

مجله دانش حسابداری / سال اول / شماره 3 / زمستان 1389 / صفحات 99-115

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

دکتر یونس بادآور نهندی \*

آمنه ملکی نژاد \*\*

تاریخ پذیرش: 89/9/1

تاریخ دریافت: 89/4/6

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی اثر انتشار گزارشهای مالی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این 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. برای این پژوهش از اطلاعات 57 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 فرضیه‌های پژوهش، هر دو روش مقطعی و تجمعی به کار رفته است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین میانگین شکاف نسبی قیمت قبل و بعد از انتشار گزارشهای مالی تفاوت هست. همچنین بین میانگین عمق قیمتی سهام قبل و بعد از انتشار گزارشهای مالی تفاوت هست. با این حال، 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 نهندی (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 اطلاعاتی<sup>1</sup> این نکته است که افراد درون سازمانی آگاهی بیشتری در مورد آینده شرکت، خطرها و ارزش شرکت نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی دارند. عدم تقارن اطلاعاتی به گزینش مغایر<sup>2</sup> و مشکلات اخلاقی منجر خواهد شد. 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 خرید<sup>3</sup> و پیشنهادی فروش<sup>4</sup> سهام نشان داده می‌شود و بازار گردانها<sup>5</sup> 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 سرمایه‌گذاران در تصمیمات خود به منظور 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 نقدشوندگی سهام است. هرچه بتوان یک دارایی را سریعتر و با هزینه کمتری به فروش رساند، امکان نقد شوندهگی<sup>6</sup> 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 سهام در بازار سرمایه تأثیر زیادی دارد. انتشار عمومی، عدم تقارن اطلاعاتی را بین معامله‌گران کاهش می‌دهد. لمبرت، لیوز و ورچیا<sup>6</sup> (1999) خاطر نشان ساختند، شواهد مستقیم معدودی در مورد با کیفیت اطلاعات و نقدشوندگی بازار هست، ولی از آنجا که عمده‌ترین منبع 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، بولتر<sup>7</sup>، 2002).

### پیشینه و ادبیات پژوهش

آکرلف<sup>8</sup> (1970)، با ارائه نظریه‌ای تحت عنوان بازار «لمونها»<sup>9</sup> یا «جناس بنجل»، توجه صاحب‌نظران حوزه‌های مختلف اقتصادی را به مسئله عدم تقارن اطلاعات بین مشتری و فروشنده و نیز پیامدهای آن جلب کرد. عدم تقارن اطلاعاتی، به کارآمد نبودن بازارها 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، گونه‌ای از نبود اطمینان و عدم قطعیت بر فضای معامله حاکم خواهد بود که در نهایت به تضعیف جریان می‌انجامد.

ولتون<sup>10</sup> (2005)، در توصیف این موقعیت بیان می‌کند که نقص یا نابرابری اطلاعاتی مدنظر آکرلف به انتخابی ناصحیح منتهی می‌شود. در چنین بازارهایی، خریدار واقعاً حق انتخاب ندارد. آنچه وی انجام می‌دهد، کاری جز ریسک کردن نیست که می‌تواند به سودی سرشار و یا زبانی جبران‌ناپذیر منجر شود. در واقع معامله‌گران هنگام خرید، قیمت درخواستی خود را پرداخت، و هنگام فروش قیمت پیشنهادی 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. شکاف قیمتی با عواملی از قبیل اطلاعات متمایز در جریان سفارش، معاملات و نوسان بازده تغییر می‌یابد (کاپلند<sup>11</sup>، 1983). پژوهشهای قبلی هم چون ولکر<sup>12</sup> (1995)، هیلی، هاتون و پالپو<sup>13</sup> (1999) نشان داده‌اند که شکاف قیمتی به طور منفی با کیفیت افشا در ارتباط است. آنچه موجب عدم تقارن اطلاعاتی بین تحلیلگران می‌شود، دسترسی به اطلاعات مرادوات، صورت‌جلسات و تصمیمات درون سازمانی است. از آنجا که سرمایه‌گذاران برون سازمانی به طور معمول تنها از طریق تحلیلگران از شرکت و ارزش آن آگاه می‌شوند، کیفیت و محتوای اطلاعاتی افشا، همان‌گونه که لو<sup>14</sup> (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 فرایند سفارش که بازارسازان برای جبران انواع مختلف هزینه‌های اجرای سفارش (نیروی انسانی، تجهیزات و غیره) پرداخت می‌کنند.
- 2) هزینه نگهداری موجودی که بازارسازان برای جبران وضعیت غیر بهینه موجودی پرداخت می‌کنند.
- 3) هزینه انتخاب مغایر که بازارسازان در جبران معامله با معامله‌گران مطلع می‌پردازند.

بنا به پژوهش استول<sup>15</sup> (1989)، شکاف کلی در جبران نگهداری کمتر از حد کامل و متنوع پرتفولیو (هزینه نگهداری موجودی کالا) و جبران ریسک انتخاب مغایر ناشی می‌شود. شواهد 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 ویلد<sup>16</sup> (2002) دریافتند شرکتهای با کیفیت افشای بیشتر، اجزای شکاف عدم تقارن اطلاعاتی کوچکتری نشان می‌دهند. این امر 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 ردی<sup>17</sup> (1993) خاطر نشان ساختند بحث در مورد نقدشوندگی بازار بدون در نظر گرفتن عمق آن همیشه می‌تواند با ابهام روبه‌رو باشد. عمق<sup>18</sup> 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 (بدون 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 نقد شوندگی، هزینه سرمایه را کم کند.

افشا ابزاری در دست شرکتهای به منظور بهبود و حل مشکلات گزینش مغایر است. اسکراند و ورچیا<sup>19</sup> (2002) نشان دادند که افشای بیشتر در دوره عرضه اولیه، ارتباط معنی‌داری با کاهش قیمت گذاریهای 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 در مورد درجه شفافیت بازار و نقد شوندگی 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 (نمبرت<sup>20</sup>، 2006).

یافته‌های پژوهشهای متعدد نشان می‌دهد کیفیت افشا از عوامل متعددی هم‌چون ویژگیهای شرکتی و مدیریتی، قوانین موجود و ... تأثیرپذیر است. کهلر و یان<sup>21</sup> (1997) و (1998) در مطالعات خود به این نتیجه رسیدند که شرکتهای با هیئت‌مدیره مؤثرتر، پیش‌بینی زیاد و مکرر سود دارند و به همین دلیل بیشتر این پیش‌بینیها صحیح است. بنابراین، کیفیت خوب هیئت‌مدیره با تکرار و صحت زیاد پیش‌بینی سود و نیز با افزایش نقدشوندگی سهم در بازار در زمان اعلام سود مرتبط است؛ برای مثال شرکتهایی که اطلاعات کمی منتشر می‌کنند به احتمال زیاد به مدیریت سود دست می‌زنند. لوبو و ژاعو<sup>22</sup> (2001) رابطه معکوسی بین مدیریت سود و کیفیت اطلاعات منتشره شده شرکت یافتند.

آتیاس (1985) و فری من (1987) پی بردند در شرکتهای 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.

اسکینر<sup>23</sup> (1991) در پژوهش خود افزایش قابل ملاحظه‌ای را در شکاف قیمتی سهام در مورد زمان اعلان سود مشاهده نکرد. در پژوهش دیگری 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. والن<sup>24</sup> (2006) در 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. تغییرات عمق قیمت خرید نیز برای شرکتهایی که هیئت‌مدیره فعالتر و کاراتری دارند به طور قابل توجهی بیشتر است. تغییرات قیمت برای

شرکتهایی که هیئت مدیره و رؤسای آنها مالک درصد زیادی از سهام هستند به طور واضحی بیشتر است.

قائمی و وطن پرست (1384) 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 بمراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان است. هم‌چنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط است.

ایزلی و اوهارا<sup>25</sup> (1992) دریافتند که تناسب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، حجم مبادلات نیز افزایش پیدا می‌کند. البته آنها نیز این امر را در دوره قبل از اعلان سود مشاهده کردند. فرتوک‌زاده 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 مؤثر بر عمق بازار نیز نشان داد که حجم معاملات دارای اثر مثبت، نوسان پذیری بدون اثر و سطح قیمتها نیز دارای اثری 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 داده‌های صورتهای مالی، اطلاعاتی را فراهم می‌آورد 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 سرمایه‌گذاریشان 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، کاربردی، و به لحاظ اینکه بر تعمیم اطلاعات بخش کوچکی از جامعه تحت عنوان نمونه مبتنی است و هم‌چنین به دلیل 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 مجموعه‌ای 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 اطلاعات مبادلاتی و صورتهای مالی شرکتها دوره پنجساله از سال 1381 تا سال 1385 انتخاب شد. به لحاظ اینکه 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 مقالات و کتابهای مختلف فارسی و خارجی ترجمه و گردآوری، و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش شامل اطلاعات صورتهای مالی و تاریخهای انتشار از طریق نرم‌افزارهای تدبیرپرداز 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 نیز به 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. شرکتهایی که در کل بازه زمانی پنجساله، عدم فعالیت (انجام ندادن مبادله سهام ثبت شده در تابلوی بورس) آنان از 6 ماه کمتر باشد.
  3. شرکتهایی که در هر یک از دوره‌های یک ماهه قبل و بعد از تاریخ انتشار گزارشهای مالی شده، حداقل پنج مبادله ثبت شده داشته باشند و این 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

$SPREAD_{t+1,t-1}$  = میانگین درصد شکاف قیمت نسبی در دوره قبل و بعد از رویداد (انتشار گزارشهای مالی) است.

برای محاسبات از آنجا که هدف بررسی واکنش سهامداران و سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت نسبت به انتشار گزارشهای مالی شرکتها است، همانند روش کاناکارنام، جی.لوبو و جی.والن<sup>□</sup> (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 شد و سپس میانگین اعداد به دست آمده در فرمول شکاف قرار گرفت و شکاف قبل و بعد از رویداد محاسبه شد. در 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:

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

$$CDEPTH = DEPTH_{t+1} - DEPTH_{t-1}$$

که در آن:

TAP = ارزش کل سهام درخواستی خریدار

TBP = ارزش کل سهام پیشنهادی فروشنده

DEPTH<sub>t-1, t+1</sub> = 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:

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

$$TURNOVER = TURNOVER_{t+1} - TURNOVER_{t-1} C$$

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 معنی‌داری 0/034 مورد پذیرش قرار گرفت؛ بدین معنی که در این سالها میانگین شکاف نسبی قبل از رویداد با میانگین شکاف نسبی بعد از رویداد تفاوت معنی‌داری با یکدیگر داشت. یعنی انتشار گزارشهای مالی در این سالها دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بوده و باعث افزایش یا کاهش قیمت مبادلات شده است ولی در بقیه سالها تفاوت بین میانگین شکاف نسبی قیمت به عنوان معیار نقدشوندگی سهام در دوره قبل و بعد از رویداد معنی‌دار نیست این در حالی است که بررسی به صورت مجموع سالانه با سطح معنی‌داری 0/001 و آماره 3/374- به پذیرش فرضیه  $H_1$  و وجود تفاوت معنی‌دار بین شکاف نسبی قیمت در دوره قبل و بعد از رویداد منجر گردید؛ یعنی در مجموع با ضریب اطمینان 95% می‌توان ادعا کرد انتشار گزارشهای مالی، محتوای اطلاعاتی دارد و واکنش سرمایه‌گذاران را نسبت به تغییر قیمت برمی‌انگیزاند.

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	ویلکاکسون	1/56	2/12	0/56	-2/119	0/034	رد فرضیه H <sub>0</sub>
1382	تی استیودنت	2/18	2/36	0/18	-0/697	0/489	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1383	تی استیودنت	3/05	3/61	0/56	-1/838	0/071	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1384	تی استیودنت	2/58	2/81	0/23	-0/745	0/459	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1385	ویلکاکسون	2/02	2/78	0/76	-2/119	0/034	رد فرضیه H <sub>0</sub>
مجموع سالها	ویلکاکسون	2/279	2/735	-0/456	-3/374	0/001	رد فرضیه H <sub>0</sub>

نتایج فرضیه دوم با توجه به داده‌های مقطعی و تجمعی در جدول شماره 3 آورده شده است. در مورد فرضیه دوم نیز، که به بررسی رفتار ارزش کلی مبادلات (حجم و قیمت) تحت عنوان عمق سهام می‌پردازد، نتیجه‌ای مشابه با فرضیه اول به دست 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. هم‌چنین 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 H<sub>1</sub> منجر گردید. بنابراین با استفاده از روش دوم با ضریب اطمینان 95% می‌توان ادعا کرد انتشار گزارشهای مالی، موجب واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییر در حجم مبادلات می‌شود.

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 <sub>0</sub>
1382	تی استیودنت	97/85	97/37	-0/48	1/862	0/068	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1383	تی استیودنت	97/01	96/48	-0/53	1/828	0/073	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1384	تی استیودنت	97/46	97/01	-0/45	1/516	0/135	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1385	ویلکاکسون	98/02	97/29	-0/73	-2/119	0/034	رد فرضیه H <sub>0</sub>
مجموع سالها	ویلکاکسون	97/672	97/220	0/452	-4/344	0/001	رد فرضیه H <sub>0</sub>

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 <sub>1</sub>
1382	ویلکاکسون	1/32	1/67	-0/35	000	1/00	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1383	ویلکاکسون	2/30	1/48	0/82	-0/265	0/791	رد فرضیه H <sub>1</sub>
1384	ویلکاکسون	1/54	0/90	0/64	-2/649	0/008	رد فرضیه H <sub>0</sub>
1385	ویلکاکسون	0/65	0/74	-0/09	-0/265	0/791	رد فرضیه H <sub>1</sub>
مجموع سالها	ویلکاکسون	1/562	1/241	0/321	-0/638	0/524	رد فرضیه H <sub>1</sub>

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 در 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 معنی‌دار طی دو دوره قبل و بعد از رویداد بود. بنابراین با سطح اطمینان 95% می‌توان فرضیه  $H_1$  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 نمی‌دهد. نتایج پژوهش با روش مجموع سالها، با ضریب اطمینان 95%، وجود تفاوت معنی‌دار بین شکاف نسبی قیمت و عمق سهام را در 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 و در فرآیند تشکیل قیمت عامل مربوطی به شمار می‌آید. این امر که نشان‌دهنده عدم تقارن اطلاعاتی در بازار است با یافته‌های قائمی و وطن پرست (1384)، احمدپور و رسائیان (1385)، رحیمیان و دیگران (1388)، آتیاس (1985) و فریمن (1987) همخوانی دارد و با نتایج پژوهشهای چون اسکینز (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 یکی از اصلی‌ترین دلایل شکاف قیمتی و نیز کاهش نقدشوندگی سهام در بازار است. عدم تقارن از عدم افشای کافی و مناسب اطلاعات توسط شرکتها نشأت می‌گیرد. هم‌چنین اطلاعات حسابداری حسابرسی شده در صورتی که بموقع ارائه شود، محتوای اطلاعاتی دارد و می‌تواند در فرآیند تشکیل قیمت دخیل باشد؛ لذا به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود نسبت به برقراری قوانین و ضوابط لازم به 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 مینا 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 لازم به طی روند طبیعی بازار کمک کند.
- با توجه به پژوهشهای متعدد، شکاف قیمتی و عمق سهام از ابزارهای 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 شرکتها به مدیران توصیه می‌شود به منظور بهبود رتبه 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)، «رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن 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)، «بررسی 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 خرم‌دین (1387)، «نقش عوامل 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.