاهانه، مفید است. در مورد با اندازه و عمق،

شرکتهای با کیفیت افشای بیشتر اجزای شکاف عدم تقارن کمتری نسبت به شرکتهای با افشای کمتر دارند.

لی، ماکلو و ردی¹⁷ (1993) خاطر نشان ساختند بحث در مورد نقدشوندگی بازار بدون در نظر گرفتن عمق آن همیشه می‌تواند با ابهام روبه‌رو باشد. عمق¹⁸ به اندازه سرمایه‌گذاری مالی (برای مثال تعداد سهام، تعداد قرارداد) که در قیمتی معین قابل داد و ستد است، اشاره دارد. در واقع عمق دارایی، توانایی بازار در جذب اندازه‌های مختلف از آن دارایی بدون تغییرات قابل توجه در قیمت است. بازاری دارای عمق است که قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازارساز نزدیک به قیمت تعادلی باشد که تغییرات قیمت در چنین بازاری غالباً پیوسته است. ما در بازار کم عمق، تغییرات قیمت به صورت جهشی و ناپیوسته است. تغییر قیمت‌ها در بازارهای عمیق، کمتر از تغییر قیمت‌ها در بازارهای کم عمق است. بنابراین خطرپذیری بازارسازها در بازارهای عمیق از بازارهای کم عمق، کمتر است. در عمل این معیار به عوامل مختلفی از جمله حداکثر حجم معامله روی سهم توسط بازارسازان (بلون اینکه در قیمت تأثیر بگذارد) مربوط است. از این رو خط مشی افشای آگاهانه و پرمحتوا می‌تواند ریسک معاملات آگاهانه را کاهش دهد و با کاهش هزینه معاملات و افزایش نقدشوندگی، هزینه سرمایه را کم کند.

افشا ابزاری در دست شرکت‌ها بوده و منظور محل مشکلات گزینش مغایر است. اسکراند و ورچیا¹⁹ (2002) نشان دادند که افشای بیشتر در دوره عرضه اولیه، ارتباط معنی‌داری با کاهش قیمت گنلهاری کمتر از حد دارد. البته این رابطه معنی‌دار تنها در افشاهای با محتوای اطلاعاتی صادق است. هم‌چنین آنها نشان دادند که اندازه افشا با بزرگی نقدشوندگی بازار (شکاف و عمق) نیز در رابطه است. در بحث مورد درجه شفافیت بازار و نقدشوندگی نیز می‌توان اذعان کرد: همان‌گونه که الگوهای ساختار درونی بر مبنای اطلاعات نشان می‌دهد، اطلاعات در دسترس در فرایند مبادلات، اجزای بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ یعنی در واقع تعادل بازار وابسته به درجه شفافیت (یعنی توانایی پیش‌بینی بازار در مشاهده اطلاعات طی فرایند مبادلات) است (نمبرت²⁰، 2006).

ی پژوهش‌های متعددی نشان می‌دهد کیفیت عاقلانه‌ی متعددی هم‌چون ویژگی‌های شرکتی و مدیریتی، قبول موجود و ... تأثیرپذیر است. کهلر و یان²¹ (1997) و (1998) مطالعات خود به این نتیجه رسیدند که شرکتهای با هیئت‌مدیره مؤثرتر، پیش‌بینی زیاد و مکرر سود دارند و به همین دلیل بیشتر این پیش‌بینها صحیح است. بنابراین، کیفیت خوب هیئت‌مدیره با تکرار و صحت زیاد پیش‌بینی سود و نیز با افزایش نقدشوندگی سهام در بازار در زمان اعلام سود مرتبط است؛ برای مثال شرکتهایی که اطلاعات کمی منتشر می‌کنند به احتمال زیاد زیریت سود دست می‌زنند. لوبو و ژاعو²² (2001) رابطه معکوسی بین مدیریت سود و کیفیت اطلاعات منتشره شده شرکت یافتند.

آتیاس (1985) و فری من (1987) بردند در نظریه‌ی بزرگتر نسبت به شرکتهای کوچکتر درصد زیاد اطلاعات سود قبل از اعلام سود در قیمت سهام منعکس می‌شود. آنها اظهار کردند که عدم تقارن اطلاعاتی زیادتری در زمان انتشار سود در شرکتهای کوچکتر وجود دارد. نقدشوندگی در زمان افشای اطلاعات و اعلانهای عمومی نوسان بیشتری دارد و بسته به کیفیت و همگن بودن توزیع اطلاعات تغییر می‌یابد.

اسکینر²³ (1991) در پژوهش خود افزایش قابل ملاحظه‌ای را در شکاف قیمتی سهام در مورد زمان اعلان سود مشاهده نکرد. دیگران و رحیمیان و دیگران (1388) با مقایسه سطح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در دوره اعلام سود به این نتیجه رسیدند که سطح عدم تقارن اطلاعاتی پس از اعلام سود نسبت به پیش از آن بیشتر است.

کاناگارتنام، جی. لوبو و جی. والن²⁴ (2006) پژوهشی در مورد انتشار سودهای فصلی، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و تغییرات شکاف قیمتی پیشنهادی فروش و درخواستی خرید و عمق آن را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که شکاف قیمتی در زمان اعلام سود برای شرکتهایی که هیئت‌مدیره مستقل (غیرموظف) و فعالتری دارند به طور مشخصی پایین است. برتلیت عمق قیمت خرید نیز برای شرکتهایی که هیئت مدیره فعال‌تر و کارا تر به طور قابل توجهی بیشتر است. تغییرات قیمت برای

های شرکته هیئت مدیره و رؤسای انالک درصد زیادای سهام هستند به طور واضحی بیشتر است.

قائمی و وطن پرست (1384) در پژوهش خود با استفاده از اندازه گیری 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 این امر در دوره های عقبل از سلود بمراتب بیشتر از دوره های پس از اعلان است. هم چنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط است.

ایزلی و اوهارا²⁵ (1992) دریافتند که تناسب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، حجم مبادلات نیز افزایش پیدا می کند. البته آنها نیز این امر را در دوره قبل از اعلان سود مشاهده کردند. فرتوک زاده و دیگران (1388) دریافتند که عوامل اصلی تأثیرگذار بر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، حجم معاملات و نوسان پذیری قیمتها است. علاوه بر این، آنها مشاهده کردند که دوره زمانی معاملات نیز تأثیر چشمگیری بر میزان این شکاف قیمتی دارد. مطالعه آنان در مورد عوامل عمیق بازار نیز نشان داد که حجم معاملات دارای اثر مثبت، نوسان پذیری بدون اثر سطح قیمتها نیز دارای اثر مثبت بر متغیر عمق بازار است.

احمدپور و رسائیان (1385) در پژوهش خود، سودمندی اطلاعات مالی را در توضیح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، اثبات کردند. شواهد ارائه شده در پژوهشهای مختلف بیانگر این است که داده های صورتهای مالی، اطلاعاتی را فراهم می آورد که سبب کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار می گردد و نشان می دهد که سرمایه گذاران بایستی این نوع اطلاعات را در ارزیابی ریسک بالقوه و در نتیجه در تصمیمات سرمایه گذاریشان به طور کامل به کار گیرند.

فرضیه‌های پژوهش

- 1) بین میانگین شکاف نسبی قیمت قبل از رویداد (انتشار گزارشهای مالی) با میانگین شکاف نسبی قیمت بعد از رویداد تفاوت هست.
- 2) بین میانگین عمق قیمتی سهام قبل از رویداد (انتشار گزارشهای مالی) با میانگین عمق قیمتی سهام بعد از رویداد تفاوت وجود دارد.
- 3) بین میانگین دفعات گردش سهام قبل از رویداد (انتشار گزارشهای مالی) با میانگین دفعات گردش سهام بعد از رویداد تفاوت هست.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، وکاپرلنچ، و کاپرلنچ، اینک که بر تعمیم اطلاعات بخش کوچکی از جامعه تحت عنوان نمونه مبتنی است و هم‌چنین بدلیل اینکه متغیرها بدون دستکاری مورد مطالعه قرار می‌گیرد، استقرایی است. این پژوهش با استفاده از قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام، متغیرهای شکاف قیمتی نسبی، عمق قیمتی سهام و تعداد دفعه‌های گردش سهام قبل و بعد از زمان گزارشهای مالی انجام می‌شود و زیر مجموعه از پژوهشهای رویدادی به شمار می‌رود.

دوره زمانی این پژوهش به دلیل در نظر گرفتن دوره تقریبی افزایش فعالیت بورس تهران و نیز آسانی دسترسی به اطلاعاتی و صورت‌های مالی شرکتها دوره پنجساله از سال 1381 تا سال 1385 انتخاب شد. اینک که در زمان اجرای پژوهش، هنوز صورت‌های مالی برخی از شرکت‌های نمونه برای سال 1386 منتشر نشده بود، این سال از بازه زمانی حذف شد.

مبانی نظری پژوهش از مفاهیمی نظیر کفایت‌های سی و خارجی ترجمه و گردآوری، و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش شامل اطلاعات صورت‌های مالی و تاریخهای انتشار از طریق نرم‌افزارهای پتدیراز و پارس پرتفولیو و اطلاعات در مورد قیمت و حجم مبادلات با توجه به لزوم حذف مبادلات عمده و نیز آسانی دسترسی به آن اطلاعات از طریق سامانه اطلاعاتی بورس گردآوری شده است.

نمونه آماری

باتوجه به متغیرهای پژوهش، معیارهای ذیل به منظور انتخاب نمونه‌ای حاوی فعالترین شرکتها در بازه ذکر شده و بنیو دست آمدن بهترین تخمین برای نقدشوندگی تعریف شد:

1. تمام شرکتها (به جز شرکتهای واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری) که از سال 81 در بورس اوراق بهادار تهران عضو بوده‌اند و تا سال 85 عضویت و فعالیت آنان ادامه داشته است و سال مالی آنها نیز به 12/29 ختم شود.

2. شرکتی که در کل بازه زمانی پنجساله، عدم فعالیت (انجام ندادن مبادله سهام ثبت شده در تابلوی بورس) آنان از 6 ماه کمتر باشد.

3. شرکتی که در هر یک از دوره‌های یک‌ساله و بعد از تاریخ انتشار گزارشهای مالی شده، حداقل پنج مبادله ثبت شده داشته باشند شرط در حداقل دو سال از بازه پنجساله صدق کند.

در کل و بعد از اعمال شرایط و این محدودیتها تعداد 57 شرکت از سیزده صنعت باقی ماند که همه آنان به عنوان جامعه آماری مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، از آزمون مقایسه زوجی میانگینها (بین دو نمونه وابسته) استفاده شده است. آزمون تی استیودنت برای داده‌های نرمال و آزمون علامت ویلکاکسون برای داده‌های غیرنرمال (مقایسه دو نمونه وابسته) استفاده گردید. تمام آزمونهای آماری نیز در سطح خطای 0/05 انجام شده است.

سنجش متغیرهای پژوهش

هریک از فرضیه‌های مطرح شده با بررسی رفتار یک معیار از معیارهای نقدشوندگی سعی در نتیجه‌گیری در مورد تأثیر انتشار گزارشهای مالی بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود نقدشوندگی سهام دارد.

متغیرهای فرضیه اول (بررسی شکاف نسبی قیمت سهام)

فرضیه اول، رفتار شکاف قیمتی نسبی را در دوره انتشار گزارشهای مالی مورد آزمون قرار می‌دهد. با توجه به اینکه در هر لحظه ممکن است قیمت‌های پیشنهادی دچار تغییر و تحول شوند، بنابراین در این پژوهش از بهترین قیمت پیشنهادی خرید و بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهم در طول یک روز استفاده شده است.

$$SPREAD_i = \frac{AP - BP}{(AP + BP)/2} \times 100$$

$$C \text{ SPREAD} = SPREAD_{t+1} - SPREAD_{t-1}$$

که در آن:

SPREAD = مجموع درصد شکاف قیمتی نسبی برای شرکت i در دوره t

AP(Ask Price) = میانگین قیمت درخواستی خریدار در دوره t

BP(Bid Price) = میانگین قیمت پیشنهادی فروشنده در دوره t

C SPREAD = تفاضل شکاف قیمتی نسبی

انگیزه $t-1$ و $t+1$ SPREAD = تغییر نسبی در دوره قبل و بعد از رویداد (انتشار گزارشهای مالی) است.

برای محاسبه آنجا که هدف بررسی واکنش سهامداران و سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت نسبت به انتشار گزارشهای مالی شرکتها است، همانند روش کانگارتنام، جی. لوبو و جی. والن^۲ (2006)، ابتدا میانگین بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم در هفت روز قبل و هفت روز بعد از تاریخ انتشار گزارشهای مالی برای هر سهم استخراج شو سپس میانگین اعداد بد دست فرآهمول شکاف قرار گرفت و شکاف قبل و بعد از رویداد محاسبه شد. مرحله بعد تفاضل شکاف نسبی قبل از رویداد از شکاف بعد از رویداد به عنوان شاخص نقدشوندگی محاسبه گردید. شاخص تفاضل معیار نقدشوندگی در این مرحله تعریف شد.

اگر تفاضل شکاف قیمتی به دست آمده صفر باشد، نشاندهنده تقارن اطلاعات در

دوره قبل و بعد از رویداد است و اگر عدد به دست آمده منفی شد، نشاندهنده این است

که شکاف قیمتی و عدم تقارن اطلاعاتی با انتشار گزارشهای مالی کاهش یافته، و در واقع گزارشهای مالی دارای محتوای اطلاعاتی است.

متغیرهای فرضیه دوم (بررسی عمق قیمتی سهام)

فرضیه دوم، رفتار عمق قیمتی سهم را مورد آزمون قرار می‌دهد. طریقه محاسبه همانند روش متغیر قبلی و به شرح زیر است:

$$\text{DEPTH} = \frac{\text{TAP}}{\text{TBP}} \times 100$$

$$\text{CDEPTH} = \text{DEPTH}_{t+1} - \text{DEPTH}_{t-1}$$

که در آن:

TAP = ارزش کل سهام درخواستی خریدار

TBP = ارزش کل سهام پیشنهادی فروشنده

DEPTH_{t-1, t+1} = میانگین عمق قیمتی سهم در دوره قبل و بعد از رویداد

CDEPTH = تفاضل عمق قیمتی سهام است.

اگر تفاضل عمق قیمتی سهام به دست آمده مثبت باشد، نشاندهنده این است که انتشار

گزارشهای مالی موجب افزایش حجم سهام درخواستی می‌شود و در واقع دارای محتوای اطلاعاتی و تأثیر مثبت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است.

متغیرهای فرضیه سوم

فرضیه سوم، رفتار تعداد دفعات گردش سهام را حول تاریخ انتشار گزارشهای مالی مورد آزمون قرار می‌دهد. طریقه محاسبه همانند روش متغیرهای قبلی و به شرح زیر است:

$$\text{TURNOVER} = \frac{\text{NST}}{\text{NSO}} \times 100$$

$$\text{TURNOVER} = \text{TURNOVER}_{t+1} - \text{TURNOVER}_{t-1}$$

که در آن:

NST = تعداد سهام مبادله شده

NSO = تعداد سهام منتشر شده

CTURNOVER = تفاضل تعداد دفعات گردش سهام

$TURNOVER_{t+1,t-1}$ = میانگین شاخص دفعات گردش سهام در دوره قبل و بعد از رویداد
 $TURNOVER_{t+1,t-1}$ = میانگین شاخص دفعات گردش سهام در دوره قبل و بعد از رویداد
(انتشار گزارشهای مالی) است.

یافته‌های پژوهش

این پژوهش با دو آزمون مقایسه زوجی تی استیودنت و ویلکاکسون به دست آمده است نتایج فرضیه اول در جدول شماره 1 آورده شده است.

فرضیه اول در سالهای 81 و 85 و با سطح معنی داری 0/034 مورد پذیرش قرار گرفت؛ بدین معنی که هاد هیپوآزیک، سال شکاف نسبی قبل از رویداد با میانگین شکاف نسبی بعد از رویداد تفاوت معنی داری با یکدیگر داشت. یعنی انتشار گزارشهای مالی در این سالها دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه گذاران بوده و باعث افزایش یکاهش قیمت مبادلات شده است. در بقیه سالها تفاوت بین میانگین شکاف نسبی قیمت به عنوان معیار نقدشوندگی سهولت قبل و بعد از رویداد معنی دار نیست این در حالی است که بررسی به صورت مجموع سالانه با سطح معنی داری 0/001 و آماره 3/374- به پذیرش فرضیه H_1 وجود تفاوت معنی شکاف نسبی قیمت در دوره قبل و بعد از رویداد منجر گردید؛ در مجموع با ضریب اطمینان 95% می توان ادعا کرد انتشار گزارشهای مالی، محتوای اطلاعاتی دارد و واکنش سرمایه گذاران را نسبت به تغییر قیمت برمی انگیزاند.

جدول شماره 1: خلاصه آزمون مقایسه زوجی شکاف قیمتی قبل و بعد از رویداد

سال	نوع آزمون	میانگین شکاف قبل از رویداد	میانگین شکاف بعد از رویداد	تفاوت	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
1381	ویلکا کسون	1/56	2/12	0/56	-2/119	0/034	رد فرضیه H ₀
1382	تی استیودنت	2/18	2/36	0/18	-0/697	0/489	رد فرضیه H ₁
1383	تی استیودنت	3/05	3/61	0/56	-1/838	0/071	رد فرضیه H ₁
1384	تی استیودنت	2/58	2/81	0/23	-0/745	0/459	رد فرضیه H ₁
1385	ویلکا کسون	2/02	2/78	0/76	-2/119	0/034	رد فرضیه H ₀
مجموع سالها	ویلکا کسون	2/279	2/735	-0/456	-3/374	0/001	رد فرضیه H ₀

نتایج فرضیه دوم با توجه به دلایل مقطعی و تجمعی در جدول شماره 3 آورده شده است. مورد فرضیه دوم نیز، که به بررسی رفتار ارزش کلی مبادلات (حجم و قیمت) تحت عنوان عمق سهام می پردازد، نتیجه مشابه با فرضیه اول در جهت آمد و رفتار عمق سهام تقریباً همسو با شکاف نسبی قیمت مشاهده شد.

عمق سهام در سالهای 81 و 85 با سطح معنی داری 0,034 تفاوت معنی داری در دوره قبل و بعد از رویداد نشان داد. هم چنین بررسی مجموع سالانه با سطح معنی داری 0/000 و آماره $-4/344$ تفاوت معنی داری طی دو دوره نشان داد و به پذیرش فرضیه H₁ منجر گردید. بنابراین با استفاده از روش دوم با ضریب اطمینان 95% می توان ادعا کرد انتشار گزارشهای مالی، موجب واکنش سرمایه گذاران نسبت به تغییر در حجم مبادلات می شود.

جدول شماره 2: خلاصه آزمون مقایسه زوجی عمق قیمتی سهام قبل و بعد از رویداد

سال	نوع آزمون	میانگین عمق قبل از رویداد	میانگین عمق بعد از رویداد	تفاوت	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
1381	ویلکاکسون	98/46	97/95	-0/51	-2/119	0/034	رد فرضیه H ₀
1382	تی استیودنت	97/85	97/37	-0/48	1/862	0/068	رد فرضیه H ₁
1383	تی استیودنت	97/01	96/48	-0/53	1/828	0/073	رد فرضیه H ₁
1384	تی استیودنت	97/46	97/01	-0/45	1/516	0/135	رد فرضیه H ₁
1385	ویلکاکسون	98/02	97/29	-0/73	-2/119	0/034	رد فرضیه H ₀
مجموع سالها	ویلکاکسون	97/672	97/220	0/452	-4/344	0/001	رد فرضیه H ₀

جدول شماره 3: خلاصه آزمون مقایسه زوجی عمق قیمتی سهام قبل و بعد از رویداد

سال	نوع آزمون	میانگین گردش بعد از رویداد	میانگین گردش قبل از رویداد	تفاوت	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
1381	ویلکاکسون	2/02	1/40	0/62	-0/795	0/427	رد فرضیه H ₁
1382	ویلکاکسون	1/32	1/67	-0/35	000	1/00	رد فرضیه H ₁
1383	ویلکاکسون	2/30	1/48	0/82	-0/265	0/791	رد فرضیه H ₁
1384	ویلکاکسون	1/54	0/90	0/64	-2/649	0/008	رد فرضیه H ₀
1385	ویلکاکسون	0/65	0/74	-0/09	-0/265	0/791	رد فرضیه H ₁
مجموع سالها	ویلکاکسون	1/562	1/241	0/321	-0/638	0/524	رد فرضیه H ₁

نتایج فرضیه سوم در جدول شماره 3 آورده شده است. نتایج آزمون فرضیه سوم، که به بررسی رفتار تعداد دفعات گردش سهام طی دوره‌های قبل و بعد از رویداد می‌پردازد، روابط معنی‌داری را در هر دو روش نشان نداد. آزمون این فرضیه هیچ یک از سالها به

غیر از سال 84 به پذیرش فرضیه H_1 منجر نشد. هم‌چنین در بررسی مجموع سالها نیز تعداد دفعات گردش سهام با آماره 0/638 و سطح معنی‌داری 0/524 بیانگر عدم وجود تفاوت معنی‌داری دو دوره قبل و بعد از رویداد بود. بنابراین با سطح اطمینان 95% می‌توان فرضیه H_1 را رد، و ادعا کرد دفعات گردش سهام از انتشار گزارشهای مالی تأثیرپذیر نیست.

نتیجه‌گیری

نتایج پژوهش با روش مقطعی وجود تفاوت معنی‌دار بین متغیرهای نقدشوندگی قبل و بعد از رویداد را نشان نداد. همچنین پژوهش با روش مجموع سالها، با ضریب اطمینان 95% وجود تفاوت معنی‌دار بین شکاف نسبی قیمت و عمق سهام رطرد دوره قبل و بعد از رویداد نشان داد؛ بدین معنی که انتشار اطلاعات مالی، نقدشوندگی سهام و واکنش سهامداران را در خصوص تغییر قیمت و حجم مبادلات برمی‌انگیزد. فرآیند تشکیل قیمت عامل مربوطی به شمار می‌آید. این امر که نشان‌دهنده عدم تقارن اطلاعاتی در بازار است با یافته‌های و وطن پرست (1384) حمدپور و رسائیان (1385) حیمیان و دیگران (1388)، آتیاس (1985) و فریمن (1987) همخوانی دارد و با نتایج پژوهشهای چون اسکینر (1991) همخوانی ندارد. بنابراین اطلاعات گزارشهای مالی دارای محتوای اطلاعاتی است و می‌تواند سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و نیز افزایش نقدشوندگی سهام شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران شود.

پیشنهادهای پژوهش

- عدم تقارن اطلاعاتی اصلی‌ترین دلایل شکاف قیمتی و نیز کاهش نقدشوندگی سهام در بازار است. عدم تقارن‌ها می‌تواند مناسبت اطلاعات توسط شرکتها نشأت می‌گیرد. هم‌چنین اطلاعات حساب‌داری شده در صورتی که بموقع ارائه شود، محتوای اطلاعاتی دارد و می‌تواند در فرآیند تشکیل قیمت دخیل باشد؛ لذا به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود برقراری قوانین و ضوابط لازم منظور برقراری افشای

کافی و توازن اطلاعاتی و نیز ارائه بموقع اطلاعات حسابداری و حسابرسی اقدامات بیشتری صورت گیرد.

- یکی از دلایل نامحسوس بودن واکنش سهامداران به اخبار منتشر شده، وجود قوانین محدود کننده همچون حجم مبنا و محدودیت دامنه نوسان است. این قوانین به روند طبیعی بازار و جریان عرضه و تقاضا اختلال وارد می‌سازد. به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود با ارائه راهکارهایی مناسب و تدوین قوانین لازم‌به‌طی روند طبیعی بازار کمک کند.
- توجه به پژوهشهای مشکلات قیمتی و عمق سهام از طریق مهم و مربوط در اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام است. پیشنهاد می‌شود بورس اوراق بهادار با فراهم آوردن امکانات لازم، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش را نیز به همراه رتبه نقدشوندگی، به منظور استفاده سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و محققان در گزارشهای اعلامی خود وارد کند.
- با توجه به نقش کیفیت افشا در نقدشوندگی سهام، پیشنهاد می‌شود به منظور بهبود نقدشوندگی سهام شرکت با انتشار اطلاعات کامل برای سرمایه‌گذاران موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی سهام خود در بازار گردند.

یادداشتها

- | | |
|-----------------------------------|------------------------------|
| 1- Information Asymmetry | 2- Adverse Selection |
| 3- Ask Price | 4- Bid Price |
| 5- Market Maker | 6- Liquidit |
| 7- Lambert, Leuz and verrecch | 8- Bulter |
| 9- George Akerlof | 10- Lemon |
| 11- Velton | 12- Thomase Copland |
| 13- Welker | 14- Healy, Hutton and Palepu |
| 11- Lev | 16- Stoll |
| 17- Heflin, Shaw and Wild | 18- Lee, Mucklow and Ready |
| 19- depth | 20- Schrand and Verrecchia |
| 21- Richard Lambert | 22- Kohler and Yohn |
| 23- Lobo and Joau | 24- Skinner |
| 25- Kanagaretnam, Lobo and Whalen | 26- Easelly and Hara |
| 27- Kanagaretnam and J.lobon | |

منابع و مأخذ

- آذر، عادل، و مومنی، منصور (1384)، «آمار و کاربرد آن در مدیریت تهران» سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)؛ ج اول.
- احمد پور، احمد و امیر رسانیان (1385). «رابطه معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران» بررسیهای حسابداری و حسابرسی. شماره 46.
- راعی، رضا و احمد تلنگی (1383)، «مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته» تهران. انتشارات سمت. رحیمیان، نظام الدین؛ صالح نژاد، سید حسن و علی سالکی (1388) مطالعه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی تعاون اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» بررسیهای حسابداری و حسابرسی. دوره 16.
- فرتوک زاده، حمیدرضا؛ محبعلی، ساره، و مریم دولو (1389)، «عوامل مؤثر بر نقدشوندگی قراردادهای آتی در بورس کالای ایران»، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره 17.
- قائمی، محمدحسین، و محمدرضا وطن پرست (1384)، «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره 41.
- یحیی زاده فر، محمود، و جواد خرم‌دقیق (1387)، «تاثیر نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران» بررسیهای حسابداری و حسابرسی. دوره 15.

- Banerjee, S., Gatchev, V. and Spindt, P., (2005). "Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy." EFMA 2003, Helsinki Meeting, Nanyang Business School.
- Copeland, T. and Dan, G., (1983). "Information effects on the bid ask spread." *Journal of Finance*. Vol. 38, No. 5, pp. 1457-1469.
- Ghysels, E., and Pedro, P. (2008). "Liquidity and conditional portfolio choice: A nonparametric investigation." *Journal of Empirical Finance*, 679-699.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. and Dennis, W. (2006). "Corporate governance quality and market liquidity around quarterly earnings announcements " *Working Paper*, McMaster University.
- Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R. (2006). "Accounting information disclosure and the cost of capital." *Working Paper*, Wharton Financial Institutions Center.
- Schrand, C. and Verrecchia, R. (2002). "Information disclosure and adverse selection explanations for IPO underpricing." Electronic copy available at <http://accounting.wharton.upenn.edu>.
- Skinner, D. (1991). "Stock returns, trading volume, and bid-ask spreads around earnings announcements: Evidence from the NASDAQ national market system." *Working Paper*, University of Michigan.
- Butler, W., Grullon, G. and Weston, J., (2002). "Stock Market Liquidity and the Cost of Raising Capital." *Working Paper*, University of Texas at Dallas.