

بررسی اثر شفافیت سود بر ریسک نقد شوندگی

رضا تهرانی^{۱*}، کامبیز انصاری^۲، اسماعیل محمدی سالاری^۳

۱. دانشیار، مدیریت مالی، دانشگاه تهران

۲. استادیار، گروه مدیریت دانشگاه پیام نور تهران

۳. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علوم و تحقیقات، تهران

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۸/۱۱، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۹/۲۸)

چکیده

این مقاله به بررسی ارتباط بین شفافیت سود حسابداری و ریسک عدم نقد شوندگی در بورس اوراق بهادار تهران که به منظور بیان شرایط مناسب برای بهبود عملکرد و سلامت معاملات در بازار بورس کشور انجام شده است می پردازد. در راستای این هدف اطلاعات مالی مربوط به ۷۵ شرکت بورسی که اطلاعات مورد نیاز آن در طی دوره زمانی تحقیق (۱۳۸۰-۱۳۹۲) در دسترس بود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان می دهد که وجود شفافیت بالای سود، ریسک نقد شوندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را کاهش می دهد. این نتیجه با این تفسیر سازگار است که سهام شرکت های با شفافیت سود بالاتر ابهام یا عدم اطمینان کمتری دارند و بیشتر مورد مطالبه قرار می گیرند. یا از دیدگاه دیگر افزایش شفافیت سود باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و اداره کنندگان واحد تجاری می شود، این امر موجب می شود که هزینه ها از طریق انتخاب نادرست در مبادلات میان خریداران و فروشندگان سهام شرکت کاهش یابد. از اینرو سرمایه گذاران تمایل بیشتری برای مبادله سهام این شرکت ها دارند و ریسک نقد شوندگی این شرکت ها پایین تر است.

واژه های کلیدی: شفافیت سود حسابداری، عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک نقد شوندگی.

مقدمه

می‌یابد. از دیدگاه استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی وقتی شفافیت و کیفیت اطلاعات ارائه‌شده بالاتر باشد، ریسک اطلاعاتی آن شرکت پایین تر است. سهامداران و اعتباردهندگان خواستار اطلاعات بیشتر و شفاف‌تری درباره عملکرد شرکت هستند. افشای کامل همراه با شفافیت گزارشگری مالی می‌تواند شرایط مطمئنی ایجاد کند که اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. شفافیت بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر مثبتی دارد و می‌تواند از منافع سهامداران حفاظت کند. بالا رفتن اعتماد سهامداران و کاهش صرف ریسک، بازده مورد انتظار را کاهش داده و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (کردستانی و علوی، ۱۳۸۹)

یکی از عوامل موثر بر ریسک دارایی‌ها، قابلیت نقد شوندگی آن‌ها است زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی‌های خود را به فروش برسانند آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ این موضوع تبلور ریسک عدم نقد شوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌توان باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هرچه قابلیت نقد شوندگی یک سهم کمتر باشد آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر این که بازده بیشتری عاید دارنده آن گردد؛ به عبارت دیگر برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است به سرعت منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند، در چنین مواردی قدرت نقد شوندگی می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد (یحیی زاده فر و همکاران، ۱۳۸۷).

از اهداف انجام این تحقیق می‌توان به تأثیر آن در برآورد بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و ارزیابی آنها از ریسک مرتبط با واحدهای تجاری اشاره کرد. انتظار بر این است که در صورت تحقق نتایج مورد انتظار تحقیق، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه قادر باشند که برآورد دقیق‌تری از ریسک و به طور خاص ریسک نقد شوندگی نمایند که این مسئله در نهایت می‌تواند به تعدیل و افزایش بازده مورد انتظار سهام‌داران و در دید کلان اقتصادی به تخصیص بهینه منابع و ثروت بینجامد. با توجه به موارد مطرح‌شده، سؤالاتی که مطرح می‌شود این است که آیا شفافیت بالاتر اطلاعات حسابداری میزان ابهام (ریسک) سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد؟ آیا با افزایش شفافیت سود به عنوان مهم‌ترین اطلاعات منتشرشده حسابداری، ریسک نقد شوندگی سهام کاهش می‌یابد؟

از جمله مهم‌ترین پیش‌نیازهای توسعه همه‌جانبه و تعمیق بازار سرمایه در هر نظام مالی، به عنوان موتور محرکه توسعه اقتصادی، اعتماد عموم مشارکت‌کنندگان و سرمایه‌گذاران به کارایی و درستی آن به عنوان مبنایی برای تعیین قیمت عادلانه دارایی‌های سرمایه‌ای و از این رهگذر، تخصیص بهینه منابع مالی به حوزه‌های مختلف اقتصادی است. از عمده‌ترین وظایف بازار سرمایه، ایجاد فضایی مناسب برای تعیین عادلانه قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای، ایجاد نقدینگی برای اوراق بهادار در تملک سرمایه‌گذاران و تخصیص بهینه برای حوزه‌هایی است که از کارایی لازم برای ارزش‌افزایی برخوردارند. هرگاه بازار از کارایی لازم در انجام کارکردهای خود برخوردار نباشد، بازار سرمایه را دچار اختلالات عمده‌ای کرده و تبعات ناشی از آن در سطوح اقتصاد ملی و حتی فراملی منعکس خواهد شد (فلاح شمسی و تیموری شندی، ۱۳۸۴).

با توجه به اینکه اغلب تصمیمات، از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری، در شرایط عدم اطمینان اتخاذ می‌شود، وجود اطلاعات مرتبط با موضوع تصمیم‌گیری نقش مهمی را در کاهش این عدم اطمینان ایفا می‌کند. سیستم حسابداری نقش حیاتی و عمده‌ای را در جهت ارائه اطلاعات مورد نیاز جهت تصمیم‌گیری مناسب سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند. اطلاعات منتج شده از سیستم حسابداری همواره سرمایه‌گذاران را در ارزیابی عملکرد آتی شرکت و ریسک مرتبط با آن یاری می‌رساند و در نتیجه وجود چنین اطلاعاتی برای ارزش‌گذاری شرکت بسیار مفید می‌باشد (اهلسون^۱، ۱۹۸۰). به عبارت دیگر می‌توان گفت که اطلاعات منتشره توسط هر شرکت یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده کشف قیمت سهام آن شرکت می‌باشد؛ از سویی دیگر یکی از مهم‌ترین اطلاعاتی که توسط هر شرکت منتشر می‌شود سود حسابداری می‌باشد.

نقش شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها در سال‌های اخیر اهمیت روزافزونی یافته است. شفافیت کم و کیفیت پایین اطلاعات مالی شرایطی را فراهم می‌سازد که تصمیم‌گیری را برای سرمایه‌گذاران مشکل کرده و آن‌ها را با شرایط ابهام مواجه می‌سازد. در این وضعیت صرف ریسک اطلاعاتی افزایش

1. Ohlson

مبانی نظری

شفافیت سود حسابداری

تاکنون تعاریف زیادی از شفافیت صورت گرفته است به عنوان مثال در فرهنگ لغات بستر شفافیت به عنوان باز بودن مؤسسات، آشکار بودن فعالیت مؤسسات، صداقت و قابلیت درک آسان تعریف شده است. علاوه بر این در سایر فرهنگ لغات تعاریفی از قبیل: خیلی روشن بودن، صاف و ساده بودن^۱، راحت فهمیدن و صریح و بی‌پرده بودن برای شفافیت ارائه شده است. در این تعاریف منظور از باز بودن یا گشودگی مؤسسات، دسترسی آسان به عملیات داخل شرکت و منظور از آشکار بودن مؤسسات، وضوح اطلاعات است. بوشمن و همکاران شفافیت اطلاعات شرکت را وضعیتی می‌داند که اطلاعات به طور گسترده‌ای در دسترس، مربوط، قابل اتکا، باکیفیت جامع و به موقع باشد (اکسا^۲، ۲۰۰۶) به دنبال تعریف استاندارد اند پورز شفافیت را به موقع بودن و کفایت افشای کارکردهای مالی و عملیاتی شرکت می‌داند (بارت و همکاران^۳، ۲۰۰۸) شفافیت سود را تغییر هم زمان سود و تغییر در سودآوری با بازده سهام تعریف کرده‌اند. از نظر (براون و همکاران^۴، ۲۰۰۹) بهترین تعریف شفافیت در حوزه تجاری عبارت است از صورت‌های مالی باکیفیت همچنین (نیلسن و همکاران^۵، ۲۰۰۹). درباره شفافیت بر این باورند که استفاده‌کننده اطلاعات در هر زمانی به همه چیز واقف است و او براساس اطلاعات شفاف می‌تواند هر موضوعی را مورد بررسی قرار دهد.

اندازه‌گیری شفافیت سود

پژوهشگران در شناسایی عوامل مهم و موثر باکیفیت افشا و محاسبه اطلاعاتی همواره با مشکل روبه رو بوده‌اند. به هر حال تحقیقات تجربی از عوامل متعددی برای ارزیابی و کمی کردن افشا و شفافیت اطلاعات استفاده کرده است. مرکز تحقیقات و تجزیه و تحلیل بین‌المللی^۶ شاخصی برای شفافیت ارائه کرده است که این شاخص میانگین امتیاز نود آیتم حسابداری و غیر

حسابداری افشاشده توسط نمونه گسترده‌ای از شرکت‌ها در گزارشگری سالانه آن‌ها است. این مرکز امتیازات معینی برای هر ویژگی تعیین کرده و بر اساس امتیاز به دست آمده میزان شفافیت اطلاعات مالی را اندازه‌گیری می‌کند. برگر و همکاران^۷ معیاری برای اندازه‌گیری شفافیت گزارشگری مالی ابداع کردند که برای دامنه وسیعی از شرکت‌ها می‌توان استفاده کرد. ایده‌ای که آن‌ها برای اندازه‌گیری شفافیت سود در نظر گرفتند بر اساس پایداری سود است، زیرا از نظر آن‌ها نوسان بازده سهام شرکت نسبتی از شفافیت حسابداری شرکت است. این شاخص علاوه بر کیفیت گزارشگری مالی، شفافیت مالی را هم اندازه می‌گیرد.

بارت و همکاران^۸ برای اندازه‌گیری شفافیت سود از رابطه سود و بازده سهام شرکت استفاده کرده‌اند، به گونه‌ای که اگر سود و تغییر در سود با بازده سهام به طور هم زمان تغییر کند با در نظر گرفتن شاخص (R^2) سود شرکت شفاف است.

مهد ساد و همکاران^۹ شاخصی را برای اندازه‌گیری شفافیت به کار گرفته‌اند که مقدار شاخص استفاده شده با ویژگی‌های شرکت یعنی اندازه شرکت، تعداد سهامداران و سوددهی ارتباط مثبتی دارد. معیار دیگری که در خصوص ارزیابی شفافیت مورد توجه بسیاری از محققین قرار گرفته است، عدم هموارسازی سود است (نوروش و حصار زاده، ۱۳۸۹). هموارسازی سود به عنوان کاهش آگاهانه نوسانات سطح سود تعریف می‌شود به گونه‌ای که سود شرکت عادی به نظر برسد (بارنی و همکاران^{۱۰}، ۱۹۷۶) سرمایه‌گذاران در مقایسه با سایر شاخص‌های عملکرد (از قبیل سود نقدی، جریان‌های نقدی و تغییرات سود)، اتکای بیشتری بر اطلاعات مربوط به سود دارند. از این رو شفافیت سود به عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی مورد تقاضای استفاده‌کنندگان از اهمیت زیادی برخوردار است (بیدل و همکاران، ۱۹۹۵) (نوروش و حصارزاده ۱۳۸۹) به نقل از (زاروین^{۱۱}، ۲۰۰۲) بیان می‌دارند که هموارسازی سود می‌تواند به عنوان ابزاری برای انتقال اطلاعات دلخواه مدیر توسط وی استفاده شود و شفافیت سود را کاهش دهد. در این تحقیق از مدل بارت و همکاران برای اندازه‌گیری شفافیت سود استفاده شده است.

7. Berger, et al

8. Barth, et al.

9. Mohd Saad, et al

10. Barney et al.

11. Zarvyn

1. Simple

2. Aksu

3. Barth, et al

4. Brown, et al

5. Nielsen, et al

6. Center of International Analysis and Research (CIFAR)

نقد شونددگی و ریسک نقد شونددگی

نقد شونددگی و عدم نقدشونددگی دو روی یک سکه هستند که در بسیاری از موارد برای اشاره به یک مفهوم به کار می‌روند. (ورنیم، ۲۰۰۹) در تعریف نقد شونددگی می‌گوید: نقد شونددگی عبارت است از توانایی تبدیل سریع و بدون کاهش قیمت یک ابزار مالی به وجه نقد. مارکویتز در تئوری انتخاب پرتفوی خود بیان کرد که سرمایه‌گذاران پرتفوی خود را براساس دو معیار ریسک و بازده انتخاب می‌نمایند. این در حالی است که بسیاری از سرمایه‌گذاران با ثابت فرض کردن سایر عوامل، اوراق بهادار با قابلیت نقد شونددگی بالاتر را جذاب تر می‌دانند. بنابراین اوراق بهادار با ضریب بتای یکسان اما با درجه نقد شونددگی متفاوت، دارای بازده مورد انتظار یکسانی نیستند.

اندازه‌گیری ریسک نقد شونددگی

آمیهود در سال ۱۹۸۲ معیار نسبت عدم نقد شونددگی آمیهود^۱ آمیهود^۱ را برای اندازه‌گیری عدم نقد شونددگی (معیار معکوس نقد شونددگی) معرفی نمود. داده‌های این معیار با استفاده از آمار بازده و حجم معاملات در طول دوره‌های زمانی نسبتاً طولانی قابل استخراج هست. این نسبت تغییر قیمتی مطلق را به ازای حجم مبادلات با اثر قیمتی میزان سفارش‌ها را نشان می‌دهد. هر قدر این نسبت کمتر باشد، نقد شونددگی سهم بیشتر است و یا به طور عکس اندازه بالای این نسبت نشان‌دهنده عدم نقد شونددگی بیشتر سهم می‌باشد (شالباف یزدی، ۱۳۹۰).

مروری بر تحقیقات انجام شده

نوروش و حصارزاده (۱۳۸۹) ابعاد شفافیت سود حسابداری و رابطه آن با ویژگی‌های شرکت را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. طبق تعریف آن‌ها، معیار شفافیت سود از ترکیب چهار ویژگی کیفی سود یعنی کیفیت اقلام تعهدی، محافظه کاری سود، هموارسازی و پیش‌بینی سود به دست می‌آید. یافته‌های آزمون فرضیات آن‌ها حاکی از این بوده است

که شرکت‌های زیان ده نسبت به سایر شرکت‌ها شفافیت سود کمتری دارند. پنهان و صادقی (۱۳۸۹) به بررسی تطبیقی تأثیر استنباط از شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران و بورس سهام تایوان پرداختند. نتایج حاصل از بررسی آن‌ها نشان می‌دهد که بهبود شفافیت اطلاعات مالی در بورس تهران می‌تواند موجب افزایش اعتماد عمومی و افزایش فعالیت سرمایه‌گذاران گردد. همچنین مقایسه نتایج این مطالعه با تحقیق مشابه انجام شده در بورس تایوان حاکی از آن است که رفتار سرمایه‌گذاران در بورس تایوان بیش از سرمایه‌گذاران تهران تحت تأثیر نگرش آن‌ها نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی قرار دارد.

کردستانی و علوی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. نتایج نشان داد که شفافیت سود حسابداری از طریق کاهش ریسک، منجر به کاهش بازده مورد انتظار سهامداران (هزینه سرمایه سهام عادی) شرکت می‌شود و رابطه منفی و معنی‌داری بین این دو متغیر وجود دارد.

فروغی، امیری و میرزایی نیز در تحقیقاتی به تأثیر شفافیت اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که عدم شفافیت اطلاعات مالی ریسک سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

پزارو و همکاران^۲ (۲۰۰۷) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی و شفافیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شیلی پرداختند. آن‌ها متوجه شدند که مالکیت نهادی به طور منفی بر شفافیت گزارشگری شرکت تأثیر می‌گذارد.

الیوت و همکاران^۳ (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر شفافیت حسابداری بر انتظار قیمت‌گذاری نادرست تحلیلگران پرداختند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که انتظارات تحلیلگران متأثر از شفافیت سود حسابداری است. همچنین شفافیت بیشتر صورت‌های مالی نه تنها انتظار قیمت‌گذاری نادرست را کاهش می‌دهد، بلکه انتظار قیمت‌گذاری نادرست را تحریک می‌کند.

2. Pizarro, et al
3. Elliott, et al

1. Amihud's Illiquidity Ratio

شوندگی سهم و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

آمیهود و مندلسون^۵ (۱۹۸۶) به بررسی رابطه نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار پرداختند و نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که بین نقد شوندگی سهام و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران رابطه منفی وجود دارد.

آمیهود و مندلسون (۱۹۹۱) به بررسی رابطه بین نقد شوندگی با قیمت‌گذاری دارایی‌ها و سیاست‌های مالی پرداختند و نتایج تحقیق نشان می‌دهد که نقدشوندگی نقش تعیین‌کننده و اساسی بر بازده دارایی‌های سرمایه‌ای دارد.

آچار یا و پدر سن^۶ (۲۰۰۵) در تحقیقی ارتباط بین بازده مورد انتظار بازار و نقد شوندگی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند نقد شوندگی بر بازده سهم در کوتاه مدت اندک و تأثیر آن در بلندمدت بیشتر است.

فرصیه‌های پژوهش

یکی از مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری سهامداران سود حسابداری است. تا آنجایی که صورت‌های مالی یک شرکت شامل سودآوری آن، شفاف باشد، عدم اطمینان مرتبط با ارزش حقوق صاحبان سهام به حداقل می‌رسد و هزینه سرمایه سهام عادی کمتر می‌شود (لانگ و همکاران^۷، ۲۰۱۱). چنانچه صورت‌های مالی، اطلاعاتی ناقص و غیر شفاف ارائه کنند، عدم اطمینان در بین سهامداران افزایش یافته و عدم اطمینان به وجود آمده صرف ریسک اطلاعاتی ایجاد می‌کند. این صرف ریسک ایجاد شده منجر به تقاضای پایین سهام از جانب سهامداران می‌شود. از این رو این تحقیق به بررسی رابطه بین شفافیت سود و ریسک نقد شوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بنابراین سؤال اصلی این تحقیق به شرح زیر مطرح شده است:

آیا شرکت‌های با شفافیت سود حسابداری بالاتر، ریسک نقد شوندگی پایین تری دارند؟ یا خیر.

هاتن و همکاران^۱ (۲۰۱۰) طی مطالعه‌ای، رابطه بین عدم شفافیت گزارشگری مالی و ریسک سقوط سهام را بررسی کردند. آنها استفاده از مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی، به این نتیجه رسیدند که عدم شفافیت اطلاعات مالی با افشای اطلاعات کمتر در ارتباط است. بعلاوه، شرکت‌هایی که دارای صورت‌های مالی غیر شفاف هستند، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام قرار می‌گیرند.

نوردین و همکاران^۲ (۲۰۰۹) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت خانوادگی و ترکیب هیئت‌مدیره بر شفافیت گزارشگری مالی پرداختند یافته‌ای آن‌ها نشان می‌دهد که مستقل بودن در مقابل وابسته بودن اعضای هیئت مدیره بر بهبود شفافیت شرکت تأثیر دارد. همچنین میزان استقلال اعضای هیئت‌مدیره به طور مثبت و معنی‌داری با شفافیت گزارشگری اطلاعات مالی مرتبط است.

چانگ و همکاران^۳ (۲۰۱۰) به بررسی وجود شفافیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس چین پرداختند. آن‌ها با استفاده از شاخص‌های طراحی‌شده توسط سازمان همکاری و توسعه اقتصادی نشان دادند که ارتباط معناداری بین معیار شفافیت به کار گرفته‌شده و ارزش سهام شرکت‌ها وجود دارد که نشانگر وجود شفافیت در بورس چین است.

هیسو^۴ (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان " اثر شفاف‌سازی اطلاعات مالی بر رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تایوان " به بررسی نقش ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی در افزایش میزان سرمایه‌گذاری در بازار بورس پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری در ادراک سرمایه‌گذاران بورس از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار آن‌ها وجود دارد؛ و از میان ابعاد شفاف‌سازی، شفافیت ساختار مالکیت بیش‌ترین تأثیر را دارد. هم چنین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی آن‌ها متفاوت است؛ و رابطه بین تجربه سرمایه‌گذاری در بورس و رفتار آنان نیز رابطه‌ای مثبت و معناداری است.

خلیلی (۱۳۸۸) در تحقیقی تأثیر نقد شوندگی سهم بر عملکرد شرکت را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که بین نقد

5. Myhvd and Mendelssohn
6. Acharya and Pedersen
7. Lang et al.

1. Hutton et al
2. Nordin, et al
3. Chang et al
4. Hysv

HML_t و SMB_t ، MKT_t : سه فاکتور (فاما و فرنچ)^۱، (۱۹۹۳) شامل بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار آن می‌باشد. برای اندازه‌گیری معیار اندازه شرکت ما از لگاریتم ارزش سهام شرکت استفاده می‌کنیم.

LIQ_t : شاخص نقد شوندگی بازار در ماه t می‌باشد که مطابق تحقیق ان جی (۲۰۱۱) از میانگین نقد شوندگی سهام شرکت‌ها حاصل می‌شود. در این پژوهش از معیار عدم نقد شوندگی ارائه شده توسط (آمیهود ۲۰۰۲) استفاده می‌شود.

آمیهود (۲۰۰۲): سهامی که نسبت عدم نقد شوندگی آمیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. چنانچه این نسبت بالا باشد، آن سهم با عدم نقدشوندگی روبرو است.

$$\text{آمیهود} = \frac{\text{قدرمطلق بازده ماهانه سهام}}{\text{حجم معاملات ماهانه سهام}}$$

رابطه (۳)

شفافیت سود^۲: در این تحقیق برای تعریف شفافیت سود از مدل بارت و همکاران (۲۰۰۸) استفاده شده است. در این مدل شفافیت سود را تغییر همزمان سود و تغییرات سود با بازده سهام معرفی می‌کند. شاخصی که میزان شفافیت سود را اندازه‌گیری می‌کند، ضریب تعیین (R^2) است که از رگرسیون بازده سهام در برابر سود و تغییرات آن به دست می‌آید. این شاخص به عنوان شفافیت سود تفسیر می‌شود، چرا که سود و تغییر در سودآوری نشان‌دهنده تغییرات در شرایط اقتصادی شرکت است که به وسیله بازده سهام اندازه‌گیری شده است. برای اندازه‌گیری شفافیت رابطه (۴) برآورد شده است:

$$RET_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \frac{NIBE_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta NIBE_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

رابطه (۴)

در این مدل:

در راستای پیدا کردن پاسخی برای سؤال اصلی تحقیق و دستیابی به اهداف تحقیق، فرضیه تحقیق به صورت زیر قابل تعریف می‌باشد:

بین شفافیت سود حسابداری و ریسک نقد شوندگی ارتباط معنادار منفی وجود دارد.

روشن‌شناسی پژوهش

از آنجا که برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش از اطلاعات گذشته استفاده شده است، این پژوهش از نوع پژوهش‌های پس رویدادی است. همچنین این پژوهش از لحاظ تئوریک از نوع پژوهش‌های اثباتی و از لحاظ استدلال از نوع پژوهش‌های استقرایی می‌باشد. از سوی دیگر، این پژوهش از نوع پژوهش‌های شبه تجربی در حوزه پژوهش‌های مالی حسابداری است. این پژوهش از نوع پژوهش‌های علی بوده و از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\beta_L = \Psi_{0,t} + \Psi_{1,t} \text{trans}_{i,t} + \Psi_{2,t} \text{market Characteristics}_{i,t} + \Psi_{3,t} \text{Institution } t + \epsilon_{i,t}$$

رابطه (۱)

در این مدل:

ریسک نقد شوندگی ($\beta_{i,t}^L$): میزان حساسیت بازده سهام به تغییرات غیره منتظره در نقد شوندگی بازار سهام است.
 $(\beta_{i,t}^L)$: بتای نقد شوندگی می‌باشد که با استفاده از بازده ماهانه سهام در ۳ سال گذشته از مدل رگرسیونی زیر برآورد می‌شود:

$$r_{i,t} - r_{rf,t} = \alpha + \beta^L LIQ_t + \beta^M MKT_t + \beta^S SMB_t + \beta^H HML_t + \epsilon_t$$

رابطه (۲)

که در آن:

$r_{i,t}$: بازده ماهانه بیش از نرخ بهره بدون ریسک سهم i در سال t .

$r_{rf,t}$: بازده بدون ریسک در این پژوهش برابر است با نرخ بهره بانکی.

1. Fama and French
2. Transparency

میانگین قیمت^۴: میانگین ماهانه قیمت مبادلات در ۳ سال گذشته
 تعداد سهام در دست مردم^۵: میانگین تعداد سهام در دست مردم در ۳ سال گذشته
 سرمایه‌گذاران نهادی^۶: مالکان نهادی عبارت‌اند از سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند (ماده یک قانون بازار اوراق بهادار، بند ۲۷). برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت، در پایان دوره تقسیم می‌شود.

در این پژوهش به منظور تدوین مبانی و مفاهیم نظری از روش کتابخانه‌ای و آرشیو استفاده شده است. همچنین داده‌های مالی این پژوهش از صورت‌های مالی پایان دوره شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از نرم‌افزار تدبیر و ره‌آورد نوین گردآوری شده، سپس با جمع‌بندی و محاسبات مورد نیاز در نرم‌افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده است. داده‌های جمع‌آوری شده از طریق نرم‌افزار Excel اصلاح و طبقه‌بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم‌افزار Spss انجام می‌گیرد.

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که با تعدیل این جامعه با قید محدودیت‌های زیر، نمونه آماری مشخص می‌گردد. نمونه انتخابی این تحقیق شرکت‌هایی می‌باشند که شرایط زیر را دارا باشند:

۱. قبل از سال مالی ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده باشند.
 ۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشند.
 ۳. در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
 ۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بیمه نباشند.
 ۵. اطلاعات مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشند.
- بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۷۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ شرایط فوق را دارا بوده و

RET: بازده ۱۲ ماهه شرکت

NIBE_{i,t}: سود قبل از اقلام غیرمترقبه در سال

$\Delta NIBE_{i,t}$: تغییر سود قبل از اقلام غیرمترقبه در سال t

P_{i,t-1}: ارزش بازار سهام در پایان سال t-1

شفافیت سود در سال t برابر است از R² به دست آمده از

مدل فوق برای ۳ سال می‌باشد.

بازده سالانه برای هر سهم به صورت زیر محاسبه گردید:

$$R_{i,t} = \frac{p_1 (1 + a) + D - [p_0 + a(1000)]}{p_0 + a(1000)}$$

به طوری که:

R_{i,t}: بازده سهم i در سال t

P₁: قیمت سهم در پایان سال t

P₀: قیمت سهم در ابتدای سال t

a: درصد افزایش سرمایه

D: سود نقدی هر سهم

طبق توضیحات فوق، در محاسبه بازده واقعی هر سهم، افزایش سرمایه نیز لحاظ گردیده است. در اینجا فرض بر این است که افزایش سرمایه به مبلغ اسمی ۱۰۰۰ ریال برای هر سهم طبق قانون تجارت صورت گرفته است. البته به لحاظ مالیاتی اکثر شرکت‌ها افزایش سرمایه را به مبلغ اسمی ثبت کرده‌اند.

۱. Market Characteristics_{i,t}: شامل پنج مشخصه

بازار به شرح ذیل می‌باشد:

- حجم معاملات^۱: میانگین حجم ریالی ماهانه مبادلات در ۳ سال گذشته. این معیار از تقسیم مجموع حجم معاملات طی سه سال گذشته بر تعداد ماه‌های معاملاتی به دست می‌آید.
- بازده^۲: میانگین بازده‌های انباشته در ۳ سال گذشته. این معیار از تقسیم مجموع بازده طی سه سال گذشته بر تعداد ماه‌های معاملاتی به دست می‌آید.
- نوسانات بازده^۳: انحراف معیار بازده ماهانه در ۳ سال گذشته. در این تحقیق از انحراف معیار بازده ماهانه سهام به عنوان نوسانات بازده سهام استفاده شده است.

4. Price
 5. Shares outstanding
 6. Institutional Investors

1. Average volume
 2. Cumulative return
 3. Return volatility

سطح خطای معنی‌دار کمتر باشد، ارتباط بین متغیر مستقل و متغیر وابسته تأیید می‌شود.

با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند.

آزمون دوربین - واتسون

یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مد نظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاهاست. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر، از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است. چنانچه این آماره بین ۱.۵ تا ۲.۵ باشد عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود.

یافته‌های پژوهش

قبل از بیان نتایج آزمون فرضیه‌ها، معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیونی، معنی‌دار بودن متغیرهای مستقل و عدم خود همبستگی خطی داده‌ها مورد آزمون قرار گرفت که نتایج آن‌ها تأییدکننده مدل رگرسیونی پژوهش می‌باشد. در جدول شماره ۱ تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی از جمله انحراف معیار و چولگی انجام پذیرفته است.

آزمون معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیونی

در هر فرضیه جهت بررسی معنی‌دار بودن مدل رگرسیون و آزمون ضرایب آن که بر معنی‌دار بودن روابط بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته دلالت دارد، از آماره F استفاده شده است. از آنجایی که برای آزمون آماری، فرضیه‌های تحقیق به عنوان فرض (H_1) در نظر گرفته شده‌اند، زمانی فرضیه‌ها تأیید می‌شوند که F محاسبه شده (طبق محاسبات نرم‌افزار SPSS) از F جدول بزرگ‌تر باشد. روشی دیگر برای آزمون فرضیات، استفاده از sig یا p-value است. در صورتی که مقدار p-value از سطح خطای مورد نظر کمتر باشد، فرضیه‌های تحقیق پذیرفته می‌شوند.

آزمون معنی‌دار بودن متغیرهای مستقل

برای بررسی معنی‌دار بودن ضرایب متغیرهای مستقل در هر مدل، از آماره t یا مقدار p-value استفاده می‌شود. در این تحقیق با استفاده از مقدار p-value، هر یک از متغیرهای مستقل بررسی شده‌اند. به عبارت دیگر اگر مقدار p-value از

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای مدل رگرسیون تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	حداقل	حداکثر
شفافیت سود	۰.۶۳۴۹۹۹۸۳۰	۰.۶۵۵	۰.۲۷۷	-۰.۲۷۶	۰.۰۱۹	۱.۰۰۰
ریسک نقد شوندگی	85.25	۷۳.۱۱۵	۶۶۰.۷۰۵	۰.۳۴۹	-۱۸۱۹.۸۴۰	۳۳۲۵.۴۶۴
میانگین قیمت	۶۵۷۰.۴۶	۴۱۸۰.۳۳۰	۶۹۴۳.۰۰۰	۳.۹۹۶	۹۵۳.۰۰۰	۶۹۴۳۰.۰۰۰
سهام در دست سهامداران	۴۲۷۰۰۰۰۰	۱۱۳۰۰۰۰۰	۱۱۲۰۰۰۰۰۰	۵.۶۰۷	۷۹۵۳۳۳۳	۱۰۱۵۱۳۳۳۳۳۳
بازده	۱.۸۲۱	۱.۶۵۱	۲.۲۲۶	۰.۹۹۳	-۳.۴۱۸	۱۴.۲۷۱
نوسانات بازده	۱۲.۲۲۹	۱۱.۰۹۱	۵.۰۸۴	۱.۵۱۴	۳.۳۶۷	۳۲.۶۱۲
حجم معاملات	۳۸۹۶۷۹.۰۰۰	۷۶۵۸۴۴۸.۰۰	۸۷۱۶۱۳۳.۱۰۰	۳.۴۳	۹۶۵۶.۹۶۰	۵۴۶۴۹۰.۰
سرمایه‌گذاران نهادی	35.3178	۲۳.۳۸۵	۳۰.۶۶۸	۰.۶۴۲	۰.۰۰۰	۹۷.۳۳۰

ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نشان‌دهنده این است که متغیرهای مستقل توان توضیح دهنده‌گی نسبتاً ضعیفی از ریسک نقد شونده‌گی دارند. به طوری که تمام متغیرهای مدل در کنار هم توان توضیح دهنده‌گی حدوداً ۱۱ درصد از تغییرات ریسک نقد شونده‌گی را دارند.

با توجه به نتایج به دست آمده از آماره دوربین - واتسون عدم همبستگی بین خطاها نیز پذیرفته می‌شود.

$$۱.۵ < ۱.۷۰۳ < ۲.۵$$

همچنین نتیجه آزمون فرضیه تحقیق مبنی بر بین شفافیت سود حسابداری و ریسک نقد شونده‌گی ارتباط منفی وجود دارد. «نشان می‌دهد که بین شفافیت سود حسابداری و ریسک نقد شونده‌گی در شرکت‌های ایرانی ارتباط معکوس (منفی) وجود دارد؛ به عبارت دیگر هرچه شفافیت سود حسابداری بیشتر باشد میزان ریسک نقد شونده‌گی کمتر خواهد بود.

براساس جدول فوق بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان می‌دهد زیرا میانگین تحت تأثیر این مقادیر قرار می‌گیرد در این موارد توزیع داده‌ها چوله به راست است برای مثال توزیع متغیرهای میانگین قیمت، نوسانات بازده سهام، سهامداران در دست، بازده سهام و سرمایه‌گذاران نهادی چوله به راست است، توزیع متغیر شفافیت سود چوله به چپ است و در برخی متغیرها مقادیر میانگین و میانه نزدیک به هم است که در این موارد توزیع متغیرها متقارن است تقریباً بقیه متغیرها به غیر از متغیرهای یادشده تقارن نسبی دارند این ویژگی اهمیت زیادی دارد زیرا تقارن یکی از ویژگی‌های توزیع نرمال است.

همان طور که در جدول شماره (۲) مشاهده می‌شود نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که ارتباط بین حجم مبادلات و سرمایه‌گذاران نهادی با ریسک نقد شونده‌گی معکوس (منفی) است. همچنین ارتباط بین نوسان بازده ماهانه سهام و ریسک نقد شونده‌گی مثبت (مستقیم) مشاهده شده است. همچنین

جدول ۲. نتیجه آزمون فرضیه

پارامترها	ضرایب	مقدار t	سطح معناداری
(Constant)		-۰.۶۲۱	۰.۵۲۹
trans	-۰.۰۶۴	-۳.۴۲	۰.۰۰۱
Price	-۰.۰۵۱	-۰.۸۳۷	۰.۴۰۳
shares outstanding	۰.۱۰۱	۱.۶۶۲	۰.۰۹۸
Cumulative return	-۰.۰۵۶	-۰.۶۱۲	۰.۵۴
Return volatility	۰.۱۸۵	۲.۴۱	۰.۰۱۷
Average volume	-۰.۲۰۴	-۳.۳۸۶	۰.۰۰۱
Inst share	-۰.۱۶۸	-۲.۸۳۶	۰.۰۰۵
R ²			۰.۱۱۲
R ² تعدیل شده			۰.۱۰۸
آماره F			۱.۱۲۸
F آماره p-value			۰.۰۰۰
دوربین واتسون			۱.۷۰۳

هزینه‌ها از طریق انتخاب نادرست در مبادلات میان خریداران و فروشندگان سهام شرکت کاهش یابد. از اینرو سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای مبادله سهام این شرکت‌ها دارند و ریسک نقد شونده‌گی این شرکت‌ها پایین تر است. نتایج این تحلیل مطابق تحقیقات لانگ و مافت (۲۰۱۰) و مشابه نتایج حاصله از

این امر بیانگر تأیید این دیدگاه است که سهام شرکت‌های با شفافیت سود بالاتر ابهام یا عدم اطمینان کمتری دارد و بیشتر مورد مطالبه قرار می‌گیرند. یا از دیدگاه دیگر افزایش شفافیت سود باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و اداره‌کنندگان واحد تجاری می‌شود، این امر موجب می‌شود که

تحقیق کاظمی، رحیمیان، هوایی (۱۳۹۱) هست.

مطابق تحقیقات لانگ و مافت (۲۰۱۰) و مشابه نتایج حاصله از تحقیق حسین کاظمی، نظام‌الدین رحیمیان، بنفشه هوایی (۱۳۹۱) هست.

نتیجه‌گیری

این تحقیق در پی پاسخ به این سؤال بوده است که آیا بین شفافیت سود حسابداری و ریسک عدم نقد شوندگی رابطه معنی‌داری وجود دارد؟ با استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورسی در فاصله سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۹۲ به این نتیجه رسیدیم که وجود شفافیت سود بالاتر، ریسک نقد شوندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را کاهش می‌دهد. این نتیجه با این تفسیر سازگار است که سهام شرکت‌های با شفافیت سود بالاتر ابهام یا عدم اطمینان کمتری دارد و بیشتر مورد مطالبه قرار می‌گیرند. یا از دیدگاه دیگر افزایش شفافیت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و اداره‌کنندگان واحد تجاری می‌شود، این امر موجب می‌شود که هزینه انتخاب نادرست سهام در مبادلات میان خریداران و فروشندگان سهام شرکت کاهش یابد. از اینرو سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای مبادله سهام این شرکت‌ها دارند و ریسک نقد شوندگی این شرکت‌ها پایین تر است. نتایج این تحلیل

بنابراین، شفافیت اطلاعات مانند گزارش‌های مالی، به صورتی آشکار برای نقد شوندگی بازار سرمایه مهم است. افشای عمومی به طور تقریبی، عدم تقارن اطلاعاتی میان مبادله‌کنندگان را کاهش می‌دهد. اعلان سود حسابداری و یا هر کدام از اطلاعات انتشار یافته در صورتی که به طور صحیح بین سرمایه‌گذاران انتشار یابد تا حد زیادی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش خواهد داد؛ اما اگر به طور صحیح این کار صورت نگیرد می‌توان آثار منفی آن را در حجم مبادله، بازده غیرعادی، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش و... مشاهده نمود.

سرمایه‌گذاران با آگاهی نسبتاً کم، ممکن است همانند سرمایه‌گذاران باتجربه قادر نباشند پردازش درستی از اطلاعات به عمل آورند. در نتیجه اگر سود اعلان شده دارای کیفیت مناسب نباشد، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را در بین سرمایه‌گذاران بازارهای مالی افزایش دهند.

منابع

افخمی، عادل. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه ریسک، بازده و نقد شوندگی با سهام شناور آزاد در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده علوم اقتصادی.

آذر، عادل و مومنی، منصور. (۱۳۸۰). «آمار و کاربرد آن در مدیریت». تهران: سمت.

امیریان، سجاد. (۱۳۸۹). «بررسی رابطه میان سهام شناور آزاد و نقد شوندگی در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد کرمانشاه.

خلیلی، وجیهه. (۱۳۸۸). «بررسی تأثیر نقد شوندگی سهام بر عملکرد شرکت». پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشکده مدیریت و حسابداری. دانشگاه شهید بهشتی.

کردستانی، غلامرضا و سید مصطفی علوی. (۱۳۸۱). «بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۲.

نوروش، ایرج و رضا حصار زاده (۱۳۸۱). «بررسی ابعاد شفافیت سود حسابداری و رابطه آن با ویژگی‌های شرکت در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۲.

پناهیان، حسین، صادقی جزی، پیام (۱۳۸۹). «بررسی تطبیقی استنباط از شفافیت اطلاعات مالی در تبیین رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران و بورس سهام تایوان». فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره هشتم.

فلاح شمسی، میر فیض، تیموری شندی، علی. (۱۳۸۴). «طراحی الگوی پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق(ع)، شماره ۲۷.

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5:1.

Amihud, Y. Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics* 17.

Accharyaa, V. Pederson, L. (2005). Asset Pricing with Liquidity risk, *Journal of Financial Economics*, 77.

Baskin, J. (1987). Corporate liquidity in games of monopoly power. *Review of Economics and Statistics* 69.

Aksu, M. (2006). Transparency & Disclosure in the Istanbul Stock Exchange: Did IFRS Adoption and Corporate Governance Principles Make a Difference?. *Social Responsibility Journal*, Vol. 4 Iss: 3.

Elliott, W. Brooke, Krische, D. Susan. Peecher, E. Mark, (2010), Expected Mispricing: The Joint Influence Of Accounting Transparency And Investor Base. *Journal of Accounting Research*, 48.

Hunton, J. R. Libby; and C. Mazza. (2006). Financial Reporting Transparency and Earnings Management. *The Accounting Review* 81.

Nordin, Wan. Hussin, Wan. (2009). The Impact of Family-Firm Structure and Board Composition On Corporate Transparency: Evidence Based On Segment Disclosures in Malaysia. *The International Journal of Accounting*, Vol. 44.