



## تعیین رابطه بین شفافیت اطلاعاتی، نقد شونددگی و ارزشیابی شرکت

محمدرضا نیکبخت<sup>۱</sup>

حمید کلهرنیا<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۱۰/۰۱ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۲/۰۲

### چکیده

در این مقاله به تعیین رابطه بین شفافیت اطلاعاتی، نقد شونددگی و ارزش شرکت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. این تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی بوده و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی و نوعی تحقیق کاربردی است. برای آزمون فرضیه تحقیق از مدل رگرسونی معمولی با استفاده از داده‌های تلفیقی بهره گرفته شده است. فرض اصلی تحقیق آن است که افزایش شفافیت اطلاعاتی منجر به افزایش سطح نقد شونددگی سهام و ارزش شرکت می‌شود. برای اندازه گیری شفافیت اطلاعاتی از چهار معیار کیفیت اقلام تعهدی، انحراف در پیش بینی سود هر سهم توسط مدیریت، نوع حسابرس و نمره شفافیت بورس استفاده شده است. همچنین برای اندازه گیری نقد شونددگی میانگین حجم معاملات سالانه و برای ارزش شرکت از شاخص کیو توبین استفاده گردید. پس از برازش مدل بر روی ۵۱ شرکت (۳۵۷ سال-شرکت)، نتایج تحقیق نشان داد که بین معیارهای شفافیت اطلاعاتی و سطح نقد شونددگی سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد. همچنین بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه معناداری مشاهده نشد.

**واژه‌های کلیدی:** شفافیت اطلاعاتی، نقد شونددگی، حجم معاملات، ارزش شرکت.

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران، نویسنده اصلی.

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران، مسئول مکاتبات. hamid.kalhornia@gmail.com

## ۱- مقدمه

مشارکت کنندگان بازار سرمایه همیشه به دنبال اطلاعات مالی با کیفیت هستند زیرا این اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت شرکت و سرمایه گذاران بیرونی را کاهش می‌دهد. شواهد تجربی نشان می‌دهد که سیاست افشای وسیع و شفاف، ساز و کاری است که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیرونی را کاهش می‌دهد.

شفافیت و افشای اطلاعات شرکت‌ها را می‌توان به عنوان مکانیزمی جهت حمایت از سرمایه گذاران در نظر گرفت که این مهم سبب می‌شود تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتری بوجود آید و هزینه نمایندگی کم شود. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملات، ضعف بازار و نقد شون‌دگی پایین و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازار سرمایه خواهد شد.

نقد شون‌دگی یکی از متغیرهای مهم در تصمیمات سرمایه گذاران پیرامون ارزیابی ریسک و بازده اوراق بهادار است. بالا بودن میزان نقد شون‌دگی در یک بورس نشان دهنده موفقیت آن بازار در شفاف سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن‌ها است. سهام دارای قابلیت نقد شون‌دگی بالا طبیعتاً ریسک نگهداری کمتری دارد زیرا سرعت تبدیل به نقد آن بالا است. بنابراین سرمایه گذاران به دلیل داشتن ماهیت ریسک‌گریزی سعی در انتخاب سهمی دارند که قابلیت نقد شون‌دگی بالایی داشته باشد. مساله نقد شون‌دگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران که به دلیل فقدان ساز و کارهای فراهم آورنده نقد شون‌دگی، در ردیف بورس‌های غیر نقد جهان قرار می‌گیرد، یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه گذاران است.

نتایج بسیاری از تحقیقات نشان داده است که اگر تمام شایط یکسان باشد، سرمایه گذاران سهامی را ترجیح می‌دهند که از نقد شون‌دگی بالاتری برخوردار است و شفافیت اطلاعاتی این ظرفیت را دارد تا نقد شون‌دگی را بهبود بخشد. همچنین تحقیقات بسیاری به این نتیجه رسیده‌اند که ارقام و اطلاعات حسابداری می‌توانند ارزش شرکت و هزینه سرمایه آن را از طریق تأثیر بر روی جنبه‌های مختلف نقد شون‌دگی تحت تأثیر قرار دهند.

با توجه به مطالب مطرح شده و با عنایت به اهمیت متغیرهای شفافیت اطلاعاتی و نقد شون‌دگی برای سرمایه گذاران، در این تحقیق به بررسی ارتباط بین نقد شون‌دگی و شفافیت اطلاعاتی خواهیم پرداخت. همچنین بسیاری از تحقیقات تجربی مؤکد این موضوع هستند که شفافیت اطلاعاتی از طریق کانال نقد شون‌دگی و کاهش هزینه سرمایه می‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. لذا با توجه به مطالب گفته شده و با توجه به اهمیت روز افزون بحث ارزشگذاری شرکت‌ها در این مطالعه رابطه بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت نیز بررسی خواهد شد. بیشتر ادبیات این حوزه از ادبیات مؤکد این موضوع هستند که با افزایش نقد شون‌دگی هزینه‌های معاملاتی و نیز هزینه سرمایه شرکت کاهش پیدا کرده و این امر به طور ضمنی سبب افزایش ارزش شرکت می‌گردد. به طور خلاصه در این تحقیق در پی پاسخ به سؤالات زیر هستیم:

آیا بین نقد شونددگی و شفافیت اطلاعاتی شرکت‌های بورسی ایران ارتباط معناداری وجود دارد؟ و نیز آیا می‌توان رابطه ای معنادار بین شفافیت اطلاعات و ارزش شرکت‌های بورسی یافت؟

## ۲- پیشینه تحقیق

نتایج تحقیق شهسواری (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که بین جریان‌های نقد عملیاتی غیر عادی و نیز هزینه‌های اختیاری غیر عادی با خطای مدیران در پیش بینی سود رابطه ای عکس وجود دارد. به بیان دیگر مدیران جهت رسیدن به سود پیش بینی شده اولیه اقدام به مدیریت سود واقعی می‌نمایند. این موضوع منجر به کاهش شفافیت اطلاعاتی از طریق مدیریت سود واقعی خواهد شد که در نتیجه خطای پیش بینی نیز متعاقباً افزایش خواهد یافت. در این تحقیق نیز میزان انحراف پیش بینی مدیران به عنوان یکی از شاخصه‌های شفافیت اطلاعاتی در نظر گرفته شده است.

لشگری و مقامی (۲۰۱۳) در تحقیقی که بر روی ۷۰ شرکت بین سالهای ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ در بورس تهران انجام شد، نشان دادند که بین شفافیت اطلاعاتی و نقدشوندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. معیار شفافیت اطلاعاتی در تحقیق آن‌ها مدیریت سود و معیار نقدشوندگی نسبت روزهای معاملاتی بود. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه ای مستقیم وجود دارد. لازم به ذکر است که در تحقیق حاضر از شاخص شفافیت اطلاعاتی (برگرفته از لنگ و همکاران (۲۰۱۲)) برای اندازه گیری شفافیت اطلاعاتی و میانگین حجم مبادلات روزانه به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده شده است. هم چنین شاخص Q استفاده شده در دو مقاله نیز متفاوت است. با این اوصاف بررسی تطبیقی نتایج دو مقاله خالی از لطف نیست.

لی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) با مطالعه بر روی شرکت‌های بورس اوراق بهادار مسکو بین سالهای ۲۰۰۲ و ۲۰۰۹، رابطه معنادار مثبتی بین سطح شفافیت اطلاعات و نقد شونددگی شرکت‌های روسی یافتند. معیار مورد استفاده آن‌ها برای اندازه گیری شفافیت نمره‌های شفافیت بورس مسکو بود که به شرکت‌ها داده می‌شد.

لنگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) در مطالعه ای بر روی ۲۱ کشور بین سالهای ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۶ به این نتیجه می‌رسند که بین شفافیت و نقد شونددگی بازار شرکت‌ها رابطه معنادار مستقیمی وجود دارد. آن‌ها در تحقیق خود از چند مؤلفه برای اندازه گیری شفافیت استفاده نمودند که مهم‌ترین آن‌ها مدیریت سود بود. کان و وینتون<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) در تحقیق خود ارتباط بین نقد شونددگی و نظارت سهامداران عمده را بررسی می‌کنند. آن‌ها اینگونه نتیجه گیری می‌کنند که نقد شونددگی بازار کنترل مؤثر سهامداران عمده را تحلیل می‌برد زیرا به آن‌ها انگیزه می‌دهد تا روی به معاملات سفته بازانه بیاورند تا کنترل شرکت. برخی از تحلیلگران نظری پیش بینی می‌کنند بازارهایی که از شفافیت کمی برخوردارند، ممکن است به بهبود نقد شونددگی کمک کنند. در این خصوص، بلومفیلد و اهارا<sup>۴</sup> (۱۹۹۹) بحث می‌کنند که یک بازار غیر شفاف ممکن است این انگیزه را به بازار گردانان بدهد تا تفاوت‌های قیمت خرید و فروش کمتری را اعلام کنند، زیرا جریان

سفارشاتى که بوسیله اختلافات اندک قیمت‌های خرید و فروش بدست می‌آید اطلاعات ارزشمندی در مورد بنیان‌های بازار به دست می‌دهد.

هولمستروم و تیروول<sup>٥</sup> (١٩٩٣) اشاره می‌کنند مالکیت متمرکز که ماهیتاً نقد شونددگی را کاهش می‌دهد، موجب می‌شود که مزایای حاصل از نظارت بازار کاهش پیدا کند. ماگ<sup>٦</sup> (١٩٩٨) اینطور نتیجه‌گیری می‌کند که موازنه ای بین نقد شونددگی و نظارت وجود ندارد. هرچه بازار در سطح بالاتری از نقد شونددگی قرار گرفته باشد، سهامدار عمده راحت‌تر سهام خود را به فروش می‌رساند اما به خاطر همین خصیصه برای او راحت‌تر خواهد بود تا منافع بیشتری برای خود انباشته سازد. ماگ مدلی در رابطه با فرایند تصمیم‌گیری سهامدار عمده برای نظارت بر شرکت طراحی می‌کند و رابطه بین نقد شونددگی و شفافیت را از طریق این مدل تحلیل می‌کند. مدل نظری ماگ به طور ضمنی این نتیجه را بدست می‌دهد که بازارهای نقد شونددگی سهام‌گرایش به تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مؤلفه اصلی آن یعنی شفافیت اطلاعات دارند.

گلوستن و میلگروم<sup>٧</sup> (١٩٩٥) در مطالعه خود بر روی شرکت‌ها آمریکایی به این نتیجه رسیدند که با افزایش شفافیت اطلاعات در مورد شرکت‌ها اختلاف قیمت خرید و فروش سهم کاهش یافته و در نتیجه نقد شونددگی سهم افزایش می‌یابد. همچنین یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که افزایش شفافیت منجر به کاهش پدیده انتخاب نادرست<sup>٨</sup> می‌گردد.

بروکمن و چانگ<sup>٩</sup> (٢٠٠٣) رابطه بین محافظت از سرمایه‌گذار و نقد شونددگی بازار را بررسی کرده و نتیجه می‌گیرند که بین کیفیت محافظت از سرمایه‌گذار و هزینه نقد شونددگی رابطه ای معکوس وجود دارد. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد محیط‌هایی که از نظر محافظت از سرمایه‌گذار در سطوح پایین‌تری قرار دارند منجر به تفاوت‌های بزرگ‌تر بین قیمت خرید و فروش سهم و در نتیجه سطح نقد شونددگی کمتر می‌شوند زیرا در این محیط‌ها عدم تقارن اطلاعاتی در سطح بالایی قرار دارد. چاوز و سیلوا<sup>١٠</sup> (٢٠٠٩) تأثیر "سطوح ویژه حاکمیت شرکتی"<sup>١١</sup> را بر نقد شونددگی شرکت‌های برزیلی بررسی می‌کنند. هدف از ایجاد سطوح مذکور و گروه بندی شرکت‌ها در این سطوح بهبود شفافیت شرکت و حفاظت از سرمایه‌گذار است.<sup>١٢</sup> محققان این تحقیق به این نتیجه می‌رسند که نقد شونددگی و ارزش شرکت برای شرکت‌هایی که تمایل دارند در این سطوح ویژه حاکمیت شرکتی فهرست بندی شوند بهبود می‌یابد.

چن و همکاران<sup>١٣</sup> (٢٠٠٧) این موضوع را بررسی می‌کنند که چگونه شفافیت و افشا اطلاعات توسط شرکت‌های موجود در شاخص اس اند پی ٥٠٠ (S&P 500) بر روی اختلاف قیمت خرید و فروش سهم<sup>١٤</sup> اثر می‌گذارد. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که شفافیت بیشتر و افشای‌ات مناسب‌تری دارند سطح نقد شونددگی بازار آن‌ها نیز بیشتر از سایرین بود. چانگ و همکاران<sup>١٥</sup> (٢٠١٠) نیز شاخصی برای ارزیابی شفافیت به عنوان یکی از مکانیزم‌های راهبری شرکتی طراحی می‌کنند تا از این طریق اثر شفافیت بر نقد شونددگی را مورد بررسی قرار دهند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که تغییرات نقد شونددگی در طی زمان تا حد زیادی با تغییرات زمانی شفافیت توضیح داده می‌شود.

منگنا و تائورینگانا<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۷) رابطه ای مثبت بین شفافیت، مالکیت خارجی و نقد شوندگی در شرکت های آفریقای جنوبی پیدا می کنند. یافته های آن ها با این منطق سازگار است که سرمایه گذاران خارجی گرایش به سرمایه گذاری در شرکت هایی دارند که از راهبری شرکتی و شفافیت موثری برخوردار هستند که این مهم سطح ارزش شرکت و نقد شوندگی آن را بهبود می بخشد. در یک تحقیق تجربی در چین، تانگ و وانگ<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۱) رابطه مقطعی<sup>۱۸</sup> بین شفافیت و نقد شوندگی شرکت را ارزیابی می کنند. آن ها شواهد محکمی در مورد رابطه مثبت بین نقد شوندگی و راهبری شرکتی و به تبع آن شفافیت بدست می آورند. یافته های آن ها به طور ضمنی بیان می دارد که داشتن ساختار حاکمیت شرکتی خوب ارزشیابی شرکت را ارتقا بخشیده و موجب بهبود نقدینگی می گردد.

یعقوب نژاد و ذبیحی (۱۳۹۰) در تحقیقی رابطه بین کیفیت افشا و نقد شوندگی ۷۲ شرکت بورسی را بین سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۳ مورد بررسی قرار می دهند. نتایج مطالعه آن ها نشان می دهد که بین کیفیت افشا و نقد شوندگی سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) مطالعه ای به بررسی ارتباط بین راهبری شرکتی و نقد شوندگی بازار ۶۱ شرکت بورسی در سال ۱۳۸۶ پرداختند. نتایج پژوهش آن ها نشان می دهد شرکت هایی که امتیاز بیشتری از لحاظ کیفیت راهبری شرکتی داشته اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بوده اند. به بیان دیگر نقد شوندگی بازار بالاتری نسبت به سایر شرکت ها داشتند.

نتایج تحقیق زارع (۱۳۸۶) نشان می دهد در بورس اوراق بهادار تهران به ویژه در میان شرکت های فعال، جذابیت و قابلیت نقدشوندگی سهام از میان ویژگی های فردی سهام در درجه اول تا حد زیادی با حجم معاملات سهام و در درجه دوم با ارزش شرکت که در واقع نشان دهنده عمق بازار سهام شرکت می باشد، مرتبط است.

همچنین تحقیقات زیادی در رابطه با رابطه ارزش شرکت و معیارهای حاکمیت شرکتی بویژه شفافیت اطلاعات صورت پذیرفته است. دارنو و کیم<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۵) بر روی ۵۷۳ شرکت از ۲۷ کشور مطالعه ای انجام دادند تا این موضوع را ارزیابی کنند که آیا تصمیمات راهبری و شفافیت اطلاعات ارزش بازار یک شرکت را پیش بینی می کند یا نه. با استفاده از روش کیو توبین<sup>۲۰</sup> برای ارزشیابی، آن ها به این نتیجه رسیدند که امتیازات بالاتر حاکمیت شرکتی و شفافیت اطلاعات به طور مثبت ارزشیابی شرکت را پیش بینی می کنند. کلاپر و لائو<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۴) از اطلاعات رتبه بندی حاکمیت شرکتی در بین ۱۴ بازار نو ظهور استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که راهبری شرکتی بهتر تا حد زیادی با عملکرد و ارزشیابی بهتر شرکت همبستگی مثبت دارد. نتایج تحقیقی که توسط گروچنسکی<sup>۲۲</sup> در سال ۲۰۰۶ در کشور لهستان انجام شد، نشان می دهد که درجه شفافیت رابطه ای مستقیم با عملکرد مالی و نقد شوندگی شرکت دارد.

در یک مطالعه مقطعی بین المللی، لنگ و همکاران<sup>۲۳</sup> (Lang et al.-2012) رابطه بین شفافیت در سطح شرکت، نقد شوندگی بازار سهام و ارزش شرکت را در بین ۴۶ کشور بین سال های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۷ بررسی

کردند. لنگ و همکاران مؤلفه‌های گوناگونی را برای اندازه‌گیری شفافیت به کار بردند که مهم‌ترین آن‌ها مدیریت سود بود. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شفافیت بیشتر با ارزشیابی بیشتر شرکت رابطه مستقیم دارد و نقد شونددگی عامل مهمی است که شفافیت از طریق آن ارزشیابی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مرادزاده فرد و بنائی در مطالعه‌ای بر روی ۱۶۰ شرکت بورسی بین سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ به این نتیجه رسیدند که با افزایش شفافیت سود و نقد شونددگی سهام هزینه سرمایه سهام عادی شرکت کاهش و ارزش شرکت به طور نسبی افزایش یافته است.

### ۳- روش تحقیق

این تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی بوده و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی است و چون می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، بنابراین نوعی تحقیق کاربردی است. برای آزمون فرضیه تحقیق از مدل رگرسونی لجستیک با استفاده از داده‌های تلفیقی در دوره‌های زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بهره گرفته شده است. همچنین برای تعیین میزان تعهدی‌های اختیاری با استفاده از مدل جونز، داده‌های سالهای ۸۳ و ۸۴ (دوره پیش بینی) نیز مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

### ۴- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مطالب بیان شده در این تحقیق دو فرضیه مورد آزمون قرار می‌گیرند. فرضیه اول ارتباط بین شفافیت اطلاعاتی و سطح نقد شونددگی بازار شرکت را مورد آزمون قرار می‌دهد که به شرح زیر است:  
**فرضیه اول:** بین سطح شفافیت اطلاعاتی شرکت و سطح نقد شونددگی بازار شرکت ارتباط معنی دار وجود دارد.

فرضیه دوم نیز ارتباط بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد:

**فرضیه دوم:** بین سطح شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه معنی دار وجود دارد.

### ۵- اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

**متغیر وابسته:** نقد شونددگی

در این تحقیق برای اندازه‌گیری نقد شونددگی از معیار میانگین حجم معاملات روزانه استفاده شده است. برای بدست آوردن این میانگین مجموع معاملات انجام شده بر روی سهام شرکت در طول سال بر تعداد روزهای فعال آن سهم تقسیم می‌گردد.

**متغیر مستقل:** شفافیت اطلاعاتی

برابر نمره شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت I در سال t است. برای اندازه‌گیری این شاخص از روش دانلسون و همکاران<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۰) و نیز لنگ و همکاران (۲۰۱۲) بهره گرفته شده است. دانلسون و همکاران از

ترکیب متغیرهای موهومی برای اندازه گیری متغیر اصلی تحقیق خود استفاده نمودند. در تحقیق حاضر نیز با توجه به تحقیق لنگ و همکاران (۲۰۱۲) و محدودیت‌های اطلاعاتی موجود، متغیرهای کیفیت ارقام تعهدی، انحراف در پیش بینی سود هر سهم توسط مدیریت، نوع حسابر س و نمره شفافیت بورس به صورت موهومی با یکدیگر ترکیب می‌شوند. برای اندازه گیری کیفیت ارقام تعهدی از مدل جونز تعدیل شده استفاده شده است. هرچه مقدار تعهدی‌های اختیاری کمتر باشد گفته می‌شود که شرکت از کیفیت ارقام تعهدی بالاتری برخوردار است. لذا به شرکت‌هایی که مقدار ارقام تعهدی آن‌ها کمتر از میانه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر تخصیص داده می‌شود. انحراف در پیش بینی سود هر سهم نیز برابر با اختلاف میانگین سود هر سهم پیش بینی شده با سود هر سهم واقعی است. برای شرکت‌هایی که درصد انحراف پیش بینی آن‌ها مثبت و بزرگ‌تر از میانه است عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر تخصیص داده می‌شود. نمره شفافیت نیز توسط سازمان بورس به شرکت‌ها داده می‌شود که نمره ای بین صفر (شفافیت پایین) و صد (شفافیت بالا) می‌باشد. به شرکت‌هایی که دارای نمره شفافیت بالاتر از میانه هستند عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر تخصیص داده می‌شود.

پس از مشخص شدن متغیرها و ارزش آن‌ها، شاخص شفافیت اطلاعاتی بشرح رابطه ۱ محاسبه می‌گردد:

$$\text{TRINDEX} = \frac{\sum_{j=1}^m dj}{\sum_{j=1}^n Hj} \quad (1)$$

که در رابطه ۱،  $\sum dj$  بیانگر کلیه اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند و  $\sum Hj$  بیانگر کلیه اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک در مورد آن‌ها لحاظ شده است. به این ترتیب، در مورد هر شرکت شاخص حاکمیت شرکتی اندازه گیری شده، در دامنه صفر تا یک قرار می‌گیرد. از این رویکرد در تحقیقات افرادی چون والاس، کوک، احمد و نیکولز، سجادی و دیگران به منظور اندازه گیری کیفیت افشاء استفاده گردیده است.

برای سنجش کیفیت ارقام تعهدی و بدست آوردن تعهدی‌های اختیاری از مدل جونز تعدیل شده (دچو و همکاران<sup>۲۵</sup>، ۱۹۹۵) استفاده گردیده است. از آنجا که محقق دسترسی به ثبت‌های شرکتی ندارد و تنها صورت‌های مالی شرکت را در اختیار دارد، برای تفکیک تعهدی‌های اختیاری از غیراختیاری یکی از روش‌ها این است که ابتدا در یک دوره پیش‌بینی، مدل تعهدی‌ها را تخمین زند و سپس براساس داده‌های واقعی در دوره رویداد به محاسبه تعهدی‌های اختیاری بپردازد (اسکات<sup>۲۶</sup>، ۲۰۰۹). در این تحقیق دوره پیش‌بینی شامل سال‌های ۸۳ و ۸۴ می‌باشند. مدل تعدیل‌شده جونز به شرح رابطه ۲ می‌باشد (دچو و همکاران، ۱۹۹۵):

$$\text{TA}_{i,t} / \text{A}_{i,t-1} = \alpha (1 / \text{A}_{i,t-1}) + \beta_1 (\Delta \text{REV}_{i,t} - \Delta \text{Rec}_i / \text{A}_{i,t-1}) + \beta_2 (\text{PPE}_{i,t} / \text{A}_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$\text{TA}_{i,t}$  = برابر است با کل تعهدی‌ها شرکت.

$$\begin{aligned} \Delta REV_{i,t} &= \text{درآمد سال } t \text{ منهای درآمد سال } t-1 \\ PPE_{i,t} &= \text{برابر است با اموال ماشین آلات و تجهیزات شرکتها.} \\ \Delta Rec_{i,t} &= \text{برابر است با تغییرات در حسابهای دریافتی در سال } t \\ A_{i,t-1} &= \text{برابر است با کل داراییها شرکت در سال } t-1 \end{aligned}$$

پس از برازش مدل ۲ و محاسبه ضرایب متغیرها، به منظور تخمین تعهدیهای اختیاری دادههای واقعی برای دوره رویداد را در مدل ۳ جای گذاری می کنیم:

$$DAC_{i,t} = TA_{i,t} - (\alpha - \beta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t}) \quad (3)$$

$DAC_{i,t} = t$  تعهدیهای اختیاری در سال

#### ۶- جامعه آماری، نمونه و روش نمونه گیری

جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند. برای تعیین نمونه مورد مطالعه، شرکت هایی از جامعه آماری یاد شده انتخاب شده اند که:

- (۱) پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفندماه باشد.
  - (۲) شرکت بین سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداشته باشد.
  - (۳) شرکت های مورد نظر جزء شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها نباشد.
  - (۴) طی سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ وقفه عملیاتی نداشته باشد و شرکت در هر سال حداقل ۱۰۰ روز معاملاتی داشته باشد.
  - (۵) با در نظر گرفتن شرایط فوق ۵۱ شرکت طی سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ (۳۵۷ سال - شرکت)، به عنوان نمونه تحقیق مورد بررسی قرار گرفته اند.
- جدول ۱ نمونه های انتخابی نهایی را بر اساس سال - شرکت و طبق هر صنعت نشان می دهد.

جدول ۱- تعداد سال - شرکت به تفکیک نوع صنعت

تعداد سال - شرکت	نوع صنعت
۹۱	خودرو و ساخت قطعات
۵۶	دارو
۲۸	سیمان آهک و گچ
۲۱	محصولات شیمیایی
۱۴	محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر
۴۲	فلزات اساسی
۲۸	ماشین آلات و تجهیزات



تعداد سال - شرکت	نوع صنعت
۷	محصولات کاغذی
۲۱	محصولات فلزی
۴۲	فرآورده نفتی کک و سوخت هسته ای
۷	حمل و نقل و ارتباطات
۳۵۷	مجموع کل

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۷- جمع آوری و پردازش داده‌ها

از آنجا که روش انجام تحقیق به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی شرکت‌ها سروکار دارد، فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با توجه به متغیرهای تحقیق مربوط به گزارش‌های سالانه شرکت‌ها می‌شود، از منابع مختلفی از جمله نرم افزارهای ره آورد نوین، سایت اطلاع رسانی سازمان بورس و سایر منابع مربوط جمع آوری شده است. برای پردازش اطلاعات از نرم افزار Eviews7 استفاده شده است.

### ۸- مدل‌های مورد استفاده در تحقیق

#### ۸-۱- مدل فرضیه اول

به طور کلی به منظور بررسی فرضیه‌های تحقیق حاضر از مدل رگرسیونی لی و همکاران (۲۰۱۲) استفاده گردیده است. مدل اول که برای آزمون فرضیه اول به کار می‌رود به شرح رابطه ۴ است:

$$LIQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 TRANS_{it} + \beta_2 \ln(\text{total assets}_{it}) + \beta_3 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$LIQ_{it}$ : برابر است با شاخص نقدشوندگی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$TRANS_{it}$ : برابر نمره شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

$\ln(\text{total assets}_{it})$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.

$\text{leverage}_{it}$ : نسبت کل بدهی‌ها به کل حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$

#### ۸-۲- مدل فرضیه دوم

به منظور بررسی فرضیه دوم این تحقیق نیز مبنی بر اینکه شرکت‌های با شفافیت اطلاعاتی بالاتر ارزش بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند، از مدل رگرسیونی ۵ استفاده شده است:

$$Q_{it} = \beta_{10} + \beta_{11} TRANS_{it} + \beta_{12} \ln(\text{sales}_{it}) + \beta_{13} \text{cum\_ret}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$Q_{it}$  = شاخص Q توبین یکی از معتبرترین شاخص‌های اندازه‌گیری ارزش شرکت‌هاست که حاصل تحقیقات جیمز توبین، اقتصاد دان مشهور است. این شاخص به شکل رابطه ۶ محاسبه می‌شود:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{MV}{BV - Debt}$$

که در آن:

MV: ارزش بازار شرکت (حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت سهام)

BV: ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان سال

Debt: ارزش دفتری بدهی‌های شرکت در پایان سال

هر قدر این نسبت بیشتر باشد به معنای بالاتر بودن ارزش دارایی‌های شرکت در بازار سهام است. (کاشانی

پور و رسائیان، ۱۳۸۸)

$\ln(\text{sales}_{it})$ : لگاریتم طبیعی فروش شرکت  $i$  طی سال  $t$

$\text{cum\_ret}_{it}$ : بازده انباشته که از ترکیب بازده تاخیری ۶ ماهه بدست می‌آید.

## ۹- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای استفاده‌شده در این تحقیق در جدول ۲ ارائه گردیده است. از آنجا که شرکت‌های نمونه برای هر دو فرضیه تحقیق مشابه می‌باشد، متغیرها بر حسب مدل تفکیک نگردیده‌اند.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

CUMR	LNS	$Q_T$	LEV	LNA	TRANS	LIQ	
۰/۱۱۲۴۹۷	۰/۱۷۸۱۵۰	۰/۱۴۹۶۱۵	۲/۳۲۵۱۴۵	۱۴/۲۴۱۲۸	۰/۴۸۵۷۳۶	۲۰/۲۲۹۴۴	میانگین
۰/۰۴۶۴۰۰	۰/۱۳۸۱۳۲	۰/۱۳۳۴۳۲	۱/۶۷۹۴۸۸	۱۳/۹۹۳۷۸	۰/۵۰۰۰	۲۰/۰۰۴۰۷	میانه
۲/۷۰۶۷۰۰	۱۳/۱۳۷۱	۹/۱۰۶۸۵۰	۱۲۸/۷۹۷۵	۱۸/۴۳۷۶۳	۱	۲۴/۵۸۹۰۰	حداکثر
-۰/۵۳۳۴۰	۰/۰۹۱۶۲۴	۰/۰۴۹۱۹۱	-۲۴/۱۵۲۳	۱۱/۰۵۲۴۳	۰	۱۶/۹۲۷۶۷	حداقل
۰/۳۵۸۱۵۰	۰/۷۱۲۲۹	۰/۴۹۳۰۹۶	۷/۳۶۹۸۴۱	۱/۴۸۶۴۷۱	۰/۲۳۷۶۱۳	۱/۶۱۲۷۴۲	انحراف استاندارد
۳/۰۱۰۱۳۷	۱۸/۱۵۰۹۹	۱۸/۰۸۱۰۷	۱۴/۹۶۷۱۱	۰/۵۷۹۸۳۰	-۰/۰۹۶۹۷	۰/۴۱۲۶۵۸	چولگی
۱۸/۹۶۹۱۸	۳۳۰/۶۴۱۰	۳۲۸/۹۵۵۶	۲۶۰/۲۷۸۸	۲/۹۰۲۳۷۴	۲/۵۷۹۷۵۰	۲/۵۱۴۲۶۴	کشیدگی
۴۰۴۱/۲۱۱	۱۰۰۳۵/۲۷	۱۴۹۲۳۲۳	۹۳۹۲۳۸	۱۸/۹۶۰۷۹	۲/۹۷۲۳۷۸	۱۲/۸۳۹۲۲	جارکو- برا
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۶۲۳۳	۰/۰۰۱۶	معناداری

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$LIQ_{i,t}$ : میزان سطح نقدشوندگی شرکت  $i$  در سال  $t$  را نشان می‌دهد.  $TRANS_{i,t}$ : شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت.  $LNA_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.  $LEV_{i,t}$ : درجه اهرم مالی که حاصل

تقسیم کل بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام است.  $Q_{T_{it}}$ : شاخص Q توبین جهت اندازه گیری ارزش شرکت.  $LNS_{i,t}$ : برابر است با لگاریتم طبیعی فروش سالانه شرکت.  $CUMR_{i,t}$ : برابر است با بازده ۶ ماهه انباشته.

### ۱۰- آزمون فرضیه‌ها

#### فرضیه اول

قبل از بررسی فرضیه اول، جدول ۳ که جدول همبستگی میان متغیرهاست در زیر ارائه شده است.

جدول ۳- ضریب همبستگی میان متغیرها در مدل اول

LEV	LNA	TRANS	LIQ	
			۱	LIQ
		۱	-۰/۰۵۱۴۱۴	TRANS
	۱	۰/۰۱۹۹۴۷	۰/۶۸۳۷۸۱	LNA
۱	۰/۰۸۱۸۹۶	-۰/۰۹۰۶۱۷	-۰/۰۸۱۱۴۹	LEV

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$LIQ_{i,t}$ : میزان سطح نقدشوندگی شرکت  $i$  در سال  $t$  را نشان می‌دهد.  $TRANS_{i,t}$ : شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت.  $LNA_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.  $LEV_{i,t}$ : درجه اهرم مالی که حاصل تقسیم کل بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام است.  $Q_{T_{it}}$ : شاخص Q توبین جهت اندازه گیری ارزش شرکت.  $LNS_{i,t}$ : برابر است با لگاریتم طبیعی فروش سالانه شرکت.  $CUMR_{i,t}$ : برابر است با بازده ۶ ماهه انباشته.

جدول ۴- نتایج برازش مدل اول

$LIQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 TRANS_{it} + \beta_2 \ln(\text{total assets}_{it}) + \beta_3 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره - t	معناداری
C	۹/۷۹۰۸۲۶	۰/۶۲۶۸۲۳	۱۵/۶۱۹۷۵	۰/۰۰۰۰
TRANS	-۰/۵۰۴۱۷۱	۰/۲۶۲۴۸۸	-۱/۹۲۰۷۴۳	۰/۰۴۵۶
LNA	۰/۷۵۵۶۵۸	۰/۰۴۲۱۰۶	۱۷/۹۴۶۶۷	۰/۰۰۰۰
LEV	-۰/۰۳۳۰۴۶	۰/۰۰۸۵۱۴	-۳/۸۸۱۶۰۲	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۰۶۸۹۵	میانگین متغیر وابسته		۰/۵۱۱۸۷۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۸۰/۴۴۹۸۲	خطای استاندارد مدل		۰/۴۷۷۱۷۵
آماره F	۱۱۰/۹۳۹۳	آماره ی-دوربین واتسون		۲/۳۰۳۰۴۰
معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

$LIQ_{i,t}$ : میزان سطح نقدشوندگی شرکت  $i$  در سال  $t$  را نشان می‌دهد.  $TRANS_{i,t}$ : شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت.  $LNA_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.  $LEV_{i,t}$ : درجه اهرم مالی که حاصل تقسیم کل بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام است.  $QT_{i,t}$ : شاخص  $Q$  توین جهت اندازه گیری ارزش شرکت.  $LNS_{i,t}$ : برابر است با لگاریتم طبیعی فروش سالانه شرکت.  $CUMR_{i,t}$ : برابر است با بازده ۶ ماهه انباشته.

فرضیه اول در این تحقیق بیان می‌کند که شرکت‌هایی که از سطح شفافیت اطلاعاتی بالاتری برخوردارند از سطح نقدشوندگی بالاتری برخوردارند. نتایج حاصل از رگرسیون زمانی قابل‌اتکاست که رگرسیون برازش شده در کل معنی‌دار باشد. در نرم‌افزار Eviews برای معنی‌دار بودن رگرسیون حداقل مربعات معمولی از آماره  $F$  استفاده می‌گردد. مطابق با داده‌های جدول ۴ نظر به اینکه معناداری آماره  $F$  کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان بیان کرد که رگرسیون معنی‌دار است. معنادار بودن آماری به این معناست که مدل محاسبه‌شده با درجه معینی از اطمینان، با صفر تفاوت دارد.

به منظور بررسی وجود رابطه میان نقدشوندگی و شفافیت اطلاعاتی می‌بایست به متغیر  $TRANS$  توجه گردد. زمانی که متغیر مذکور از لحاظ آماری معنادار و ضریب آن مثبت باشد، می‌توان ادعایی مبتنی بر اینکه شرکت‌های دارای شفافیت بالا از نقدشوندگی بالاتری برخوردارند را تأیید کرد. با مشاهده جدول ۴ می‌توان این موضوع را بررسی کرد. از آنجا که مقدار معناداری متغیر  $TRANS$  (۰/۰۴۵۶) کمتر از ۰/۰۵ است می‌توان به این نتیجه دست پیدا کرد که نتایج حاصل‌شده در نمونه را می‌توان به کل جامعه تعمیم داد. به عبارت دیگر متغیر  $TRANS$  از لحاظ آماری معنادار می‌باشد و این موضوع نشان‌دهنده این امر است که بین شفافیت اطلاعاتی و نقدشوندگی رابطه معناداری وجود دارد. از سوی دیگر منفی بودن ضریب متغیر  $TRANS$  (۰/۵۰۴۱۷۱-) نشان‌دهنده این موضوع است که عامل شفافیت اطلاعاتی در نمونه دارای رابطه منفی با نقدشوندگی است. در نهایت نتایج بدست آمده نشان‌دهنده رد شدن فرضیه اول این تحقیق است. یافته‌های تحقیق برخلاف نتایج تحقیق لنگ و همکاران (۲۰۱۲) در رابطه با تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر سطح نقدشوندگی شرکت است. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌های شفاف‌تر از سطح نقدشوندگی بالاتری برخوردارند و برعکس.

به منظور بررسی عدم تورش دار بودن مدل، آماره دوربین- واتسون مورد بررسی قرار می‌گیرد. زمانی که مقدار آماره نزدیک به عدد ۲ باشد، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که همبستگی پیاپی ناچیز است. همان طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، مقدار آماره دوربین- واتسون مدل دوم برابر با ۲/۳۰۳ می‌باشد که این موضوع از عدم همبستگی پیاپی خبر می‌دهد.

## فرضیه دوم

قبل از بررسی فرضیه دوم، جدول ۵ که جدول همبستگی میان متغیرهاست در زیر ارائه شده است.

جدول ۵- جدول ضریب همبستگی میان متغیرها در مدل دوم

CUMR <sub>it</sub>	LNS <sub>it</sub>	TRANS <sub>it</sub>	Q <sub>T</sub>	
			۱	Q <sub>Tit</sub>
		۱	-۰/۰۵۳۲۹۶	TRANS <sub>it</sub>
	۱	-۰/۰۵۴۹۰۰	۰/۹۹۸۱۳۴	LNS <sub>it</sub>
	-۰/۰۰۹۸۱۶	-۰/۱۶۰۴۵۲	-۰/۰۰۹۶۳۶	CUMR <sub>it</sub>

منبع: یافته‌های پژوهشگر

Q<sub>Tit</sub>: شاخص Q توپین جهت اندازه گیری ارزش شرکت. TRANS<sub>it</sub>: شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت.  
LNS<sub>it</sub>: برابر است با لگاریتم طبیعی فروش سالانه شرکت. CUMR<sub>it</sub>: برابر است با بازده ۶ ماهه انباشته.  
برازش مدل دوم به شرح جدول ۵ می‌باشد.

جدول ۶- نتایج برازش مدل دوم

$Q_{it} = \beta_{10} + \beta_{11}TRANS_{it} + \beta_{12}\ln(sales_{it}) + \beta_{13}cum\_ret_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t -	معناداری
C	۰/۰۲۵۹۱۶	۰/۰۰۳۴۹۷	۷/۴۱۰۵۸۹	۰/۰۰۰۰
TRANS	۰/۰۰۱۱۰۷	۰/۰۰۶۲۳۹	۰/۱۷۷۴۹۲	۰/۸۵۹۲
LNS	۰/۶۹۲۳۴۴	۰/۰۰۲۰۶۱	۳۳۵/۹۴۲۹	۰/۰۰۰۰
CUMR	-۰/۰۰۱۶۰۳	۰/۰۰۴۲۱۴	-۰/۳۸۰۴۴۰	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۹۹۷۱۹۴	میانگین متغیر وابسته		۰/۱۴۹۶۱۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۹۷۱۱۵	خطای استاندارد مدل		۰/۴۹۳۰۹۶
آماره F -	۱۲۷۵۲/۳۸	آماره دوربین - واتسون		۱/۷۷۰۱۰۹
معناداری (آماره F -)	۰/۰۰۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

Q<sub>Tit</sub>: شاخص Q توپین جهت اندازه گیری ارزش شرکت. TRANS<sub>it</sub>: شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت.  
LNS<sub>it</sub>: برابر است با لگاریتم طبیعی فروش سالانه شرکت. CUMR<sub>it</sub>: برابر است با بازده ۶ ماهه انباشته.

مطابق با داده‌های جدول ۶ نظر به اینکه معناداری آماره F (۰/۰۰۰۰۰) کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین می‌توان بیان کرد که رگرسیون معنی‌دار است. معنادار بودن آماره F به این معناست که مدل محاسبه شده با درجه معینی از اطمینان، با صفر تفاوت دارد. به منظور بررسی فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه شرکت‌های با شفافیت بالاتر دارای ارزش بالاتری نسبت به شرکت‌های با شفافیت پایین هستند، می‌بایست متغیر

TRANS را که شاخص شفافیت اطلاعاتی است، مورد توجه قرار دهیم. همان طور که مشاهده می‌کنید از آنجا که مقدار معناداری متغیر TRANS (۰/۸۵۹۲) بیشتر از ۰,۰۵ است می‌توان به این نتیجه دست پیدا کرد که نتایج حاصل شده در نمونه را نمی‌توان به کل جامعه تعمیم داد. به عبارت دیگر متغیر TRANS از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد و این موضوع نشان‌دهنده این امر است که شرکت‌های شفاف‌تر از ارزشگذاری بالاتری نسبت به شرکت‌های غیر شفاف برخوردار نمی‌باشند. البته مثبت بودن ضریب متغیر TRANS (۰/۰۰۱۱) نشان‌دهنده این موضوع است که در نمونه عامل شفافیت اطلاعاتی رابطه مثبتی با ارزش شرکت دارد ولی در نهایت همان طور که اشاره گردید نتایج حاصل از تحقیق را نمی‌توان به کل جامعه تعمیم داد. به صورت کلی نتایج بدست آمده نشان‌دهنده رد شدن فرضیه دوم این تحقیق است. یافته‌های تحقیق برخلاف نتایج تحقیق لنگ و همکاران (۲۰۱۲) در رابطه با تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر ارزش شرکت می‌باشد. آن‌ها نشان دادند که شرکت‌های شفاف‌تر از ارزش بالاتری نزد سهامداران و سرمایه‌گذاران برخوردار هستند.

#### ۱۱- بحث و نتیجه‌گیری

هدف مطالعه حاضر بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعاتی، نقد شونددگی و ارزش بازار است. به طور کلی نتایج یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین شفافیت اطلاعاتی و نقد شونددگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. نتایج این تحقیق برخلاف برخی از تحقیقات (مانند لنگ و همکاران، ۲۰۱۲) و موافق نتایج تحقیقات دیگری چون بلومفیلد و اهارا (۲۰۰۰) است. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. براساس این نتایج مشاهده می‌شود که شفافیت اطلاعاتی نه تنها اثر مثبتی بر روی سطح نقد شونددگی ندارد بلکه ممکن است آن را به صورت منفی تحت تأثیر قرار دهد. البته باید سایر عوامل و محدودیت‌های دیگر موجود در بورس تهران را هنگام بیان نتیجه در نظر داشت. همچنین بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت نیز رابطه معناداری مشاهده نگردید. احتمالاً سرمایه‌گذاران بین اطلاعات شفاف و غیر شفاف تفاوت چندانی قائل نیستند یا آن را در نظر نمی‌گیرند. به بیان دیگر در ایران شفافیت اطلاعاتی عامل مثبت تأثیر گذاری بر سطح نقد شونددگی و ارزش شرکت‌ها نمی‌باشد.

#### فهرست منابع

- ۱) خلیلی، وجیهه، (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر نقدشونددگی بر عملکرد شرکت" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- ۲) رحیمیان، نظام‌الدین، سید حسن صالح نژاد و علی سالکی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۸، صص ۸۶-۷۱.

- ۳) زارع استخریجی، مجید (۱۳۹۰)، "بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق.
- ۴) کاشانی پور، محمد، ساسان مهرانی و یوسف پاشانزاد، (۱۳۸۹)، "بررسی ارتباط برخی از مکانیزم های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار"، پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۲.
- ۵) مرادزاده فرد، مهدی و علی بنائی، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین شفافیت سود، نقدشوندگی سهام، هزینه سرمایه و ارزش شرکت"، ارائه شده در دهمین همایش ملی حسابداری ایران.
- ۶) نوروش، ایرج و سیدعلی میر حسینی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به موقع بودن) و مدیریت سود"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۱۱۷.
- ۷) یعقوب نژاد، احمد و علی ذبیحی، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۰.
- 8) Amihud, Yaakov and Mendelson, Haim, (2006), "Stock and Bond Liquidity and Its Effect on Prices and Financial Policies, Financial Markets and Portfolio Management, No. 20, Vol.1, PP. 19-32.
- 9) Bhide, A., (1993), "The hidden Costs of Stock Market Liquidity", Journal of Financial Economics, No.34, PP. 31-51.
- 10) Briger, W., Cynthia, M, (1988), "Tobin's Q and the Importance of Focus in Firm Performance, American Economic Review, No.89, PP. 249-250.
- 11) Brockman, P., Chung, D.Y., (2003), "Investor Protection and Firm Liquidity", Journal of Finance, No.58, PP. 921-937.
- 12) Chavez, G.A., Silva, A.C., (2009), "Brazil's Experiment with Corporate Governance", Journal of Applied Corporate Finance, No. 21, PP. 34-44.
- 13) Chang Jc, And Sun Hl, (2010), "The Relation between Earning Informativeness, Earnings Management and Corporate Governance in the Pre- and Post-Sox Periods." Working Paper, Morgan State University.
- 14) Chen S., Chen X., Cheng Q, (2007), "Do Family Firms Provide More Or Less Voluntary Disclosure?" Journal of Accounting Research, Vol. 46, No. 3.
- 15) Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., (1995). "Detecting Earnings Management", the Accounting Review, No. 70, PP. 193-225
- 16) Donelson, D.C. Jennings, R. McInnis, J, (2010), "Changes over Time in the Revenue-Expense Relation: Accounting or Economics?" Accounting Review, No. 86, PP. 945-974.
- 17) Durnev, A., Kim, E.H., (2005), "To Steal or not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. Journal of Finance, No. 60, PP. 1461-1493.
- 18) Glosten, L. Milgrom P. Bid, (1985), "Ask and Transaction Prices in A Specialist Market With Heterogeneously Informed Traders". Journal of Financial Economics" No.14, PP. 71-100.
- 19) Gruszczynski, M., (2006), "Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland". International Advances in Economic Research No. 12, PP. 251-259.
- 20) Holmstrom, B., Tirole, J., (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring". Journal of Political Economy PP. 678-709.
- 21) Kahn, C, Winton, A, (1998), "Ownership Structure, Speculation and Shareholder Intervention". Journal of Finance, No. 53, PP. 33-129.
- 22) Klapper, L.F., Love, I., (2004), "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets". Journal of Corporate Finance No. 10, PP. 703-728.
- 23) Lang, H.Lins, V, (2012), "Transparency, Liquidity and Valuation: International Evidence". Journal of Accounting Research (Jar), No. 3.

- 24) Lashgari, Z. Sadat Maghami, N., (2013), "Relationship between Transparency, Liquidity and Valuation", World Academy of Science, Engineering and Technology, No. 7, PP. 6-24.
- 25) Li, W. Chen, C. French, J, (2012), "The Relationship between Liquidity, Corporate Governance, and Firm Valuation: Evidence from Russia. Emerging Markets Review 13.
- 26) Mangena, M., Tauringana, V., (2007), "Disclosure, Corporate Governance and Foreign Share Ownership on the Zimbabwe Stock Exchange", Journal of International Financial Management and Accounting, No. 18, PP. 53-85.
- 27) Maug, E., (1998), "Large Shareholders as Monitors: Is There A Trade-Off Between Liquidity and Control?", Journal of Finance, PP. 65-98.
- 28) Shahsavari, M and Lashgari, Z (2014), "The Relationship between Transparency and Company's Liquidity and Market's Returns. Kuwait Chapter of Arabian", Journal of Business and Management Review Vol. 3, No.7.
- 29) Tang, K, Wang, C, (2011), "Corporate Governance and Firm Liquidity: Evidence from the Chinese Stock Market", Emerging Markets, Finance & Trade, No. 47, PP. 47-60.
- 30) Tobin, James (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking, PP. 15-29.
- 31) Tobin, James and Brainard, William C. (1997), "Pitfalls in Financial Models Building", American Economic Review No. 58, PP. 99-122.

## یادداشتها

- <sup>1</sup> Li et al.
- <sup>2</sup> Lang et al.
- <sup>3</sup> Kahn and Winton
- <sup>4</sup> Bloomfield and Ohara
- <sup>5</sup> Holmstrom and Tirole
- <sup>6</sup> Maug
- <sup>7</sup> Glosten and Milgrom
- <sup>8</sup> Adverse Selection
- <sup>9</sup> Brockman and Chung
- <sup>10</sup> Chavez and Silva
- <sup>11</sup> Special Corporate Governance Levels
- <sup>12</sup> لازم به ذکر است که این سطوح بندی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار کشور برزیل انجام می‌گردد.
- <sup>13</sup> Chen at al.
- <sup>14</sup> Bid-Ask Spread
- <sup>15</sup> Chung et al.
- <sup>16</sup> Mangena and Tauringana
- <sup>17</sup> Tang and Wang
- <sup>18</sup> Cross Sectional
- <sup>19</sup> Durnev and Kim
- <sup>20</sup> Tobin's Q
- <sup>21</sup> Klopper and love
- <sup>22</sup> Gruszczynski
- <sup>23</sup> Lang et al.
- <sup>24</sup> Donelson et al.
- <sup>25</sup> Dechow et al.
- <sup>26</sup> Scott
- <sup>27</sup> F- statistic