Archive of SID

مجله دانش حسابداری/ سال هفتم/ ش ۲۴/ بهار ۱۳۹۵/ ص ۱۱۳ تا ۱۳۶

ارزیابی الگوی شفافیت گزارشگری مالی پیشنهادی بر مبنای نقد شوندگی سهام

فرزانه یوسفی اصل*
دکتر مهناز ملانظری**
دکتر غلامرضا سلیمانی امیری***

چکیده

شفافیت، هستهٔ مرکزی گزارشگری مالی مدرن است که به استفاده‌کنندگان در شناخت واحد تجاری کمک می‌کند. با وجود اهمیت این مفهوم، تعریف جامعی از آن ارائه نشده است و روش‌های متعددی نیز برای اندازه‌گیری شفافیت اطلاعاتی مورد استفاده قرار گرفته که به نتایج، توجیهات و پیامدهای متفاوتی منجر شده است. با توجه به تعداد معدود پژوهش‌های دانشگاهی که به دنبال تجمیع معیارهای متمایز و ارائهٔ معیار چند بُعدی از شفافیت گزارشگری مالی باشند؛ در این پژوهش کوشش گردید تا به این مهم پرداخته شود. در ابتدا با بررسی مبانی نظری الگویی جامع به منظور ارزیابی میزان شفافیت شرکت‌ها و کیفیت افشای آنها پیشنهاد گردید. سپس، به منظور سنجش اعتبار الگو، پرسشنامه‌ای طراحی و نظر خبرگان در مورد آن دریافت شد و مشاهده شد که تمامی اجزای الگو مورد تأیید است. در گام بعد کوشش شده است الگوی یاد شده از بُعد ارتباط با نقدشوندگی سهام مورد ارزیابی و با شاخص افشای سازمان بورس اوراق بهادار مقایسه شود. به منظور سنجش نقدشوندگی از اثر قیمت روزانه و شاخص های مستخرج از آن، استفاده شده

---

*دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکدهٔ علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران.
**استادیار حسابداری، دانشگاه الزهراء، دانشکدهٔ علوم اجتماعی و اقتصادی، تهران، ایران.
***دانشیار حسابداری، دانشگاه الزهراء، دانشکدهٔ علوم اجتماعی و اقتصادی، تهران، ایران.
نویسندهٔ مسئول مقاله: فرزانه یوسفی اصل(Email: yusefiasl@gmail.com)
تاریخ دریافت: ۹۴/۱/۲۸ تاریخ پذیرش:۹۴/۱۱/۲۷

www.SID.ir

Archive of SID

است.یافته‌های پژوهش نشان داد که الگوی شفافیت گزارشگری مالی پیشنهادی،رابطهٔ معناداری با شاخص نقدشوندگی دارد در حالی که رابطهٔ بین شاخص افشای سازمان بورس و اوراق بهادار با این متغیرها معنادار نیست.

واژه‌های کلیدی: *شفافیت گزارشگری مالی، اثر قیمت روزانه، چولگی نقدشوندگی، سیاهچاله‌های نقدشوندگی.*

مقدمه

یکی از عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری،اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. درصورتی‌که اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شودمی‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود(لافوند و واتز[۱]، ۲۰۰۶). بر مبنای نظرات تئوریک و تحقیقات پیشین(بارث و همکاران[۲](۲۰۱۰) و لنگ و میفیت[۳](۲۰۱۱))،عدم تقارن اطلاعات و محیط غیرشفاف، پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملات، ضعف بازار، نقدینگی پایین و به‌طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات را در بازار سرمایه به همراه خواهد داشت. اثر پذیری منفی ارزش شرکت از عدم تقارن اطلاعاتی به بخش‌های مختلف یک شرکت انگیزهمی‌دهد تا مکانیسم‌هایی را به منظور شناخت عوامل مؤثر برشفافیت اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد کنند(لافوند و واتز ،۲۰۰۶).

گرچه شفافیت به عنوان ویژگی مطلوب گزارش‌های مالی عنوان گردیده است؛ اما تعریف جامعی که مورد پذیرش عموم باشداز آن ارائه نشده است.ایدهٔ شفافیت از چندین رشتهٔ مختلفوارد گزارشگری مالی شده است که هریک بر مفهوم خاصی از شفافیت تأکید دارند.حجم وسیعی از تحقیقات که به دنبال معیاری برای اندازه‌گیری شفافیت گزارشگری مالی بوده‌انداین واقعیت را دریافتند که شفافیت، ویژگی چند بُعدی محیط اطلاعاتی شرکت است که به صورت مستقیم قابل اندازه‌گیری نمی‌باشد. باید توجه داشت که ادبیات شفافیت به دنبال شواهد مستقیم در مورد مکانیسم‌هایی است که عواقب اقتصادی شفافیت از آن نشأت می‌گیرند؛ امااگر از متغیرهایی مانند پذیرش استانداردهای بین‌المللی، انتخاب

www.SID.ir

Archive of SID

حسابرس، هموارسازی سود و تعقیب تحلیل‌گران به عنوان شاخص شفافیت گزارشگری مالی استفاده گردد؛ تعیین این واقعیت که آیا نتایج مستند شده ناشی از خود این عوامل استو یا از سایر رویدادهای همزمان نشأت می‌گیرند؛ دشوار است. تا به امروز تلاش‌های مرتبط با تجمیع معیارهای مختلف شفافیت نیز فاقد عمومیت بوده است. بنابراین، ایجاد معیارهای قوی و دقیق شفافیت، در این حوزه، اقدامی مناسب خواهد بود(لنگ و میفیت، ۲۰۱۰).

در صورت مساوی بودن تمامی شرایط، سرمایه‌گذاران، سهامی را ترجیح می‌دهند که از نقدشوندگی بالایی برخوردار است و شفافیت، عامل بالقوه‌ای برای بهبود نقدشوندگی است(آمیهود و مندلسون[۴]، ۲۰۰۸). در شرکت‌هایی که نقدشوندگی آنها، قابل پیش‌بینی است؛ سرمایه‌گذاران قادر به پیش‌بینی دقیق‌تر هزینه‌های احتمالی معامله می‌باشند و بنابراین خرید و فروش سهام چنین شرکت‌هایی را ترجیح می‌دهند. هر اندازه نقدشوندگی سهمی بی‌ثبات و تغییرپذیر باشد، عدم اطمینان در مورد آنافزایش یافته و انعطاف‌پذیری یک سرمایه‌گذار بالقوه کاهش می‌یابد. گزارشگری شفاف با ارائهٔ اطلاعاتی در رابطه با جریان‌های نقدی آینده، عدم اطمینان در مورد ارزش ذاتی یک سهم خاص را کاهش داده و به صورت بالقوه، از حساسیت‌پذیری نقدشوندگی در بازار سهام می‌کاهد(لنگ و میفیت، ۲۰۱۱).

تحقیقات پیشین (بیدل و همکاران[۵] (۲۰۰۹)، بارث و همکاران(۲۰۱۰)، لنگ و میفیت (۲۰۱۱)، کردستانی و مجدی (۱۳۸۶)، بنائی(۱۳۹۰) و حقیقت و همکاران(۱۳۹۳)) به بررسی رابطهٔ بین معیارهای شفافیتِ سود و نقدشوندگی سهام پرداخته‌اند؛ اما از آنجا که در این تحقیقات، معیار جامعی از شفافیت شرکت ارائه نگردیده است، نتایج متفاوتی در خصوص آثار شفافیت گزارشگری مالی نیز حاصل شده است.در گام‌های پیشین این پژوهش کوشش گردید تا با بهره‌گیری از تعریف‌های مختلفی که در ادبیات حسابداری از شفافیت گزارشگری مالی ارائه شده است؛ ابعاد متفاوت شفافیت گزارشگری مالی در سطح شرکت مورد بررسی قرار گیرد و در نهایت معیار جامع و یکپارچه‌ای از شفافیت که

www.SID.ir

Archive of SID

دربرگیرندهٔ ابعاد مختلف آن باشد؛ معرفی و آزمون گردد.در این گام کوشش شده است تاامتیاز حاصل از الگوییپیشنهادی با امتیاز افشای سازمان بورس از بُعد ارتباط آن با نقدشوندگی سهام مقایسه شده و کارایی آن در محیط کشور ارزیابی گردد.با توجه به تعداد معدود پژوهش‌های دانشگاهی که به دنبال تجمیع معیارهای متمایز و ارائهٔ معیارچند-بُعدی از شفافیت گزارشگری مالی باشند؛ در این پژوهش کوشش گردید تا معیار جامعی ارائه و سپس بر مبنای آثار اقتصادی منتسب به آن ارزیابی گردد.همچنین نقش پراهمیت افشاء(به عنوان یک بُعد مهم از هر الگوی شفافیت) در فرایند تخصیص کارای منابع و نیز راهبری شرکتی نیز موجب پرداختن به این مهم شده است.

مبانی نظری و پیشینهٔ پژوهش

شفافیت می‌تواند حداقل از دو کانال بر جریانات نقدی تأثیر داشته باشد. نخست، شفافیت، توانایی سرمایه‌گذاران را در نظارت بر مدیران افزایش داده و بنابراین انگیزهٔ مدیران را در اداره کارآتر امور افزایش می‌دهد.دوم اینکه، شفافیت، توان مدیر را در تحت تملک درآوردن دارایی‌های شرکت به نفع خود و یا سایر ذینفعان به غیر از سهامداران کاهش می‌دهد(لنگ و همکاران[۶]، ۲۰۱۱).در تحقیقات اولیه مانند پژوهشلئوز و ورکچیا[۷](۲۰۰۰)، رولستون[۸](۲۰۰۳) و نیکلاو و وننت[۹](۲۰۰۵) نتایج پیچیده‌ای در رابطه با تأثیر شاخص‌های شفافیت بر نقدشوندگی سهام در بازارهای بین‌المللی گزارش شده است که به اعتقاد پژوهشگران ناشی از ناهمگن بودن شفافیت شرکت‌ها در بازارهای مختلف است.

اگرچه در متون تئوریک، نقش شفافیت به روشنی مشخص نگردیده است؛ اما بر اساس یک ارتباط بالقوه، می‌توان عنوان نمود که شفافیت، عدم اطمینان را در مورد ارزش ذاتی کاهش می‌دهد. در سهامی که عدم اطمینان نسبت به ارزش ذاتی بالاست، قابلیت پیش‌بینی نقدشوندگی کمتر است و در رابطه با عواملی مانند عدم اطمینان در سطح اقتصاد، وجود صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ریسک‌گریزی، حساسیت بیشتری وجود دارد(لنگ و

www.SID.ir

Archive of SID

میفیت، ۲۰۱۰).آچاریا و پدرسون[۱۰](۲۰۰۵) شواهدی تئوریک و تجربی ارائه کردند که بر مبنای آن، کوواریانس بین نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی و بازدهی بازار به دلیل عامل ریسک سیستماتیکی است که جزئی از هزینهٔ سرمایه می‌باشد.

کین[۱۱](۲۰۰۸) نشان داد که در بازارهای در حال ظهور، کوواریانس بین نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی بازار بالاست که این امر از قیمت‌های بازار نشأت می‌گیرد و با اثر ریسک موجودی[۱۲]هم‌خوانی دارد. بر مبنای پژوهش برانمییر و پدرسون[۱۳] (۲۰۰۹) با افزایش عدم نقد شوندگی، هزینه های معاملاتی افزایش می‌یابد و نقدشوندگی دارایی‌هایی که از عدم اطمینان بالایی در مورد ارزش ذاتی برخوردارند، ضعیف‌تر و شکننده‌تر خواهد بود. اگر تغییرات نقد شوندگی بین اوراق بهادار همبستگی نداشته باشد، تغییرپذیری نقد شوندگی کمتر خواهد بود؛ اما از آنجایی که ریسک‌گریزی و گریز از عدم اطمینان در تمامی تأمین‌کنندگان منابع وجود دارد؛ نقدشوندگی بین دارایی‌ها تا حدی هماهنگ است، بویژه سهامی که از عدم اطمینان بیشتری در رابطه با ارزش ذاتی برخوردارند؛ در برابر شوک‌های نقدشوندگی، حساسیت بالاتری دارند.

لنگ و همکاران (۲۰۱۱)تأثیر شفافیت را برنقدشوندگی و هزینهٔ سرمایه مطالعه نمودند. در این پژوهش، شفافیتِ سود از طریق میزان هموارسازی اختیاری اعمال شده در سود اندازه‌گیری شد. بر مبنای این پژوهش، افزایش شفافیت در گزارشگری مالی منجر به کاهش هزینهٔ سرمایه و افزایش نقدشوندگی می‌گردد.پاگانو و ولفین[۱۴](۲۰۱۲) به مطالعهٔ انتشار اوراق بهادار، نقدشوندگی و شفافیت پرداختند. آنها الگویی ارائه کردند که بر مبنای آن، انتشار اطلاعات، نقدشوندگی بازار اولیه اوراق بهادار را افزایش می‌دهد؛ در حالی که این انتشار اولیهٔ اطلاعات، موجب کاهش نقدشوندگی بازار ثانویهٔ این اوراق می‌شود.این پژوهشگران نشان دادند که اگر ارزش اجتماعی نقدشوندگی بازار ثانویه بیش از ارزش اطلاعات نهانی باشد؛ شفافیت به صورت قابل ملاحظه‌ای کمتر خواهد بود. اگر مداخلاتی مانند استانداردهای شفافیت اجباری و یا حمایت از قیمت در بازار ثانویه وجود داشته باشد؛ افشاء اولیه،ارزش اجتماعی متفاوتی خواهد داشت.

www.SID.ir

Archive of SID

فچ و همکاران[۱۵](۲۰۱۴)تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری را بر نقدشوندگی اوراق قرضهٔ قابل معامله سنجیدند. در این پژوهش، موقعیت مالی شرکت‌ها کنترل گردید. نتایج این پژوهشنشان داد که تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر نقدشوندگی این دسته از اوراق بهادار قابل ملاحظه و معنادار است. این رابطه در طی دوران بحران‌های اقتصادی قوی‌تر است. همچنین یافتهٔ این پژوهش نشان دادکه تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر نقدشوندگی، بزرگ‌تر از تأثیر ریسک اعتباری است. به علاوه،تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر ریسک نقدشوندگی نیز قابل ملاحظه است.

گریک و همکاران[۱۶](۲۰۱۵)رابطهٔ بین شفافیت در قیمت گشایش مزایده را بر نقدشوندگی در شانگهای مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که انتشار اطلاعات در دورهٔ پیش از مزایده موجب می‌شود تا شاخص نقدشوندگی سهام در طی جلسهٔ معاملاتی، بهبود قابل توجهی داشته باشد. به دلیل کاهش قابل توجه ریسک گزینش نامطلوب، تفاوت دامنهٔ پیشنهادی خرید و فروش در نخستین ساعت معامله،کاهش داشته و در ادامه جلسهٔ معاملاتی، تغییرپذیری قیمت کمتر بوده است. نتایج این پژوهش در طی دوره‌های زمانی مختلف، ساعات معاملاتی متفاوت پس از گشایش بازار و همچنین برای سهامی که در طی دورهٔ مورد بررسی تجزیه سهام داشته‌اندنیز مورد تأیید قرار گرفت.

بولو و همکاران(۱۳۸۹) به بررسی تأثیر تغییر حسابرس مستقل بر شفافیت اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. به منظور اندازه‌گیری شفافیت اطلاعاتی، شاخص افشای سازمان بورس و اوراق بهادار مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این پژوهشمؤید آن بود که تغییر حسابرس مستقل،تأثیری بر شفافیت شرکت‌ها ندارد.بنائی (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط بین شفافیتِ سود، هزینهٔ سرمایه و ارزش شرکت پرداخت. در این پژوهششفافیتِ سود با استفاده از میزان هموارسازی اختیاری سود سنجیده شد. نتایج این پژوهش نشان داد که شفافیتِ سود محرکی در جهت افزایش ارزش شرکت است؛ اما ارتباط منفی بسیار ضعیفی بین شفافیتِ سود و هزینهٔ سرمایه وجود دارد.

www.SID.ir

Archive of SID

مهرآذین و همکاران(۱۳۹۱) به بررسی محتوای اطلاعاتی سود و شفافیت اطلاعات مالی پرداختند.آنها از شاخص افشای سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان شاخص شفافیت استفاده نمودند. نتایج این پژوهش نشان داد که در شرکت‌های شفاف‌تر، اطلاعات مرتبط با سود پیشایش در قیمت سهام لحاظ می‌شود؛ لذا در شرکت‌هایی با شفافیت کمتر سود، محتوای اطلاعاتی بیشتری وجود دارد.حقیقت و همکاران(۱۳۹۳)رابطهٔ بین شفافیتاطلاعاتونقدشوندگیسهام را مورد بررسی قرار داده و دریافتندبینشفافیتاطلاعاتونقدشوندگیسهامرابطهٔ مثبتومعناداریوجوددارد؛امانتایجبیانگراینبودکهبینمعیارشفافیتوبازدهموردانتظارسهامدارانرابطهٔ معناداریوجودندارد.

فرضیه‌هاییپژوهش

فرضیهٔ اول: الگوی رتبه‌بندی شفافیت گزارشگری مالی جامع در مقایسه با امتیاز افشای سازمان بورس،رابطهٔ منفیبزرگتری با چولگی نقدشوندگی سهام دارد.

فرضیهٔ دوم: الگوی رتبه‌بندی شفافیت گزارشگری مالی جامع در مقایسه با امتیاز افشای سازمان،رابطهٔ منفیبزرگ‌تری با احتمال تجربهٔ سیاهچاله‌های نقدشوندگی سهام دارد.

فرضیهٔ سوم: الگوی رتبه‌بندی شفافیت گزارشگری مالی جامع در مقایسه با امتیاز افشای سازمان بورس،رابطهٔ منفیبزرگتری با ضریب تعیین رگرسیون شاخص نقدشوندگی سهام هر شرکت برشاخص نقدشوندگی بازار دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، دارای هدف کاربردی است، توصیفی بوده واز همبستگی و تحلیل رگرسیون استفاده کرده است.در این تحقیق، از اطلاعات گذشته شرکت‌ها استفاده شده و لذادر طبقهٔ پژوهش‌های پس رویدادی بوده وامکان کنترل تمامی متغیرهای مربوط وجود

www.SID.ir

Archive of SID

ندارد؛ بنابراین شبه تجربی بوده وداده‌های مورد استفاده در این تحقیق اطلاعات واقعی و تاریخی است.

جامعه و نمونهٔ آماری پژوهش

جامعهٔ آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در دوره ۱۳۹۱-۱۳۸۰بررسی خواهند شد. نمونه‌گیری به روش حذفی و با اعمال محدودیت‌های زیر صورت گرفته است:

۱. از سال ۱۳۸۰در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. دلیل وضع این محدودیت، نبود استانداردهای حسابداری پیش از سال ۱۳۸۰است.
۲. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد. دلیل انتخاب این محدودیت، حذف عواملی است که به دلیل تفاوت سال مالی شرکت‌ها ممکن است موجب تفاوت در روش اندازه‌گیری و محاسبهٔ متغیرها شود. هدف از اجرای آن، حفظ اعتبار درونی تحقیق است.
۳. به دلیل متفاوت بودن ماهیتفعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، شرکت‌های مذکور از جامعهٔ آماری حذف شده است.
۴. سال مالی شرکت در دورهٔ موردنظر تغییر نیافته باشد.
۵. نماد معاملاتی شرکت به بازار توافقی منتقل نشده باشد و یا شرکت از بورس اخراج نشده باشد.
۶. اطلاعات شرکت دردورهٔ مورد مطالعه در دسترس باشد.

بدین ترتیب تعداد ۱۰۲ شرکت به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند.

www.SID.ir

Archive of SID

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش به پیروی از بوشمن و همکاران(۲۰۰۴) برای سنجش شفافیت گزارشگری مالی از الگوی چند بُعدی استفاده می‌شود که درآن شفافیت گزارشگری مالی با استفاده از دو کانال گزارشگری شرکت و کسب اطلاعات وروابط خصوصی، سنجیده می‌شود.

جدول شمارهٔ ۱. الگوی پیشنهادی سنجش شفافیت گزارشگری مالی

معیارهای گزارشگری شرکت	معیارهای کسب اطلاعات و روابط خصوصی
مالی(۲۵ شاخص) راهبری شرکتی(۹ شاخص) ریسک‌ها و فرصت‌های رشد شرکت(۱ شاخص) به موقع بودن(۱ شاخص) کیفیت حسابرسی(۱ شاخص) مدیریت سود(۱ شاخص) معیار دقت پیش‌بینی سود مدیران(۱ شاخص)	میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی(۱ شاخص) میزان تأمین منابع شرکت از محل بدهی(۱ شاخص)

در این پژوهش، شفافیت به چهار عامل تفکیک می‌گردد. معیارهایمالی، راهبری شرکتی و ریسک، نخستین عامل شفافیت را می‌سازندکه از آن با عنوان اطلاعات افشاء شده به عموم یاد خواهد شد و بُعدشفافیت شرکت را معرفی می‌کند که بر مبنای آن، اطلاعاتی در مورد عملکرد دوره، موقعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، راهبری، ارزش و ریسک به عموم ارائه و افشاء می‌شود. این عامل بر مقدار اطلاعات افشاء شده به عموم متمرکز بوده و کیفیت افشاء را مدنظر قرار نمی‌دهد.

دومین عامل شفافیت که عامل کیفیت اطلاعات نامیده می‌شود؛ مشتمل بر کیفیت سود و صحت پیش‌بینی مدیران است و به کیفیت افشای اطلاعات مالی می‌پردازد. این عامل به صورت معمول، مکمل عامل اول است. تنها متغیر مؤثر بر عامل سوم، میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی است و نشانگر قدرت این دسته از سرمایه‌گذاران در دستیابی به اطلاعات موردنظر آنهاست که عموماً مازاد بر اطلاعاتی است که به عموم افشاء شده

www.SID.ir

Archive of SID

است. این متغیر اطلاعات نهانی نامیده می‌شود. متغیرهای به موقع بودن افشاء، کیفیت حسابرس و میزان تأمین منابع شرکت از محل بدهی نیز عامل چهارم شفافیت را شکل می‌دهند. خاطرنشان می‌سازد که در گام‌های پیشین، پس از مطالعه پیشینهٔ پژوهش و پیشنهاد اولیه الگو،نظرات خُبرگان حرفه‌ای و دانشگاهی در خصوص آن اخذ گردید و تمامی اجزای الگوی پیشنهادی به تأیید خُبرگان رسید.

الگوی پیشنهادی سنجش شفافیت گزارشگری مالی دارای ۴۱ شاخص به منظور اندازه‌گیری ابعاد عنوان شده استو همان‌طور که پیش‌تر عنوان گردیدبه منظور سنجش اعتبار این الگو در محیط اطلاعاتی ایران، پرسشنامه‌ای طراحی شد تا نظر کارشناسان خُبرهٔ دانشگاهی و حرفه‌ای در خصوص اعتبار درونی الگو سنجیده شود. استفاده از آزمون‌های دلفی فازی و میانگین نظرات به منظور تجزیه و تحلیل آرا خُبرگان نشان داد کهتمامی متغیرهای الگوی پیشنهادی مورد تأیید قرار گرفته است.جمع امتیاز شفافیت گزارشگری مالی برابر با جمع امتیاز شفافیت حاصل از ۴۱ شاخص یادشده است.

کایل[۱۷] (۱۹۸۵) خاطر نشان می‌سازد که چون نقدشوندگی مشتمل بر شماری از ویژگی‌های معاملاتی بازار می‌باشد، مفهومی بی‌ثبات است. این ویژگی‌ها استحکام[۱۸]، عمق[۱۹]وحالت ارتجاعی[۲۰]هستند. به علاوه،بسیاری از ویژگی‌های نقدشوندگی سهام یک شرکت مستقیماً قابل مشاهده نمی‌باشند. با وجود چنین دشواری‌هایی، چندین رویکرد مختلف در اندازه‌گیری نقدشوندگی در ادبیات تجربی مورد استفاده قرار گرفته است.یکی از رایج‌ترین شاخص‌های اندازه‌گیری نقدشوندگی در ادبیات، معیار اثر قیمتآمیهود[۲۱] استکه درصدد اندازه‌گیری عمق و انعطاف‌پذیری معامله در سهام شرکت خاصی است.

معیار آمیهود، بزرگی تغییر قیمت به‌دست آمده ناشی از سطح خرید یا فروش را با تقسیم ارزش مطلق بازدهی سهام بر ارزش دلاری حجم معاملات برآورد می‌کند. مزیت این معیار در آن است که به صورت جامع‌تری هزینه‌های معاملاتی مرتبط با معامله را در برمی‌گیرد و بویژه برای مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، چون اثر قیمت بزرگ‌تر بوده و برای پیش‌بینی دشوارتر است؛ بیش از تفاوت دامنهٔ پیشنهادی خرید- فروش از اهمیت

www.SID.ir

Archive of SID

برخوردار است. از طرفی از آنجا که بخشی از بازدهی اندازه‌گیری شده، انتقال قیمت ناشی از تفاوت پیشنهادهای خرید- فروش است. معیار آمیهود به صورت ضمنی، تفاوت دامنهٔ پیشنهادی خرید- فروش را نیز در بر دارد(لنگ و همکاران، ۲۰۱۰). معیار اثر قیمت روزانهٔ آمیهود به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$DPI = \frac{R_{i,d}}{P_{i,d} * VO_{i,d}} \qquad (۱)$$

که در آن؛ $R_{i,d}$ درصد تغییر روزانه قیمت؛ $P_{i,d}$ قیمت سهام به ریال؛ و $VO_{i,d}$ حجم سهام i در روز d (به هزار ریال) است.

شایان ذکر است که هرچه شاخصاثر قیمتبزرگتر باشد،عدم نقد شوندگی بیشتر خواهد بود.مطابق با تحقیقات پیشین، روزهایی که در آنها مبادله‌ای صورت نگرفته استاز محاسبات حذف می‌گردند تا از طبقه‌بندی نادرست روزهای فاقد معامله اجتناب شود.به منظور آزمون فرضیه‌های این پژوهش، سه متغیر وابسته شاخص چولگی نقد شوندگی[۲۲]، سیاهچاله‌های نقد شوندگی[۲۳] وضریب تعیین رگرسیون تغییرات اثر قیمت معاملهٔ روزانهٔ شرکت بر روی تغییرات اثر قیمت معاملهٔ روزانهٔبازار[۲۴] از اثر قیمت معاملهٔ روزانهاستخراج می‌شود که هر یک به صورت جداگانه و به منظور مدنظر قرار دادن ابعاد مختلف نقدشوندگی سهام، بر روی شفافیت گزارشگری مالی و سایر متغیرهای کنترلی رگرس می‌شوند:

۱. چولگی ماهانه شاخص اثر قیمت معامله: پس از محاسبهٔ شاخص اثر قیمت روزانهٔ آمیهود، چولگی ماهانه آن، با استفاده از نرم افزار ایویوز اندازه‌گیری می‌شود.شرکت‌های غیر نقد شونده به دلیل تجربهٔ مکرر رویدادهای غیر نقد شوندگی شدید از چولگیبیشتری برخوردار خواهند بود.

۲. سیاهچاله‌های نقد شوندگی شرکت:این شاخص بیانگر فراوانی تعداد دفعاتی است که هزینهٔ مبادلهٔ سهام یک شرکت، افزایش قابل توجهی داشته است.به منظور محاسبهٔ این شاخص به پیروی از لنگ و میفیت(۲۰۱۰)، درصد روزهای معاملاتی در طی یک ماه که در آنها شاخص اثر قیمت روزانهٔ شرکت، ۵۰ برابر میانه شاخصاثر قیمت روزانهٔ کل

www.SID.ir

Archive of SID

بازار سهام استمحاسبه می‌گردد.از آنجاکه شاخصاثر قیمت روزانهٔ آمیهود بین صفر و یک قرار دارد،استفادهاز آن به عنوان متغیر وابسته مناسب نیست.پس برای آزمون فرضیهٔ یاد شده، لگاریتم شاخص سیاهچاله‌های نقد شوندگی شرکتمورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$LBH_{i,t} = \frac{\sum if(medDPI_{i,t} > 50 medDPI_{i,t}) = 1}{30} \quad (۲)$$

این دو متغیر به بررسی این موضوع می‌پردازند که آیا با کاهش رتبهٔ شفافیت گزارشگری مالی شرکت، فراوانی رویدادهای غیرنقدشونده بیشتر خواهد بود.

در آزمون بعد این موضوع بررسی می‌گردد که آیا هر چه شفافیت گزارشگری مالی شرکت کمتر باشد؛ کوواریانس نقد شوندگی سهام شرکت با نقد شوندگی بازار بیشترخواهد بود. بدین منظور از ضریب تعیین رگرسیون تغییرات اثر قیمت معاملهٔ روزانهٔ شرکت بر روی تغییرات اثر قیمت معاملهٔ روزانهٔ بازار استفاده می‌شود.این شاخص معیاری از هماهنگی تغییرات قیمت در یک کشور است.

$$\%\Delta DPI_{i,t} = \alpha + \beta_{i,1}\%\Delta DPI_{m,d-1} + \beta_{i,2}\%\Delta DPI_{m,d} + \beta_{i,3}\%\Delta DPI_{m,d+1} + \epsilon_{i,d} \quad (۳)$$

که در آن؛ $\%\Delta DPI_{i,d}$، درصد تغییر روزانه شاخصDPIشرکت iدر روز d؛ و $\%\Delta DPI_{m,d}$، درصد تغییر روزانه شاخصDPI بازار در روزd است.

معیار عدم نقدینگی بازار میانگین ساده(با وزن مساوی) اثر قیمت روزانه کلیهٔ سهام موجود در بازار در یک روز معین است.باید توجه داشت که به منظورمد نظر قرار دادن معاملات غیر همزمان، شاخص عدم نقدینگی بازار، یک روز قبل و یک روز بعد از روز مدنظر نیز در محاسبات منظور می‌شوند.به منظور تخمین ضریب تعیین یاد شدهشرکت-ماه حداقل باید ده مشاهده وجود داشته باشد.سنجش اعتبار الگوی جامع شفافیت پیشنهادی مبتنی بر الگوی شمارهٔ ۴ ذیل است:

www.SID.ir

Archive of SID

$$LIQUIDITY_{i,t} = \alpha + \beta_{i,1}SIZE + \beta_{i,2}BM + \beta_{i,3}STDRET + \beta_{i,4}RET + \beta_{i,5}ILLIQ + \beta_{i,6}INSTINV + \beta_{i,7}NIBEI + \beta_{i,8}STDSALE + \beta_{i,9}LOSSFREQUENCY + \beta_{i,10}TRANSE + \epsilon_{i,t} \quad (۴)$$

یادآوری می‌گردد، عامل نقد شوندگی (متغیر وابسته)، مشتمل بر سه متغیر وابستهٔ‌چولگی نقد شوندگی، سیاهچاله‌های نقد شوندگی شرکت و ضریب تعیین رگرسیون شاخص نقدشوندگی سهام هر شرکت برشاخص نقدشوندگی بازار است.مطابق با تحقیقات پیشین،الگوهای مورد استفاده در آزمون فرضیه‌های اول تا سوماز بابت متغیرهای ماهانهٔ ذیل کنترل می‌شوند:

۱. اندازهٔ شرکت (SIZE): اندازهٔ شرکت که برابر با ارزش بازار سرمایهٔ آن استکه برابر با لگاریتم طبیعی ارزش ماهانهٔ بازار حقوق صاحباناست.
۲. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار(BM):میانگین ارزش دفتری سه ماههٔسهام عادی بر اساس صورت‌های مالی میاندوره‌ای و پایان سال مالی تقسیم بر ارزش سهام عادی در پایان سه ماه قبل از ماه مدنظر است.
۳. تغییرپذیری ماهانهٔبازدهی(STDRET).
۴. بازدهی خاص شرکت(RET): بازدهی ماهانهٔ ناشی از خرید و فروش سهام.
۵. میانگین نقدشوندگی ماهانه (ILLIQ): میانگین ساده ماهانهٔ شاخص اثر قیمت روزانه.
۶. میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی(INSTINV): درصد مالکیت سهام بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها،شرکت‌هایسرمایه‌گذاری،صندوقبازنشستگی،شرکتتأمینسرمایهو صندوق‌هایسرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی و شرکت-های دولتی

کلیهٔ متغیرهای کنترلی مبتنی بر بازار، در آغاز ماه قبل از ماه مد نظر اندازه‌گیری خواهند شد.همچنین به منظور کنترل تفاوت ریسک تجاری شرکت‌ها، متغیرهای کنترلی:

۱. انحراف استاندارد فروشسه ماهه(STDSALE).
۲. توالی زیان‌های حسابداری(LOSSFREQUENCY):نسبت سال‌هایی که یک شرکت در طی سه سال اخیر زیان تجربه کرده است.

www.SID.ir

Archive of SID

۳. سود خالص سه ماهه (NIBEI): سود خالص سه ماههٔ اعلام شده توسط شرکت نیز مد نظر قرار می‌گیرند.

یافته‌های پژوهش

به منظور ارائهٔ یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای پژوهش، برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها شامل میانه، میانگین، بیشینه، کمینه و آمارهٔ جارک برا در جدول شمارهٔ ۲ نمایش داده شده است.

جدول شمارهٔ ۲. آمار توصیفی

شرح	اطلاعات افشاء شده به عموم	اطلاعات محرمانه	کیفیت اطلاعات	سایر عوامل	شاخص شفافیت کل	امتیاز افشا
میانگین	۸/۵۰۰	۵۱/۴۰۰	۳۸/۹۰۰	۴۱/۹۰۰	۳۵/۲۰۰	۴۸/۴۰۰
میانه	۹/۰۰۰	۵۱/۰۰۰	۳۷/۰۰۰	۴۲/۰۰۰	۳۵/۱۰۰	۴۷/۰۰۰
بیشترین	۱۶/۰۰۰	۱۰۰/۰۰۰	۹۹/۰۰۰	۹۷/۵۰۰	۶۳/۴۰۰	۱۰۲/۰۰۰
کمترین	۱/۰۰۰	۲/۰۰۰	۱/۰۰۰	۴/۰۰۰	۸/۶۰۰	۱/۰۰۰
انحراف استاندارد	۳/۴۰۰	۲۰/۲۰۰	۲۴/۰۰۰	۱۸/۳۰۰	۹/۶۰۰	۲۸/۸۰۰
اریبی	۰/۰۳۱	-۰/۰۱۹	۰/۵۲۰	۰/۱۳۴	۰/۱۴۶	۰/۱۰۲
کشیدگی	۲/۲۲۲	۲/۵۵۴	۲/۷۴۷	۲/۴۷۸	۲/۷۱۱	۲/۸۰۸
آمارهٔ جارک برا	۸/۰۷۱	۶/۱۵۳	۷/۶۸۰	۵/۹۳۹	۵/۰۵۲	۹/۱۴۹
سطح معناداری	۰/۰۵۲	۰/۰۹۱	۰/۰۷۲	۰/۰۸۵	۰/۰۷۹	۰/۰۵۱

با بررسی آمارهٔ جارک برا و سطح معناداری آن، فرض نرمال بودن داده‌ها پذیرفته می‌شود؛ بنابراینمی‌توان نتیجه گرفت که داده‌ها از توزیع نرمال پیروی می‌کنند. همانطور که در جدول شمارهٔ ۲ملاحظه می‌گردد؛ میانگین، میانه و بیشینهٔ امتیاز شاخص شفافیت کل در مقایسه با امتیاز افشای سازمان بورس اوراق بهادار، کوچک‌تر است. همچنین توجه به اجزای الگو، شفافیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد که میانگین، میانه، بیشینه و کمینهٔ امتیاز معیار اطلاعات افشاء شده به عموم در مقایسه با سایر اجزای الگو کمتر است.

www.SID.ir

Archive of SID

با توجه به مبانی نظری عنوان شده، انتظارمی‌رود رابطهٔ منفی بین اجزای ریسک نقدشوندگی و شفافیت گزارشگری مالی وجود داشته باشد.همچنین انتظار بر این است که هرچه معیار شفافیت گزارشگری مالی شرکت جامع‌تر باشد؛ آزمون‌های قوی‌تری در رابطه با آثار اقتصادی شفافیت گزارشگری مالی و از جمله تأثیر آن بر ریسک نقدشوندگی سهام انجام شود؛ لذا به ارزیابی اعتبار الگوی جامع شفافیت پیشنهادی از بُعد ریسک نقدشوندگی پرداخته خواهد شد.

نتایج آزمون فرضیهٔ اول

در این بخش به مقایسه رابطهٔ بین امتیاز شفافیت گزارشگری مالی و چولگی نقدشوندگی با امتیاز افشای سازمان بورس و امتیاز شفافیت شاخص جامع می‌پردازیم.متغیر وابسته در این بخش، چولگی نقدشوندگی است.چولگی نقد شوندگی، چولگی ماهانه شاخص اثر قیمت معامله است.شرکت‌های غیر نقد شونده به دلیل تجربهٔ مکرر رویدادهای غیر نقد شوندگی شدید از چولگی بیشتری برخوردار خواهند بود.اگر شاخص شفافیت، امتیاز شفافیت حاصل از شاخص جامع باشد، نتایج به صورت جدول شمارهٔ ۳خواهد بود. در واقع نتایج بررسی رابطهٔ بین امتیاز شفافیت گزارشگری مالی و چولگی نقدشوندگی با فرض اینکه شاخص شفافیت افشا، شاخص جامع باشد در دو ستون اول جدول شمارهٔ ۳آورده شده است.

با توجه به اینکه ضریب متغیر امتیاز شفافیت شاخص جامع معادل ۱/۱۳۱- بوده و سطح معناداری آن ۰/۰۳۶ است؛ بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ رابطهٔ منفی و معناداری بین امتیاز شفافیت شاخص جامع و چولگی نقدشوندگی وجود دارد. از طرف دیگر، با توجه به اینکه مقدار ضریب تعیین برابر با ۲۰/۳٪ می‌باشد؛ می‌توان بیان داشت که متغیرهای توضیحی قادرند تغییرات متغیر وابسته را در حدود ۲۰٪ توضیح دهند. آمارهٔ F رگرسیون در ناحیهٔ بحرانی است و احتمال آن کمتر از ۵٪ است؛ بنابراین معنادار بودن کل رگرسیون در سطح ۹۵٪ را نمی‌توان رد کرد. آمارهٔ دوربین واتسون در

www.SID.ir

Archive of SID

محدودهٔ مجاز می‌باشد و می‌توان ادعا کرد که بین پسماندها، خود همبستگی وجود ندارد و به‌طور مستقل توزیع شده‌اند.

اگر شاخص شفافیت مورد استفاده در الگوی شمارهٔ ۴، شاخص رتبه‌بندی افشاء سازمان بورس باشد؛ نتایج در دو ستون آخر جدول شمارهٔ ۳ نشان داده شده است. با توجه به این‌که ضریب متغیر امتیاز افشای سازمان بورس معادل ۰/۰۲- بوده و سطح معناداری آن معادل ۰/۰۳۲ است؛ بنابراین این متغیر در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که رابطهٔ منفی و معناداری بین شاخص رتبه‌بندی افشاء سازمان بورس و چولگی نقدشوندگی وجود دارد. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۱۰/۱٪ می‌باشد و نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی قادرند؛ تغییرات متغیر وابسته را در حدود ۱۰٪ توضیح دهند.

جدول شمارهٔ ۳. نتایج آزمون فرضیهٔ اول

شاخص شفافیت	امتیاز شفافیت شاخص جامع		امتیاز افشای سازمان بورس	
	ضریب متغیر	سطح معناداری	ضریب متغیر	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۱/۱۳۳	۰/۱۰۴	-۰/۶۲۷	۰/۴۵۳
اندازه شرکت	-۰/۰۹۳	۰/۱۰۲	-۰/۴۶۲	۰/۰۳۱
نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار	-۰/۰۹۷	۰/۷۶۱	-۲/۰۴۵	۰/۰۳۸
تغییرپذیری بازدهی	-۲/۵۲۶	۰/۸۰۸	۱/۰۲۳	۰/۳۶۱
بازدهی شرکت	۰/۸۷۹	۰/۰۴۹	-۰/۳۸۹	۰/۷۱۵
میانگین نقدشوندگی شرکت	۰/۰۷۲	۰/۰۰۰	۱/۵۸۹	۰/۰۰۰
میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی	۰/۰۱۴	۰/۰۰۰	۱/۲۰۰	۰/۷۲۵
سود خالص	۱/۲۵۶	۰/۰۲۴	۰/۹۸۷	۰/۳۵۲
انحراف استاندارد فروش	-۰/۹۸۷	۰/۷۳۸	-۰/۵۶۲	۰/۶۸۵
توالی زیان‌های حسابداری	۰/۱۲۹	۰/۱۲۹	۱/۰۲۵	۰/۰۲۴
امتیاز شفافیت شاخص جامع	-۱/۱۳۱	۰/۰۳۶	---	---
امتیاز افشای سازمان بورس	---	---	-۰/۰۲۰	۰/۰۳۲
ضریب تعیین	۰/۲۰۳		۰/۱۰۱	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۶۲		۰/۰۹۲	

www.SID.ir

Archive of SID

آمارهٔ دوربین واتسون	۱/۴۴۷	۱/۸۶۳
آمارهٔF	۲/۱۵۶	۱۴/۸۵۲
سطح معناداری F	۰/۰۴۷	۰/۰۰۰

در مقایسهٔرابطهٔ بین شاخص شفافیت جامع و شاخص افشای سازمان بورس با متغیر نخست نقدشوندگی درمی‌یابیم که ضریب تعیین رابطهٔ بین الگوی شفافیت جامع و چولگی نقد شوندگی بزرگ‌تراست و می‌توان ادعا کرد که رابطهٔ قوی‌تری بین الگوی شفافیت جامع و چولگی نقدشوندگی وجود دارد.در نتیجه می‌توان گفت فرضیهٔ اولتأیید می‌گردد.

جدول شمارهٔ ۴. نتایج آزمون فرضیهٔ دوم

شاخص شفافیت	امتیاز شفافیت شاخص جامع		امتیاز افشای سازمان بورس	
	ضریب متغیر	سطح معناداری	ضریب متغیر	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۸۹۶	۰/۰۰۴	۱/۳۲۶	۰/۰۳۴
اندازه شرکت	-۰/۲۱۳	۰/۰۰۰	-۰/۲۶۶	۰/۰۰۲
نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار	۰/۰۲۹	۰/۵۳۹	-۰/۰۴۸	۰/۶۲۴
تغییرپذیری بازدهی	-۱/۳۲۲	۰/۰۳۸	-۲/۰۱۴	۰/۷۰۳
بازدهی شرکت	-۴/۲۶۶	۰/۱۵۳	-۰/۴۶۰	۰/۱۲۰
میانگین نقدشوندگی شرکت	۰/۸۴۷	۰/۰۰۰	۰/۸۴۲	۰/۵۶۲
میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی	-۰/۰۰۱	۰/۱۲۸	-۰/۰۰۱	۰/۸۵۲
سود خالص	۰/۳۸۲	۰/۰۰۲	-۰/۶۵۲	۰/۳۲۱
انحراف استاندارد فروش	-۰/۰۱۵	۰/۰۰۴	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۳
توالی زیان‌های حسابداری	۰/۴۳۱	۰/۰۸۶	۰/۵۲۴	۰/۳۰۰
امتیاز شفافیت شاخص جامع	۱/۰۱۵	۰/۰۲۳	---	---
امتیاز افشای سازمان بورس	---	---	۱/۰۲	۰/۲۱۴
ضریب تعیین	۰/۱۹۷		۰/۱۲۷	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۷۴		۰/۱۰۰	
آمارهٔ دوربین واتسون	۱/۹۳۶		۱/۸۳۵	
آمارهٔ F	۲/۷۰۷		۳/۴۵۱	
سطح معناداری F	۰/۰۰۳		۰/۰۰۰	

www.SID.ir

Archive of SID

نتایج آزمون فرضیهٔ دوم

در این قسمت به مقایسهٔرابطهٔ بین امتیاز شفافیت گزارشگری مالی و احتمال تجربهٔ سیاهچاله‌های نقدشوندگی با امتیاز افشای سازمان بورس و شاخص شفافیت جامع می‌پردازیم.تجربهٔ سیاهچاله‌های نقد شوندگی سهام، بیانگر فراوانی تعداد دفعاتی است که هزینهٔ مبادلهٔ سهام یک شرکت، افزایش قابل توجهی داشته است.به منظور محاسبهٔ این شاخص، درصد روزهای معاملاتی در طی یک سال که در آنها معیار اثر قیمت معاملهٔ روزانه، ۵۰ برابر میانه شاخص معیار اثر قیمت معاملهٔ روزانه کل بازار سهام است؛محاسبه می‌گردد.از آنجاکه شاخص یاد شده بین صفر و یک قرار دارد؛ استفاده از آن به عنوان متغیر وابسته مناسب نمی‌باشد.پس برای آزمون فرضیه یاد شده، لگاریتم شاخص تجربهٔ سیاهچاله‌های نقد شوندگی مورد استفاده قرار می‌گیرد.

اگر شاخص شفافیت مورد استفاده در الگوی شمارهٔ ۴شاخص جامع شفافیت پیشنهادی باشد؛ نتایج ذیل حاصل می‌شود:

همان‌طور که در جدول شمارهٔ ۴نشان داده شده است؛ با توجه به اینکه ضریب متغیر امتیاز شفافیت شاخص جامع معادل ۱/۰۱۵ می‌باشد و سطح معناداری آن معادل ۰/۰۲۳ است؛ بنابراین، می‌توان گفت که بین متغیر امتیاز شفافیت شاخص جامع و احتمال تجربهٔ سیاهچاله‌های نقدشوندگی،رابطهٔ معناداری وجود دارد.همچنین متغیرهای توضیحی قادرند؛ تغییرات متغیر وابسته را در حدود ۱۹/۷٪ توضیح دهند. با توجه به اینکه آمارهٔ Fرگرسیون در ناحیهٔ بحرانی است و سطح معناداری آن کمتر از ۵٪ است؛ بنابراین معنادار بودن کل رگرسیون در سطح ۹۵٪ قابل رد نیست.آمارهٔ دوربین واتسون در محدوده مجاز است و نشان می‌دهد؛ پسماندها به‌طور مستقل توزیع شده‌اند.

اگر شاخص شفافیت مورد استفاده در الگوی شمارهٔ ۴ امتیاز افشای سازمان بورس باشد در آن‌صورت نتایج به‌صورت دو ستون آخر جدول شمارهٔ ۴ خواهد بود.همان‌طور که در دو ستون آخرجدول شمارهٔ ۴ مشاهده می شود ضریب متغیر امتیاز افشای سازمان بورس معادل ۱/۰۲ بوده و سطح معناداری آن معادل ۰/۲۱۴ است؛ بنابراین این متغیر در سطح

www.SID.ir

Archive of SID

اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و می‌توان گفت کهبین متغیر امتیاز افشای سازمان بورس و احتمال تجربهٔ سیاهچاله‌های نقدشوندگی،رابطهٔ معناداری وجود ندارد. مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی قادرند تغییرات متغیر وابسته را در حدود ۱۲/۷٪توضیح دهند.آمارهٔ Fرگرسیون در ناحیهٔ بحرانی است و سطح معناداری آن کمتر از ۵٪ است؛ بنابراین کل رگرسیون در سطح ۹۵٪ معنادار است.آمارهٔ دوربین واتسون در محدوده مجاز می‌باشد و لذا می‌توان ادعا کرد که بین پسماندها خود همبستگی وجود ندارد و به‌طور مستقل توزیع شده‌اند.

با بررسی رابطهٔ بین شاخص شفافیت جامع بااحتمال تجربهٔ سیاهچاله‌های نقدشوندگی سهام و همچنین با مدنظر قراردادن رابطهٔ امتیاز افشای سازمان بورس با احتمال تجربهٔ سیاهچاله‌های نقدشوندگی متوجه می‌شویم که بین الگوی شفافیت جامع و سیاهچاله‌های نقدشوندگیرابطهٔ مثبت و معنادار وجود دارد؛ در حالی که امتیاز افشای سازمان بورس با سیاهچاله‌های نقد شوندگی،رابطهٔ معناداری ندارد. در نتیجه فرضیهٔ دوم پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد.

نتایج آزمون فرضیهٔ سوم

در این قسمت به منظور ارزیابی الگوی پیشنهادی، به مقایسهٔ ارتباط امتیاز شفافیت گزارشگری مالی الگوی جامع و امتیاز افشای سازمان بورس با کواریانس نقدشوندگی سهام شرکت با نقدشوندگی بازار خواهیم پرداخت.به این منظور، در الگوی شمارهٔ ۴یکبار از شاخص شفافیت جامع و بار دیگر از امتیاز افشای سازمان بورس به عنوان شاخص شفافیت استفاده شده است.

اگر شاخص شفافیت، شاخص شفافیت جامع باشد؛ نتایج به صورت دو ستون اول جدول شمارهٔ ۵ خواهد بود. همانطور که در دو ستون اول جدول شمارهٔ ۵نشان داده شده است مقدار ضریب متغیر امتیاز شفافیت شاخص جامع معادل ۰/۱۵۲- می‌باشد و سطح معناداری آن معادل ۰/۰۰۵ است؛ بنابراین،متغیر امتیاز شفافیت شاخص جامع در سطح

www.SID.ir

Archive of SID

اطمینان بیش از ۹۹٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد. در نتیجه می‌توان گفت، شاخص شفافیت گزارشگری مالی جامع،رابطهٔ منفی معناداری با کواریانس نقدشوندگی سهام شرکت با نقدشوندگی بازار دارد.همچنین متغیرهای توضیحی قادرند؛ تغییرات متغیر وابسته را در حدود ۲۰٪ توضیح دهند. مقدار آمارهٔ دوربین واتسون نشان می‌دهد که بین پسماندها خود همبستگی وجود ندارد و به‌طور مستقل توزیع شده‌اند.

اگر شاخص شفافیت، امتیاز افشای سازمان بورس باشد؛ نتایج الگوی شمارهٔ ۴ با توجه به شاخص مذکور و رابطهٔ آن با کواریانس نقدشوندگی سهام شرکت با نقدشوندگی بازار در دو ستون آخر جدول شمارهٔ ۴ آورده شده است. همانطور که در دو ستون آخر جدول شمارهٔ ۵ نشان داده شده است؛ با توجه به این‌که ضریب متغیر امتیاز افشای سازمان بورس معادل ۰/۱۲۴- بوده و سطح معناداری آن معادل ۰/۹۰۴ است؛ بنابراین این متغیر در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. در نتیجه می‌توان گفت، شاخص شفافیت امتیاز افشای سازمان بورس،رابطهٔ معناداری با کواریانس نقدشوندگی سهام شرکت با نقدشوندگی بازار ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده این رگرسیون برابر با ۸/۴٪ می‌باشد که بیانگر آن است که حدود ۸٪ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود.

با مقایسهٔ نتایج حاصل از این دو رگرسیون می‌توان عنوان داشت که رابطهٔ منفی و معناداری بین مقدار ضریب تعیین و شاخص شفافیت جامع در رگرسیون مربوطه وجود دارد، درحالی‌که رابطهٔ معناداری بین ضریب تعیین و متغیر امتیاز افشای سازمان بورس برقرار نیست. از طرف دیگر، ضریب تعیین رگرسیون نقدشوندگی بر روی شاخص شفافیت جامع در مقایسه با ضریب تعیین رگرسیون نقدشوندگی بر روی امتیاز افشای سازمان بورس بیشتر است و بنابراین متغیر شاخص شفافیت جامع،رابطهٔ قوی‌تری با نقدشوندگی داشته و تغییرات نقدشوندگی را بیشتر توضیح می‌دهد و فرضیهٔ سوم پذیرفته می‌شود.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شمارهٔ ۵. نتایج آزمون فرضیهٔ سوم

شاخص شفافیت	امتیاز شفافیت شاخص جامع		امتیاز افشای سازمان بورس	
	ضریب متغیر	سطح معناداری	ضریب متغیر	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-۰/۷۱۲	۰/۷۲۴	-۰/۰۷۶	۰/۰۲۱
اندازه شرکت	-۱/۰۷۵	۰/۰۱۶	-۰/۱۲۴	۰/۹۰۴
نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار	-۰/۲۵۰	۰/۴۲۵	-۲/۲۶۰	۰/۳۱۲
تغییرپذیری بازدهی	-۰/۰۲۰	۰/۰۰۲	-۰/۲۰۰	۰/۰۴۶
بازدهی شرکت	-۴/۲۵۰	۰/۱۸۵	۱/۰۸۲	۰/۰۰۰
میانگین نقدشوندگی شرکت	۱/۳۵۰	۰/۰۰۰	-۴/۲۵۰	۰/۱۵۲
میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی	-۰/۰۲۶	۰/۶۵۴	-۰/۰۰۱	۰/۶۵۲
سود خالص	-۰/۰۵۲	۰/۱۵۳	۵/۰۳۰	۰/۶۳۲
انحراف استاندارد فروش	۱/۱۷۲	۰/۰۱۳	۰/۱۶۰	۰/۳۲۱
توالی زیان‌های حسابداری	۰/۲۷۰	۰/۲۲۸	-۰/۳۲۰	۰/۹۷۰
امتیاز شفافیت شاخص جامع	-۰/۱۵۲	۰/۰۰۵	---	---
امتیاز افشای سازمان بورس	---	---	-۰/۱۲۴	۰/۹۰۴
ضریب تعیین	۰/۲۲۲		۰/۱۰۱	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹۹		۰/۰۸۴	
آمارهٔ دوربین واتسون	۱/۸۲۹		۱/۶۴۹	
آمارهٔ F	۲/۲۴۵		۲/۷۴۵	
سطح معناداری F	۰/۰۳۳		۰/۰۶۵	

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

از آنجا که ریسک‌گریزی و گریز از عدم اطمینان در تمامی تأمین‌کنندگان منابع وجود دارد؛ نقدشوندگی بین دارایی‌ها تا حدی هماهنگ است؛ بویژه سهامی که از عدم اطمینان بیشتری در رابطه با ارزش ذاتی برخوردار است؛ در برابر شوک‌های نقدشوندگی، حساسیت بالاتری دارند. دلایل مفهومی مستحکمی وجود دارندکه واریانس و کوواریانس نقدشوندگی هر شرکتی تحت تأثیر شفافیت آن است؛ لذا شاخص نقدشوندگی این

www.SID.ir

Archive of SID

پژوهش به این جنبه از نقدشوندگی پرداخته و مشتمل بر سه متغیر چولگی نقد شوندگی، احتمال تجربهٔ سیاهچاله‌های نقد شوندگی و نیز ضریب تعیین رگرسیون شاخص نقدشوندگی سهام هر شرکت برشاخص نقدشوندگی بازار است.

همان‌طور که نتایج نشان دادند،رابطهٔ معناداری بین امتیاز الگوی شفافیت پیشنهادی و سه شاخص نقدشوندگی مورد بررسی وجود دارد. این نتایج با نتایج پژوهش لنگ و میفیت(۲۰۱۰)،لنگ و همکاران (۲۰۱۰)، لنگ و همکاران (۲۰۱۱) و دبوکسی و گیلت(۲۰۱۱)، پاگانو و ولفین(۲۰۱۲)، فچ و همکاران(۲۰۱۴) و گریک و همکاران(۲۰۱۵)سازگار است. نتایج این پژوهش بیانگر رابطهٔ پیچیدهٔ بین اجزای الگوی شفافیت گزارشگری مالی جامع و شاخص‌های نقدشوندگی مورد بررسی استکه با نتایج پژوهش لئوز و ورکچیا (۲۰۰۰)، رولستون(۲۰۰۳) و نیکلاو و وننت(۲۰۰۵) مطابقت دارد. این پژوهشگران عنوان می‌نمایند که شواهد پیچیده‌ای در خصوص رابطهٔ بین اجزای شفافیت مانند افشای تحلیل گران و میزان تعقیب تحلیل گران با نقدشوندگی سهام در محیط‌هایی به غیر از ایالات متحده وجود دارد. عدم ثبات رویهٔ یافته‌ها، بیانگر این واقعیت است که در برخی بازارها، شفافیت شرکت‌ها به نسبت همگن بوده و میزان انحراف در شفافیت شرکت‌ها بسیار اندک است.

به هرحال، تاکنون در ادبیات شواهد اندکی در مورد رابطهٔ بین شفافیت گزارشگری مالی و جریانات نقدی وجود داشته است. شاید یکی از دلایل اصلی آن، انگیزهٔ افراد درون سازمانی در پنهان نمودن سرمایه‌گذاری‌های ناکآرا و سلب مالکیت دارایی‌ها باشد. در بسیاری از تحقیقات بویژه در محیط‌هایی که دارای الزامات قانونی و قوهٔ اجرایی ضعیفی باشند؛ ممکن است نقش بالقوهٔ شفافیت در تنظیم اقدامات مدیران در کانون توجه قرار داشته باشد. در بازارهای نوظهور از آنجا که عدم شفافیت، هزینهٔ سرمایه را افزایش می‌دهد؛ تفکر سرمایه‌گذاران در مورد عدم شفافیت، منجر به بروز ناکارایی سرمایه‌گذاری و سلب مالکیت دارایی‌ها خواهد شد(لنگ و همکاران،۲۰۱۱).

www.SID.ir

Archive of SID

یادداشت‌ها

1. LaFond and Watts
2. Barth, Konchitchki and Landsman
3. Lang and Maffet
4. Amihud and Mendelson
5. Biddle, Hilary andVerdi
6. Lang, Lins and Maffet
7. Leuz and Verrecchia
8. Roulstone
9. Nikolaev and Vanlent
10. Acharya and Pedersen
11. Qin
12. Effects of Inventory Risk
13. Brunnermeier and Pedersen
14. Pagano and Volpin
15. Fetch, Fuss and Rindler
16. Gerace, Liu, Tian and Zheng
17. Kyle
18. Tightness
19. Depth
20. Resiliency
21. Price Impact Measure
22.Liqskew
23. LBH
24. COM (FL, ML)

References

Acharya, V., Pedersen, L. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77, 375–410.

Amihud, Y., Mendelson, H. (1986). The effect of beta bid-ask spreal residual risk and size on stock return.*Journal of Finance*, 44(2), 479-486.

Amihud, Y., Mendelson, H. (2008). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32-45.

Banaee, A. (2012). The relationship between earnings transparency, cost of capital, liquidity of shares and value of the company.*Master's Thesis*, University of Economic Sciences.

Barth, M.E., Konchitchki, Y., Landsman W.R. (2013).Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economic*, 55, 206-224.

Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112–131.

Bolue, Gh., Maham, K. Goodarzi, E.(2010). Auditors change, and information transparency of firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting Knowledge* 1(1), 111-135 [In Persian].

Brunnermeier, M., Pedersen, L. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Journal of Review of Financial Studies*, 22, 2201–2238.

Bushman, R., Piotroski, J., Smith, A. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-252.

DeBoskey, D.G. (2013). The impact of multi-dimensional corporate transparency on us firms' credit ratings and cost of capital. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 40(1), 101-.134.

www.SID.ir

Archive of SID

Fetch, F., Roland, F., Philipp, B.R. (2014), Corporate transparency and bond liquidity, *Working Paper*, University of St.Gallen, School of Finance.

Gerace, D., Qigui, L., Gary, G.T., Willa, Z. (2015), Call auction transparency and market liquidity: Evidence from china, *International Review of Finance*, 15(2), 223-255.

Haghighat,H. Alavi,S.M. Nemati,R.(2014).Information transparency and stock liquidity. *Experimental Accounting Researches*, 33(10), 34[In Persian].

Kordestani,G., Majdi,Z. (2008). The relationship between earning quality and cost of capial. *The Accounting and Auditing Review*, 48(14). [In Persian].

Kyle, A. (1985). Continuous auction and insider trading. *Journal of Financial Economics*, 53, 1315-1335.

LaFond, R., Watts, R. (2006). The information role of conservative financial statements, *http://www.ssrn.com*.

Lang, M., Lins, K., Maffet, M. (2011). Transparency, liquidity and valuation: International evidence. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729–774.

Lang, M., Lins, K., Maffett, M. (2010). Transparency, liquidity and valuation: International evidence, *Working Paper*, University of North Carolina.

Lang, M., Maffett, M. (2010). Economic effects of transparency in international equity markets, *A Review and Suggestions for Future Research Foundations and Trends in Accounting*, 5(3), 175-241.

Lang, M., Maffett, M. (2011). Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods. *Journal of Accounting and Economics*, 52, 101–125.

Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.

Mehr Azin,A., Masih Abadi,A., Dehnavi,M.A.(2012). Transparency of financial information and information content of earning.*Journal of Accounting Knowledge*,8(3), 113-130 [In Persian].

Nikolaev, V., Vanlent, L. (2005). The endogeneity bias in the relation between cost-of-debt capital and corporate disclosure policy. *European Accounting Review*, 14, 677-724.

Pangano, M., Paolo, V. (2012). Securtization, transparency, and liquidity, *Review of Financial Study*, 25(8), 2417-2453.

Qin, Y. (2008). Liquidity and commonality in emerging markets. *Working Paper*, Massey University.

Roulstone, D. (2003). Analyst following and market liquidity. *Contemporary Accounting Research*, 20, 552-578.

www.SID.ir