

بررسی محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود شرکت‌ها و اثر آن بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران

محمد اسماعیل فدائی نژاد¹ / نوید خرم نیا²

چکیده

در این تحقیق، رابطه بین افشای اطلاعات سود، نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. در واقع این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که اولاً آیا افشای اطلاعات سود از جانب شرکت‌ها برای مخاطبین دارای ارزش می‌باشد و ثانیاً باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود؟ جامعه آماری تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. تعداد 41 شرکت به روش نمونه‌گیری کوکران انتخاب شده‌اند. از این بین تعداد 138 توقف معاملاتی مربوط به افشای اطلاعات سود شرکت‌ها، حاوی 87 مورد خبر بد و 51 مورد خبر خوب با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی انتخاب شدند که طی دوره‌ی زمانی 1385-1388 مورد بررسی قرار گرفته‌اند. با توجه به این که داده‌های جمع‌آوری شده برای فرضیه‌های این تحقیق مربوط به 138 توقف معاملاتی طی 4 سال و از نوع داده‌های مقطعی بوده‌اند، از روش تجزیه و تحلیل میانگین نمونه‌ها از طریق نرم افزار SPSS جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده گردید. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در سطح اطمینان 95 درصد در مورد اخبار بد منتشر شده از سوی شرکت، هر سه فرضیه تحقیق مبنی بر باارزش بودن اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی بازار تایید شده‌است و در مورد اخبار خوب فقط فرضیه سوم تحقیق مبنی بر افزایش نقدشوندگی بازار تایید گردیده‌است.

واژگان کلیدی: افشای اطلاعات سود، بازده غیرعادی، عدم تقارن اطلاعاتی، نقدشوندگی، نسبت آمیهود.

طبقه‌بندی موضوعی: C02, C12, G12, G14.

1. دانشیار دانشگاه شهید بهشتی تهران.

2. کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه علوم اقتصادی تهران.

1- مقدمه

بازار سرمایه به عنوان محل گردآوری وجوه خرد و هدایت آن ها به سوی سرمایه گذاری و نیز ابزاری برای دادوستد اوراق بهادار با ظرافت ها و حساسیت های بسیاری همراه است که عملکرد آن را به نحو قابل ملاحظه ای تحت تأثیر قرار می دهند. این بازار که می تواند به نوعی نماد اقتصاد مدرن تلقی گردد، آنگاه کارآمد و بهینه نامیده می شود که از نقدشوندگی و نقدینگی بسیاری برخوردار باشد و وجوه سرمایه در این بازار به گونه ای سیال امکان جابجایی یابد. همین امر به نوبه خود بر حساسیت این نهاد اقتصادی می افزاید و ریسک فعالیت آن را به ویژه در نبود شفافیت و اطلاع رسانی بهینه که با رواج شایعات و اطلاعات نادرست و جهت دار همراه خواهد بود، افزایش می دهد. بدین ترتیب شفافیت اطلاعاتی و دسترسی فعالان بازار سرمایه به اخبار و اطلاعات صحیح و به هنگام به عنوان یکی از مهمترین الزامات بازار سرمایه ای کارآمد رخ می نماید و طراحی مکانیزم های بهینه و نظارت موثر مسئولان و دست اندرکاران بازار سرمایه را طلب می کند (صالح آبادی، 1385).

براساس فرضیات بازار کارا قیمت سهام شرکت ها به طور کامل و آنی بازتابی از کلیه اطلاعات موجود در بازار است. با عنایت به این واقعیت که غالباً مدیران در مقایسه با سرمایه گذاران دارای اطلاعات بیشتر و درک بهتری در خصوص عملکرد شرکت هستند. از این رو احتمال می رود این عدم تقارن اطلاعاتی زمینه ای برای ارزشگذاری اشتباه شرکت فراهم آورد. از طرفی، برطبق مبانی نظری گزارش گری مالی، هدف اولیه گزارشگری مالی یاری نمودن سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیمات اقتصادی است. دلیل اصلی نیاز به گزارشگری مالی و افشاء اطلاعات، عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع مدیران و سرمایه گذاران می باشد. در این رابطه سرمایه گذاران افشاء اطلاعات را از طریق گزارش های مالی، یادداشت های همراه و... انجام می دهند (Gitzman, et al., 2002). یکی از عوامل مؤثر در تصمیم گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود، می تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قائل می شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت (قائمى، 1384). گزارش های مالی منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم گیری های اقتصادی به شمار می روند که مدیران، سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان برای رفع نیازهای اطلاعاتی خود از آن ها استفاده می کنند. از آنجایی که اطلاعات به صورت یکسان در اختیار استفاده کنندگان قرار نمی گیرد، بین مدیران و

سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌شود. عدم تقارن اطلاعات، وضعیتی است که مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات افشاء نشده بیشتری در مورد عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده می‌باشند. سرمایه‌گذاران تنها به واسطه اطلاعات صورت‌های مالی¹ قادر به عکس‌العمل به موقع در بازار سهام نمی‌باشند و همواره تمایل به کسب اطلاعات محرمانه دارند. که این امر احتمالاً منجر به کاهش نقدشوندگی بازار و افزایش هزینه سرمایه² می‌شود (Diamond, et al., 1991). معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود، این اطلاعات توسط تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر افراد مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد و بر مبنای آن، تصمیم به خرید و فروش می‌گیرند. این اطلاعات و نحوه تأثیر آن بر رفتار استفاده‌کنندگان، به ویژه سهام‌داران باعث تغییر قیمت و حجم معاملات سهام می‌شود، زیرا نحوه برخورد افراد با این اطلاعات جدید نوسانات قیمتی را شکل می‌دهد. بنابراین، در صورت نشت اطلاعات³، واکنش‌های متفاوتی از سوی سرمایه‌گذاران به واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه قابل مشاهده می‌باشد که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت. مطالب یادشده می‌تواند بیان‌کننده اهمیت موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر غیرقابل انکار آن بر روی تصمیم‌گیری‌های افراد باشد.

از جمله اطلاعاتی که باید در دسترس فعالان بازار سرمایه قرار گیرد، آگهی‌های اعلان سود شرکت‌ها می‌باشد که به دو دسته سودهای پیش‌بینی شده سالانه و سودهای سه ماهه شرکت قابل تقسیم است. بی‌شک این اعلان‌ها حاوی خبرهای مهمی می‌باشد که در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار خواهد بود. از این‌رو دسترسی به آنها به هر نحوی قبل از اعلان عمومی آنها، واکنش‌هایی را در بازار سرمایه نشان خواهد داد که به نوبه خود باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی خواهد شد. عدم دسترسی برابر به اطلاعات در بازار سرمایه که ناشی از عدم تقارن اطلاعات است دارای پیامدهای اجتماعی نامطلوبی از قبیل هزینه زیاد معاملات، بازار با کارایی ضعیف، نقدینگی پایین و به طور کلی کاهش سود معاملات خواهد بود. بنابراین بررسی رابطه میان نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بازار و محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود از ضرورت‌های انجام این تحقیق به شمار می‌آید.

آنچه در بازار سرمایه باید مورد توجه قرار بگیرد این است که بسیاری از افرادی که در بازار اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی

1. Financial Statement

2. Cost of capital

3. Information leakage

است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود. دو نمونه از این اطلاعات را می‌توان آگهی اعلان سودهای سه ماهه و اعلان پیش‌بینی سود دانست. حال اگر در بین سرمایه‌گذارانی که در بازار سرمایه مشغول فعالیت هستند، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین موقعیت بهتری در دسترسی به اطلاعات داشته باشند، قادر خواهند بود بر عرضه و تقاضا بازار تأثیر گذاشته و به اصطلاح منجر به بروز شکاف قیمتی¹ شوند (وطن پرست، 1384).

با توجه به اینکه همواره افشاء اطلاعات از سوی شرکت‌ها در بورس‌ها وسیله‌ای برای آگاه شدن سرمایه‌گذاران از وضعیت شرکت‌ها و در نتیجه تأثیرگذاری این اطلاعات بر تصمیم‌گیری آنها بوده- است. در این پژوهش سوال اصلی این است که آیا افشاء اطلاعات سود شرکت‌ها (پیش‌بینی سالانه سود و سودهای تحقق یافته سه ماهه) در بورس اوراق بهادار تهران برای سرمایه‌گذاران دارای ارزش می‌باشد؟ و این افشاها باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بازار و به تبع آن باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود یا خیر؟

هدف اصلی این تحقیق نیز بررسی میزان نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در واقع میزان نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بازار را پیرامون محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود شرکت‌ها، مورد بررسی قرار می‌دهیم تا دریابیم که آیا افشاء اطلاعات از سوی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران دارای ارزش می‌باشد و این افشاها باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود یا خیر.

2- پیشینه تحقیق

جیانگ و همکاران (Jiang, et al., 2000) به بررسی اثرات عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران در رابطه با سودآوری از نظر زمان و مقدار پرداختند. طبق نتایج تحقیق، هر میزان سطح مالکیت نهادی افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص مرتبط در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت بین‌شرکتی در آنها بیشتر است، قیمت بازار سهام اطلاعات مرتبط با سودآوری آینده شرکت را سریع‌تر از شرکت‌هایی که مالکیت بین شرکتی کمتری دارند، در بر می‌گیرد.

مارشال و همکاران (Marshall, et al., 2003) در تحقیق خود به رابطه بین نقدشوندگی و بازده سهام پرداختند. معیارهای نقدشوندگی مورد استفاده در این تحقیق شکاف بین قیمت پیشنهادی خرید

1. Spread

و فروش و نرخ گردش می‌باشد. آنها در مدل خود از عوامل بازده بازار و اندازه شرکت استفاده نمودند. آنها به این نتیجه رسیدند که تاثیر عامل اندازه شرکت بر بازده سهام منفی بوده است.

دوسکار (Deuskar, 2006) مدلی را برای بررسی رفتار نقدشوندگی و نوسان‌پذیری قیمت سهام ارائه داد. در این مدل سرمایه‌گذاران تغییرات اخیر قیمت را برای تغییرات یک دارایی با ریسک پیش-بینی می‌کنند. هنگامی که تغییرات قیمت آن دارایی بالا باشد، صرف ریسک آن بالاست و بازده جاری آن دارایی پایین می‌آید، نرخ بازده دارایی‌های بدون ریسک نیز پایین است و بازار با عدم نقدشوندگی رو به رو می‌شود.

مارسلو و همکاران (Marcelo, et al., 2006) عامل ریسک عدم نقدشوندگی در بازار سهام اسپانیا را در فاصله زمانی 1994 تا 2002 مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها در این تحقیق از عوامل کنترلی اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به عنوان معیار عدم نقدشوندگی که توسط آمیهود (2002) پیشنهاد شده است، استفاده نمودند. نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد که عامل عدم نقدشوندگی به عنوان یکی از اجزاء کلیدی قیمت‌گذاری دارایی‌ها باید مورد توجه قرار گیرد.

فاتن لاخل (Lakhal, F., 2008) در تحقیقی که در بازار فرانسه انجام داد شواهد جدیدی را در مورد محتوای اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی بازار سهام حول افشای اختیاری اطلاعات به دست آورد. او به این نتیجه دست یافت که برخلاف افشاء صورت‌های مالی، سودهای سه ماهه و پیش‌بینی سود وقایع مجزایی هستند که می‌توانند به واسطه بازار با اخلال گران کمتر¹ ارزشیابی شود.

چانگ و همکارانش (Chang, et al., 2008) در مورد تأثیر کیفیت افشاء بر عدم تقارن اطلاعاتی دریافتند که کیفیت افشاء می‌تواند به عنوان برنامه‌ای کارآمد، چگونگی ارتباط با سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار دهد؛ یعنی می‌تواند بر موقعیت افشاء شرکت، چگونگی توجه تحلیل‌گران به شرکت، جذب سرمایه‌گذاران نهادی، بهبود درک عمومی، کاهش هزینه سرمایه و در نهایت گزارش‌دهی و افزایش استانداردهای افشاء بیانجامد. نتایج نشان می‌دهد که شکاف قیمتی به صورت منفی با افشاء اطلاعات در ارتباط است. به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی که از طریق شکاف قیمتی بین عرضه و تقاضا تعیین شده با افزایش کیفیت افشاء، کاهش می‌یابد.

قائمی و همکاران (1384) به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها بیان می‌کنند یکی از عوامل مؤثر بر روند قیمت سهام شرکت-

1. Market with less noise

ها نشانه‌ها و علایمی است که به صورت اطلاعات و پیش‌بینی‌های مختلف از داخل آن شرکت‌ها در دسترس سرمایه‌گذاران و سهامداران قرار می‌گیرد. از جمله اطلاعات منتشر شده از سوی شرکت‌ها، اطلاعات سود برآوردی هر سهم برای سال مالی آینده می‌باشند.

اسلامی‌بیدگلی و همکاران (1387) در تحقیقی تحت عنوان «انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران»، معیار نقدشوندگی را به عنوان یکی از مهمترین معیارهای مورد توجه سرمایه‌گذاران در فرآیند ایجاد پرتفوی می‌دانند. در این تحقیق از دو رویکرد فیلترینگ نقدشوندگی و محدودیت‌های نقدشوندگی برای ادغام نقدشوندگی استفاده شده است. این تحقیق نشان داد که در بسیاری از موارد، حتی اشکال ساده بهینه‌سازی پرتفوی مبتنی بر نقدشوندگی می‌توانند منافع زیادی را در کاهش ریسک نقدشوندگی پرتفوی سرمایه‌گذاران به‌دست آورند. بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند با استفاده از این رویکردها، نقدشوندگی خود را به خوبی تحت کنترل داشته باشند. مقایسه این دو رویکرد به خوبی نشان داد که به طور کلی نتایج به دست آمده از رویکرد محدودیت‌های نقدشوندگی بسیار جذاب‌تر و بهتر از رویکرد فیلترینگ نقدشوندگی می‌باشد.

احمدپور و همکاران (1388) به بررسی کیفیت افشاء و عدم تقارن اطلاعاتی طی سال‌های 1383 تا 1387 پرداختند. در واقع به دنبال پاسخ به این سوال بودند که آیا افزایش کیفیت افشاء موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد؟ در این تحقیق، امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه گردیده، استفاده شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین کیفیت افشاء و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. در واقع با افزایش کیفیت افشاء، تلاش سرمایه‌گذاران برای دسترسی به اطلاعات محرمانه کاهش یافته و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد.

فخاری و همکاران (1388) به بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق در واقع تأثیر افشاء اطلاعات بر نقدشوندگی سهام که از طریق قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اندازه‌گیری شد، مورد بررسی قرار گرفت. برای تعیین درجه افشاء اطلاعات توسط شرکت‌ها، چک لیستی براساس استانداردهای حسابداری تهیه شده و در نهایت، ارتباط آنها با نقدشوندگی سهام در مورد 112 شرکت برای سال 1386 مورد مطالعه قرار گرفت. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که ارتباط معنی‌دار و معکوسی بین افشاء اطلاعات و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد. بعلاوه مشخص گردید که رتبه‌بندی شرکت‌ها با

استفاده از چک لیست افشای اطلاعات رابطه منفی با جزء عدم تقارن اطلاعات دارد و اینکه افشاء ضعیف‌تر منجر به شکاف بیشتر بین قیمت عرضه و تقاضا سهام می‌شود و کاهش در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام باعث افزایش نقدشوندگی بازار سرمایه می‌گردد.

3- روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات شبه تجربی و در حوزه تحقیقات مدیریت مالی می‌باشد. در واقع تحقیقات شبه تجربی به منظور نزدیک ساختن تحقیق به شرایط تجربیات حقیقی، در مواردی که امکان کنترل یا بکارگیری تمام متغیرهای مربوط وجود ندارد به کار گرفته می‌شود (خاکی، 1386). در تحقیق موجود نیز به دلیل عدم امکان کنترل و بررسی متغیرهای مؤثر بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بازار، سعی بر آن است که صرفاً تأثیر افشای اطلاعات سود را بر موارد ذکر شده مورد تجزیه و تحلیل قرار دهیم و سایر موارد را ثابت در نظر گیریم.

این تحقیق از لحاظ طبقه‌بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. تحقیق کاربردی تحقیقی است که نظریه، قانون‌مندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار می‌گیرد. از لحاظ طبقه‌بندی تحقیق بر حسب روش، تحقیقی توصیفی محسوب می‌شود. تحقیق توصیفی آنچه را که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می‌کند. این نوع از تحقیقات شامل جمع‌آوری اطلاعات به منظور آزمون فرضیه یا پاسخ به سوالات مربوط به وضعیت فعلی موضوع مورد مطالعه می‌باشد.

همچنین تحقیق حاضر، از نوع تحقیقات زمینه‌ای پس‌رویدادی محسوب می‌شود. هدف تحقیقات زمینه‌ای، مطالعه و بررسی کنش و واکنش‌های یک واحد از اجتماع یا یک فرد یا یک گروه خواهد بود. از سوی دیگر، تحقیقات پس‌رویدادی به دنبال بررسی روابط علت و معلولی از طریق مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی به امید یافتن علت عمل انجام شده می‌باشند.

درنهایت، پژوهش حاضر در طبقه رویکردهای اثبات‌گرایی قرار می‌گیرد، زیرا با این پیش‌فرض اقدام به انجام پژوهش شده‌است که مفاهیم و واقعیات به‌صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد و با انواع روش‌های آماری، مشاهده و غیره، قابل اندازه‌گیری هستند.

در این پژوهش از مدل مطالعه واقعه¹ برای ارزیابی اثر آگهی‌های اعلان سود (آگهی اعلان پیش-بینی سالانه سود و آگهی اعلان سه ماهه سودهای تحقق یافته) بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی

بازار استفاده شده است. هدف این روش اندازه‌گیری اثر واقعه خاص بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در زمان واقعه می‌باشد. با توجه به مدل مورد مطالعه، که از نوع مطالعه واقعه است، مقایسه 20 روز قبل از توقف معاملاتی به دلیل اعلان سود با 20 روز بعد از توقف ملاک عمل قرار گرفته است.

در این تحقیق اعلان‌های حاوی اطلاعات مفید را به واسطه یک روش شناسی موردی استاندارد (مطالعه واقعه) برای پیش‌بینی بازده غیرعادی، حجم غیرعادی و معیار آمیهود (به‌عنوان نمایندگانی برای ارزش اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی بازار) در مدت زمان مطالعه، مورد بررسی قرار می‌دهیم. با توجه به مطالب گفته‌شده، در این تحقیق به منظور تأیید یا رد فرضیه‌ها، مجموعه‌ای از اطلاعات آماری مربوط به گذشته مورد استفاده قرار می‌گیرد. نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شامل 41 شرکت، در نظر گرفته شد و اطلاعات مربوط به این شرکت‌ها از نرم افزارهای ارائه دهنده اطلاعات بازار سرمایه ایران و گزارش‌های انتشار یافته توسط سازمان بورس و اوراق بهادار جمع‌آوری گردید.

مطالعه موردی، طراحی شده در این تحقیق به ما اجازه می‌دهد تا شواهدی مبنی بر وجود عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی بازار، پیرامون داده‌های حاصل از اعلان‌ها، به دست آوریم. موارد ذکر شده را از سال 1385 تا 1388 مورد بررسی قرار خواهیم داد. در مجموع 138 توقف معاملاتی مورد بررسی قرار گرفت. 87 مورد از اخبار منتشر شده در این اعلان‌ها جزء خبرهای بد و 51 مورد جزء خبرهای خوب بودند. ملاک تقسیم‌بندی خبرها صورت‌های مالی منتشره از سوی شرکت‌ها می‌باشند. معیار تفکیک خبرها به دو دسته خبرهای خوب و بد از طریق مقایسه اخبار منتشره با خبرهای قبلی منتشر شده مشخص می‌شود. به طوریکه اگر اخبار شامل اطلاعات قبلی باشد که سرمایه‌گذاران از آن باخبر بودند، به عنوان خبرهای بی‌اثر شناخته می‌شود. اگر خبرهای پیش‌بینی نشده‌ای گزارش بشود که با خبرهای منتشر شده از قبل رابطه‌ای نداشته باشد، در مورد اطلاعات امیدبخش درباره عملکرد شرکت، به عنوان خبر خوب و در مورد دیگر موارد به عنوان خبر بد شناخته می‌شود.

با توجه به اینکه تحقیق حاضر دارای سه فرضیه به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول: افشاء اطلاعات سود از سوی شرکت‌ها دارای اطلاعات باارزشی برای سرمایه‌گذاران است.

فرضیه دوم: افشاء اطلاعات سود از سوی شرکت‌ها باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بازار می‌شود.

فرضیه سوم: افشاء اطلاعات سود از سوی شرکت‌ها باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود.

به بررسی متغیرهای تحقیق و روش‌های اندازه‌گیری آن‌ها و آزمون فرضیات در ادامه می‌پردازیم.

3-1-1- متغیرهای پژوهش و روش‌های محاسبه آنها

3-1-1- متغیرمربوط به محاسبه ارزش اطلاعات: مورس (1981) و رمبر و چئون (1985) بیان می‌کنند که آگهی‌های اعلان سود به واسطه حجم بالای معاملات و بازده غیرعادی در پی آن، اطلاعات مربوط باارزشی را به همراه دارند. وایلی و همکاران (1982) و کیگر (1972) محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای سه ماهه را مورد مطالعه قرار دادند و تغییرات معنی‌داری در قیمت سهام و تغییرات غیر عادی‌ای در حجم معاملات پیرامون تحقق سودهای سه‌ماهه، یافتند.

با توجه به آنچه در بالا ذکر شد می‌توان درک نمود که بررسی بازدهی غیرعادی معیار مناسبی برای سنجش ارزش اطلاعات ارائه شده از سوی شرکت باشد. در نتیجه در این تحقیق از بازده غیرعادی برای سنجش ارزش اطلاعات استفاده می‌شود که برای محاسبه بازده غیرعادی از مدل ارائه شده توسط فاتن لاکخال (Lakhal, 2008) و همچنین قائمی و همکاران (1384) که به صورت زیر محاسبه می‌شود استفاده شده است:

$$CAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + AR_{i,t}) \quad \& \quad AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

که در $CAR_{i,t}$ بازده غیرعادی انباشته و $AR_{i,t}$ بازده غیرعادی و $R_{i,t}$ بازده واقعی نمونه i در دوره t که به صورت $R_{i,t} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$ به دست می‌آید که در آن P_1 ، قیمت سهم در پایان دوره t و P_0 ، قیمت سهم در ابتدای دوره t می‌باشد و $R_{m,t}$ بازده بازار در دوره t می‌باشد که به صورت $R_{m,t} = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}}$ به دست می‌آید که در آن $TEDPIX_t$ بازده قیمت و سود نقدی سهم در دوره t و $TEDPIX_{t-1}$ بازده غیرعادی و سود نقدی سهم در دوره $t-1$.

باید خاطر نشان کرد که TEDPIX برآیند حرکت‌های قیمتی و بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران است که می‌تواند بازده کل سرمایه‌گذاری را بر روی اوراق سهام در طی یک دوره معین نشان دهد. در نهایت میانگین بازده غیرعادی تجمعی را به صورت

$$\overline{CAR}_T = \frac{\sum_{i=1}^N CAR_{i,t}}{N}$$

محاسبه می‌شود که در آن N تعداد توقف‌های معاملاتی می‌باشد.

3-1-2- متغیر مربوط به محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی: باتوجه به ماهیت مطالعه که از نوع گزارش واقعه می‌باشد و همچنین با توجه به مطالعات مشابه که توسط فاتن لاکخال (Lakhal, 2008) و همچنین قائمی

و همکاران (1384) صورت گرفته است و این محققان ثابت نمودند که افزایش حجم معاملات قبل از توقف ناشی از اعلان، نشان دهنده نشت اطلاعات و به عبارتی وجود عدم تقارن اطلاعاتی است. در نتیجه در این تحقیق نیز از روش مشابه تحقیقات صورت گرفته برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است. در این تحقیق برای محاسبه حجم معاملات به صورت زیر عمل شده است.

$$TURN_{i,t} = \frac{TT}{TN}$$

که در آن $TURN_{i,t}$ ، حجم معاملات سهم i در دوره t و TT تعداد سهم معامله شده در هر روز معاملاتی و TN کل سهام شرکت در آن روز معاملاتی و در نهایت میانگین حجم معاملاتی به صورت $\overline{TURN} = \frac{1}{N} \sum TURN_{i,t}$ محاسبه می شود که در آن N ، تعداد توقف های مورد مطالعه می باشد.

3-1-3- متغیر مربوط به محاسبه نقدشوندگی: همانند مارسلو و همکاران (Marcelo, et al., 2006) و خرمدین (1387) و همچنین با توجه به اینکه در عمل تاکنون از معیارهای مختلف نقدشوندگی در تحقیقات تجربی استفاده شده است، در این تحقیق نیز نسبت عدم نقدشوندگی که توسط آمیهود ارائه گردیده، استفاده می شود، بر طبق یافته های آمیهود، این معیار برای بازارهایی مناسب است که فاقد زیرساخت های کلان بازار سرمایه بوده و بازار سرمایه توسعه یافته ای ندارند، که نحوه محاسبه آن به شرح زیر می باشد:

$$ILLQ_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{D_{i,t}} \frac{|R_{idt}|}{V_{idt}}$$

که در آن $ILLQ_{i,t}$ نسبت عدم نقدشوندگی و R_{idt} بازده سهم i در دوره t و V_{idt} حجم معاملات سهم i در روز d در دوره t و $D_{i,t}$ تعداد روزهای انجام معامله بر روی سهم i در دوره t و در نهایت میانگین نسبت عدم نقدشوندگی به صورت $\overline{ILLQ} = \frac{\sum ILLQ_{i,t}}{N}$ که در آن N تعداد توقف های مورد مطالعه می باشد.

4- یافته های تحقیق

هدف پژوهش، مطالعه و مقایسه شاخص های مالی بازده غیرعادی تجمعی، حجم معاملات و نقدشوندگی در دوره قبل و بعد از توقف به تفکیک اخبار خوب و بد، در مورد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین برای پاسخ به مسئله تحقیق مناسب ترین روش، آزمون مقایسه میانگین در بین دو جامعه است. برای آزمون فرضیه های تحقیق با مقایسه میانگین رعایت

مفروضه‌های بنیادی لازم است. یکی از مفروضه‌های بنیادی حداقل فاصله‌ای بودن مقیاس اندازه‌گیری است. مفروضه دیگر نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق است که با بزرگ بودن حجم نمونه قابل چشم‌پوشی است. مفروضه دیگر یکسانی واریانس بین گروه‌های مورد مقایسه است. با آنکه داده‌های تحقیق با مقیاس نسبتی اندازه‌گیری شده‌است و تعداد داده‌ها برای تحلیل به اندازه کافی بزرگ است و همچنین به دلیل برابر بودن تعداد جامعه‌های مورد مقایسه عدم همسانی واریانس‌ها نیز قابل چشم‌پوشی است.

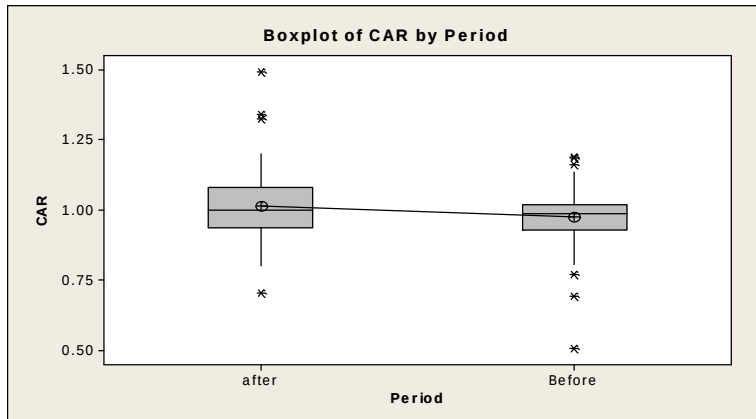
آزمون فرضیه اول: با توجه به معیار سنجش ارزش اطلاعات که در بالا ذکر شده فرضیه اول را می‌توان به صورت زیر بیان نمود:

فرضیه اول: بازده غیرعادی تجمعی بعد از توقف بیش از بازده غیرعادی قبل از توقف می‌باشد. برای مقایسه میانگین دو جامعه از آزمون پارامتریک مقایسه میانگین دو جامعه و ناپارامتریک مقایسه میانگین رتبه دو جامعه استفاده شده‌است. در این آزمون، فرضیه صفر بیان‌کننده این است که بین میانگین بازده غیرعادی تجمعی شرکت‌های بورسی در دوره قبل و بعد از توقف تفاوت نیست و فرضیه مخالف بیانگر این است که بازده غیرعادی تجمعی بعد از توقف بیش از بازده غیرعادی قبل از توقف است. این آزمون دو بار انجام گرفته است. در مدل 1 آزمون براساس داده‌های خبر بد و در مدل شماره 2 آزمون براساس داده‌های خبر خوب انجام گرفته است. نتایج آزمون مدل شماره 1:

$$\begin{cases} H_0 : \text{Mean CAR post} \leq \text{Mean CAR pre} \\ H_1 : \text{Mean CAR post} > \text{Mean CAR pre} \end{cases}$$

$$t_{(df:172)} = 2.345, \quad p = .02, \quad p < .05$$

بر اساس داده‌های گردآوری شده از گروه نمونه و آزمون مقایسه میانگین بین دو دوره قبل و بعد از توقف، آماره t محاسبه شده بزرگتر از آماره مقدار بحرانی مشاهده شده‌است. به بیان دیگر خطای محاسبه شده کوچکتر از 0/05 است. در نتیجه فرضیه صفر رد شده‌است. بنابراین براساس مشاهده‌های گردآوری شده، فرضیه تحقیق تأیید شده است. بنابراین می‌توان پذیرفت که: بازده غیرعادی تجمعی بعد از توقف بیش از بازده غیرعادی قبل از توقف می‌باشد. نتیجه آزمون در جدول شماره 1 نشان داده شده است.



جدول (1): نتایج آزمون مقایسه میانگین بازده غیرعادی تجمعی در بین دو جامعه

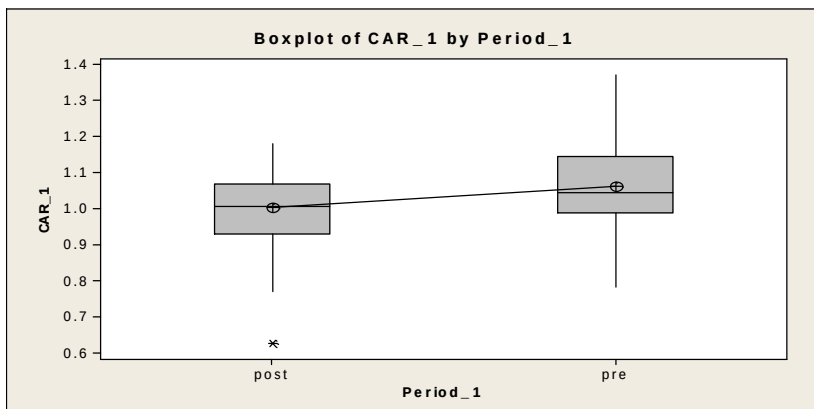
مقایسه میانگین دو جامعه						متغیر
تفاوت میانگین	P- value	درجه آزادی	آماره t	میانگین قبل	میانگین بعد	
0.3893	0.020	172	2.345	0.9748	1.0137	بازده غیرعادی تجمعی

نتایج آزمون مدل شماره 2:

$$\begin{cases} H_0 : \text{Mean CAR post} \leq \text{Mean CAR pre} \\ H_1 : \text{Mean CAR post} > \text{Mean CAR pre} \end{cases}$$

$$t_{(df=99)} = -2.565, \quad p = .012, \quad p < .05$$

بر اساس داده‌های گردآوری شده از گروه نمونه و آزمون مقایسه میانگین در بین دو دوره قبل و بعد از توقف، آماره t محاسبه شده کوچکتر از آماره مقدار بحرانی $1/96$ - مشاهده شده است. به بیان دیگر خطای محاسبه شده برای آزمون کوچکتر از $0/05$ است. در نتیجه فرضیه صفر رد شده است. اما با توجه به اینکه میانگین دوره بعد از توقف کوچکتر از دوره قبل از توقف است، در نتیجه فرضیه تحقیق را نمی‌توان پذیرفت. به بیان دیگر میانگین دوره قبل از توقف در مقایسه با میانگین دوره بعد از توقف به صورت معنی‌دار بزرگتر است. بنابراین براساس مشاهده‌های گردآوری شده، فرضیه تحقیق تأیید نشده است. در نتیجه نمی‌توان پذیرفت که: بازده غیرعادی تجمعی بعد از توقف بیش از بازده غیر عادی قبل از توقف می‌باشد. نتیجه آزمون در جدول شماره 2 نشان داده شده است.



جدول (2): نتایج آزمون مقایسه میانگین بازده غیرعادی تجمعی در بین دو جامعه

متغیر	مقایسه میانگین دو جامعه				
	میانگین بعد	میانگین قبل	آماره t	درجه آزادی	P- value
بازده غیرعادی تجمعی	1.0020	1.0609	-2.565	100	0.012
					-0.05883

آزمون فرضیه اول: با توجه به معیار سنجش عدم تقارن اطلاعات که در بالا ذکر شده فرضیه دوم را می‌توان به صورت زیر بیان نمود:

فرضیه دوم: حجم معاملات قبل از توقف بیش از حجم معاملات بعد از توقف می‌باشد.

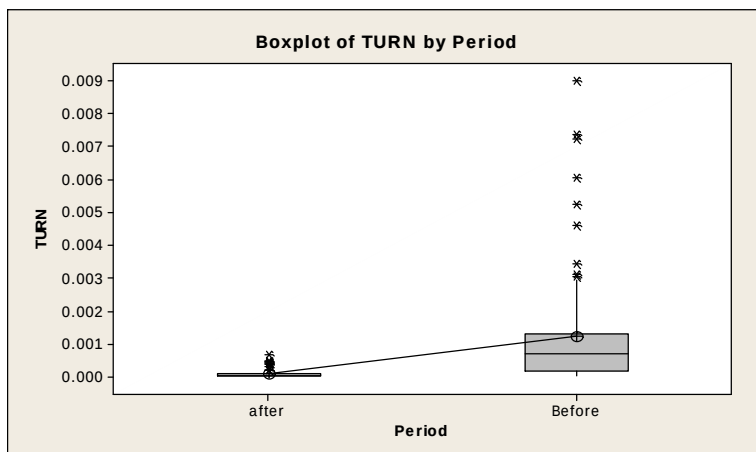
برای مقایسه میانگین دو جامعه از آزمون پارامتریک مقایسه میانگین دو جامعه و ناپارامتریک مقایسه میانگین رتبه دو جامعه استفاده شده است. در این آزمون، فرضیه صفر بیان کننده این است که بین میانگین حجم معاملات شرکت‌های بورس در دوره قبل و بعد از توقف تفاوت نیست و فرضیه مخالف بیانگر این است که حجم معاملات قبل از توقف بیش از حجم معاملات بعد از توقف است. این آزمون دو بار انجام گرفته است. در آزمون مدل شماره 3 براساس داده‌های خبر بد و در آزمون مدل شماره 4 براساس داده‌های خبر خوب انجام گرفته است.

نتایج آزمون مدل شماره 3:

$$\begin{cases} H0 : MeanTurnpre \leq MeanTurnpost \\ H1 : MeanTurnpre > MeanTurnpost \end{cases}$$

$$t_{(df:86)} = 6.222, \quad p = .000, \quad p < .05$$

بر اساس داده‌های گردآوری شده از گروه نمونه و آزمون مقایسه میانگین در بین دو دوره قبل و بعد از توقف، آماره t محاسبه شده بزرگتر از آماره مقدار بحرانی مشاهده شده است. به بیان دیگر خطای محاسبه شده کوچکتر از 0/05 است. در نتیجه فرضیه صفر رد شده است. بنابراین براساس مشاهده‌های گردآوری شده، فرضیه تحقیق تأیید شده است. بنابراین می‌توان پذیرفت که: حجم معاملات قبل از توقف بیش از حجم معاملات بعد از توقف می‌باشد. نتیجه آزمون در جدول شماره 3 نشان داده شده است.



جدول (3): نتایج آزمون مقایسه میانگین حجم معاملات در بین دو جامعه

مقایسه میانگین دو جامعه						متغیر
میانگین قبل	میانگین بعد	آماره t	درجه آزادی	P- value	تفاوت میانگین	
0.0012	0.0001	6.222	172	0.000	0.00115	حجم معاملات

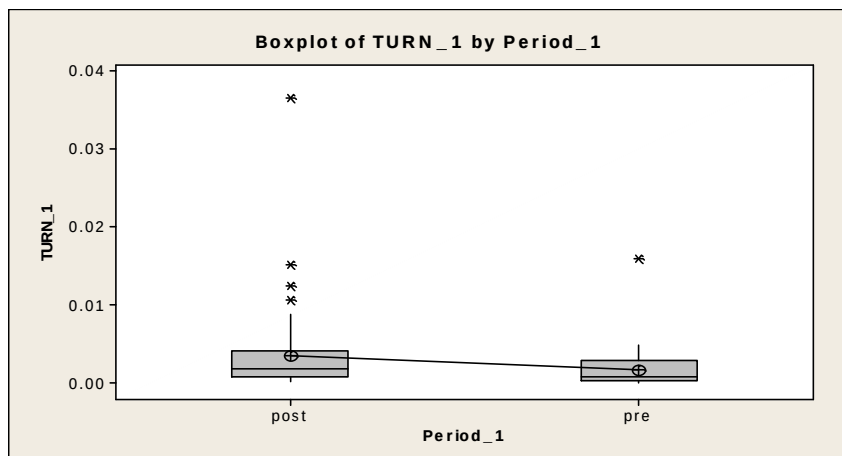
نتایج آزمون مدل شماره 4:

$$\begin{cases} H_0 : \text{Mean Turnpre} \leq \text{Mean Turnpost} \\ H_1 : \text{Mean Turnpre} > \text{Mean Turnpost} \end{cases}$$

$$t_{(df:68)} = -2.092, \quad p = .0036, \quad p < .05$$

بر اساس داده‌های گردآوری شده از گروه نمونه و آزمون مقایسه میانگین در بین دو دوره قبل و بعد از توقف، آماره t محاسبه شده کوچکتر از آماره مقدار بحرانی $-1/96$ مشاهده شده است. به بیان

دیگر خطای محاسبه شده برای آزمون یک دامنه کوچکتر از 0/05 است. با توجه به اینکه میانگین حجم معاملات در دوره بعد از توقف در مقایسه با دوره قبل از توقف بزرگتر است، در نتیجه فرضیه تحقیق تأیید نشده است. بنابراین براساس مشاهده‌های گردآوری شده، نمی‌توان پذیرفت که: حجم معاملات قبل از توقف بیش از حجم معاملات بعد از توقف می‌باشد. نتیجه آزمون در جدول شماره 4 نشان داده شده است.



جدول (4): نتایج آزمون مقایسه میانگین حجم معاملات در بین دو جامعه

متغیر	مقایسه میانگین دو جامعه				
	میانگین قبل	میانگین بعد	آماره t	درجه آزادی	P- value
حجم معاملات	0.0017	0.0036	-2.092	100	0.39
تفاوت میانگین					-0.00183

آزمون فرضیه اول: باتوجه به معیار سنجش نقدشوندگی که در بالا ذکر شده فرضیه سوم را می‌توان به صورت زیر بیان نمود:

فرضیه سوم: نقدشوندگی بعد از توقف بیش از نقدشوندگی قبل از توقف می‌باشد.

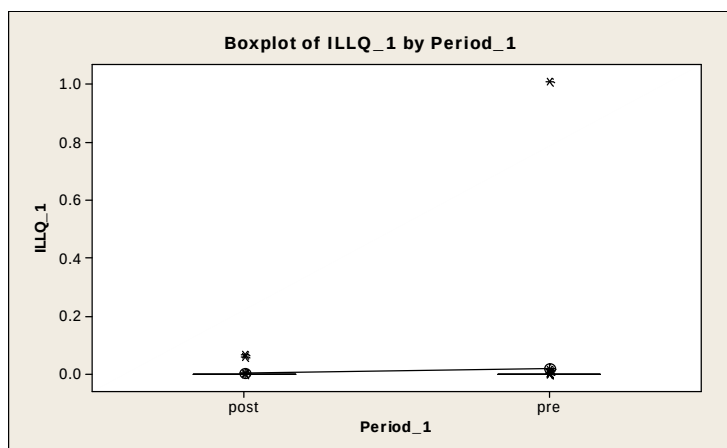
برای مقایسه میانگین دو جامعه از آزمون پارامتریک مقایسه میانگین دو جامعه و ناپارامتریک مقایسه میانگین رتبه دو جامعه استفاده شده است. در این آزمون، فرضیه صفر بیان کننده این است که بین میانگین نقدشوندگی شرکت‌های بورس در دوره قبل و بعد از توقف تفاوت نیست و فرضیه مخالف

بیانگر این است که نقدشوندگی بعد از توقف بیش از نقدشوندگی قبل از توقف است. این آزمون دو بار انجام گرفته است. در آزمون مدل شماره 5 براساس داده‌های خبر بد و در آزمون مدل شماره 6 براساس داده‌های خبر خوب انجام گرفته است. نتایج آزمون مدل شماره 5:

$$\begin{cases} H_0 : \text{Mean ILLQ}_{\text{post}} \leq \text{Mean ILLQ}_{\text{pre}} \\ H_1 : \text{Mean ILLQ}_{\text{post}} > \text{Mean ILLQ}_{\text{pre}} \end{cases}$$

$$t_{(df:172)} = 1.40, \quad p = .163, \quad p > .05$$

بر اساس داده‌های گردآوری شده از گروه نمونه و آزمون مقایسه میانگین در بین دو دوره قبل و بعد از توقف، آماره t محاسبه شده کوچکتر از قدرمطلق آماره مقدار بحرانی مشاهده شده است. به بیان دیگر خطای محاسبه شده بزرگتر از 0/05 است. در نتیجه فرضیه صفر رد نشده است. با توجه به اینکه نسبت آمیهود نسبت عدم نقدشوندگی می‌باشد در نتیجه می‌توان نتیجه گرفت که نقدشوندگی بعد از توقف افزایش یافته است. در نتیجه براساس مشاهده‌های گردآوری شده، فرضیه تحقیق تأیید شده است و می‌توان پذیرفت که: نقدشوندگی بعد از توقف بیش از نقدشوندگی قبل از توقف می‌باشد. نتیجه آزمون در جدول 5 نشان داده شده است.



جدول (5): نتایج آزمون مقایسه میانگین عدم نقدشوندگی در بین دو جامعه

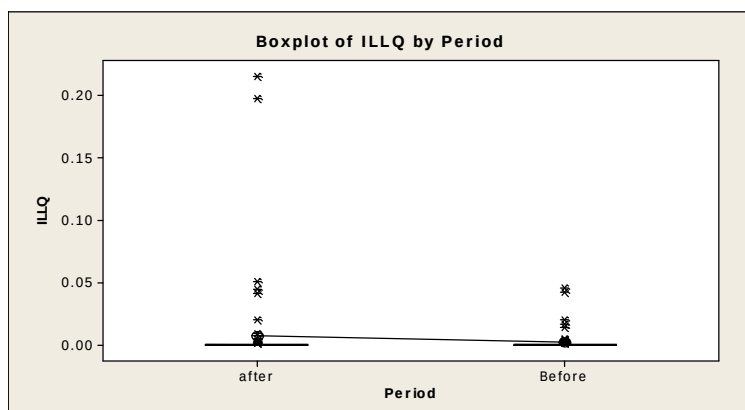
متغیر	مقایسه میانگین دو جامعه				
	میانگین بعد	میانگین قبل	آماره t	درجه آزادی	P- value
نقدشوندگی	0.0070	0.0021	1.402	172	0.163
تفاوت میانگین	0.00491				

نتایج آزمون مدل شماره 6:

$$\begin{cases} H_0 : \text{Mean ILLQ}_{\text{post}} \leq \text{Mean ILLQ}_{\text{pre}} \\ H_1 : \text{Mean ILLQ}_{\text{post}} > \text{Mean ILLQ}_{\text{pre}} \end{cases}$$

$$t_{(df:100)} = 0.891, \quad p = .188, \quad p > .05$$

بر اساس داده‌های گردآوری شده از گروه نمونه و آزمون مقایسه میانگین در بین دو دوره قبل و بعد از توقف، آماره t محاسبه شده کوچکتر از مقدار قدرمطلق آماره بحرانی مشاهده شده است. به بیان دیگر خطای محاسبه شده برای آزمون یک دامنه بزرگتر از 0/05 است. در نتیجه فرضیه صفر رد نشده است. بنابراین براساس مشاهده‌های گردآوری شده، فرضیه تحقیق تأیید نشده است و با توجه به اینکه نسبت آمیهود نسبت عدم نقدشوندگی می‌باشد بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که نقدشوندگی بعد از توقف افزایش یافته است. در نتیجه براساس مشاهده‌های گردآوری شده، فرضیه تحقیق تأیید شده است و می‌توان پذیرفت که: نقدشوندگی بعد از توقف بیش از نقدشوندگی قبل از توقف می‌باشد. نتیجه آزمون در جدول شماره 6 نشان داده شده است.



جدول (6): نتایج آزمون مقایسه میانگین عدم نقدشوندگی در بین دو جامعه

متغیر	مقایسه میانگین دو جامعه				
	میانگین بعد	میانگین قبل	آماره t	درجه آزادی	P- value
عدم نقدشوندگی	0.0027	0.0203	-0.891	100	0.375
					-0.01767

5- نتیجه گیری

در مورد فرضیه اول: در مورد خبر بد با توجه به اینکه آماره محاسبه شده بیشتر از مقدار بحرانی (1.96) در سطح خطای 5 درصد است در نتیجه فرضیه صفر رد شده و فرضیه مقابل پذیرفته می شود. ولی در مورد خبرهای خوب منتشر شده با توجه به اینکه آماره محاسبه شده کمتر از مقدار بحرانی است و با توجه به اینکه میانگین بازده غیرعادی دوره بیشتر از میانگین بازده غیرعادی دوره بعد است و P-value محاسبه شده نیز کمتر از 0/05 است در نتیجه فرضیه صفر تأیید شده و فرضیه مقابل رد می شود. در کل می توان اینگونه بیان نمود که اطلاعات منتشر شده در مورد سود شرکت ها، در مورد اخبار بد برای سرمایه گذاران دارای ارزش بوده ولی در مورد اخبار خوب بی ارزش می باشد.

در مورد فرضیه دوم: در مورد خبر بد با توجه به اینکه آماره محاسبه شده بیشتر از مقدار بحرانی (1.96) در سطح خطای 5 درصد است در نتیجه فرضیه صفر رد شده و فرضیه مقابل پذیرفته می شود. ولی در مورد خبرهای خوب منتشر شده با توجه به اینکه آماره محاسبه شده کمتر از مقدار بحرانی است و با توجه به اینکه میانگین بازده غیرعادی دوره بیشتر از میانگین بازده غیرعادی دوره بعد است و P-value محاسبه شده نیز کمتر از 0/05 است در نتیجه فرضیه صفر تأیید شده و فرضیه مقابل رد می شود. در کل می توان اینگونه بیان نمود که اطلاعات منتشر شده در مورد سود شرکت ها، در مورد اخبار بد باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در مورد اخبار خوب تأثیری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ندارد.

در مورد فرضیه سوم: بر اساس داده های گردآوری شده از گروه نمونه و آزمون مقایسه میانگین در بین دو دوره قبل و بعد از توقف، در هر دو حالت خبر خوب و بد، آماره t محاسبه شده کوچکتر از قدرمطلق آماره مقدار بحرانی مشاهده شده است. به بیان دیگر خطای محاسبه شده بزرگتر از 0/05 است. در نتیجه فرضیه صفر رد نشده است. با توجه به اینکه نسبت آمیهود نسبت عدم نقدشوندگی می باشد در نتیجه می توان نتیجه گرفت که نقدشوندگی بعد از توقف افزایش یافته است. در کل براساس

مشاهده‌های گردآوری شده، فرضیه تحقیق تأیید شده است و می‌توان پذیرفت که: نقدشوندگی بعد از توقف در هر دو حالت انتشار خبر خوب و بد بیش از نقدشوندگی قبل از توقف می‌باشد.

بنابراین می‌توان بیان نمود، افشاء اطلاعات سود شرکت‌ها، در بورس اوراق بهادار تهران اگر حاوی اطلاعات بد باشد، با توجه به اینکه باعث افزایش بازده غیرعادی بعد از اعلان این اطلاعات می‌شود، می‌تواند حاوی اطلاعات با ارزشی برای سرمایه‌گذاران باشد و همچنین باتوجه به اینکه باعث تغییر محسوسی در حجم مقطعی معاملات بعد از اعلان شده است، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در آخر نیز با توجه به اینکه نسبت آمیهود بعد از اعلان کاهش یافته و از آنجاییکه این نسبت نشان‌دهنده عدم نقدشوندگی است، این طور می‌توان نتیجه گرفت که این اعلان‌ها باعث افزایش نقدشوندگی بازار گردیده است. نتایج به دست آمده کاملاً مشابه تحقیق‌های پیشین صورت گرفته توسط قائمی و همکاران (1384) و فاتن لاخل (Lakhal, 2008) می‌باشد.

افشاء اطلاعات سود شرکت‌ها، در بورس اوراق بهادار تهران اگر حاوی اطلاعات خوب باشد، باتوجه به اینکه باعث کاهش بازده غیرعادی بعد از اعلان این اطلاعات می‌شود، می‌تواند حاوی اطلاعات با ارزشی برای سرمایه‌گذاران باشد و همچنین با توجه به اینکه باعث تغییر محسوسی در حجم مقطعی معاملات بعد از اعلان نشده است، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی نشده است و در آخر نیز با توجه به اینکه نسبت آمیهود بعد از اعلان کاهش یافته و از آنجاییکه این نسبت نشان‌دهنده عدم نقدشوندگی است، این طور می‌توان نتیجه گرفت که این اعلان‌ها باعث افزایش نقدشوندگی بازار گردیده است. نتایج به دست آمده کاملاً مشابه تحقیق‌های پیشین صورت گرفته توسط قائمی و همکار (1384) و فاتن لاخل (Lakhal, 2008) می‌باشد.

و اگر به طور کلی و بدون در نظر گرفتن نوع خبر (خبر خوب و بد) به فرضیات توجه شود، می‌توان نتیجه گرفت که اطلاعات ناشی از افشاء اطلاعات سود از سوی شرکت‌ها، همواره برای سرمایه‌گذاران با ارزش بوده و باعث افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود. ولی در مورد عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌توان اظهار نظر کرد.

عدم تقارن اطلاعاتی همواره یک پدیده نامطلوب بوده که باعث نابرابری یا عدم مساوات می‌گردد. این امر در مورد بورس اوراق بهادار تهران نیز حائز اهمیت است، لذا در جهت کاهش این پدیده نامطلوب پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اقدامات پیشگیرانه سخت‌تری را در جهت کاهش این پدیده نامطلوب ارائه دهد و قوانین سخت گیرانه‌تری در مورد افشای به موقع اطلاعات و توقف به موقع نماد مورد نظر اجرا نماید. با مدنظر قرار دادن فرضیه بازار کارای سرمایه، سازمان بورس اوراق بهادار

نیز می‌تواند ضمن نظارت مناسب و کنترل کافی بر نحوه گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده، با ارائه دستورالعمل‌های مطلوب و مدیریت کارآمد، بازار سرمایه را به سوی کارایی بیشتر نماید که نتیجه آن جایگزینی رفاه اجتماعی به جای رفاه شخصی در بازار سرمایه خواهد بود. در مورد افزایش نقدشوندگی بازار پیشنهاد می‌شود که شرکت بورس اوراق بهادار تهران حتی الامکان در مورد بعضی از سهم‌ها که شرایط لازم را دارند حد نوسان قیمتی را افزایش داده و همچنین تمهیدات لازم جهت اجرای بازارگردانی در بازار اوراق بهادار و انجام معاملات برخط که باعث تشویق هرچه بیشتر سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بورس و در نتیجه افزایش نقدشوندگی بازار شود را تدارک ببیند. یکی از اقدامات ضروری در شرایط کنونی کشور، تأسیس مراجع و مؤسساتی است که بنگاه‌های اقتصادی را ارزیابی و آنها را از نظر ریسک و بازده رتبه‌بندی نمایند. یکی از محاسن ممتاز رتبه‌بندی شرکت‌ها، بهبود چشمگیر در نحوه گزارشگری مالی واحدهای تجاری و به تبع آن افزایش نقدشوندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بازار می‌باشد.

منابع و مأخذ:

1. احمدپور، احمد، عدیلی، مجتبی و عسکری فیروزجائی، احسان. (1388). «بررسی رابطه بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله بورس.
2. خاکی، غلامرضا. (1386). «روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه‌نویسی». انتشارات بازتاب، چاپ سوم.
3. صالح‌آبادی، علی. (1385). «فرآیند و الزام افشای اطلاعات در بازار سرمایه»، مقالات برگزیده همایش اقتصاد ایران در گام نهم، وزارت امور اقتصاد و دارایی، صص. 189-204.
4. فخاری، حسین و فلاح محمدی، نرگس. (1388). «بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله بورس.
5. قائمی، محمدحسین و وطن‌پرست، محمدرضا. (1384). «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران». فصل‌نامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره‌ی 41، صص. 85-103.
6. نوروش، ایرج و علی حسینی. (1388). «بررسی رابطه بین کیفیت افشا و مدیریت سود». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال شانزدهم، 55: 117-134.
7. یحیی‌زاده‌فر، محمود و خرم‌دین. (1387). «نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی برمازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران». فصل‌نامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره پانزدهم، شماره 53، صص. 101-118.
8. Bhattacharya, N., H. Desai, and K. Venkataraman. (2008). "Earnings Quality and Information Asymmetry: Evidence from Trading Costs". Edwin L. Cox School of Business, Southern Methodist University
9. Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G. & Ibolya, S., (2006) "Privatization and stock market liquidity", Journal of Banking & Finance, Social Science Electronic Publishing
10. Chang, M., D'Anna, G., Watson, I., Wee, M. (2008). "Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry?". Australian Journal of Management, Vol. 33, No. 2.
11. Francis, J., D. Nanda, and P. Olsson. (2008). "Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of Capital". Journal of Accounting Research 46: 53-99.
12. Gietzman, M. and M. Trombetta. (2002). "Disclosure Interaction: Accounting Policy and Voluntary Disclosure Effects on the Cost of Capital". PP. 1-29.

13. Hung, C., S. Tzang, D.Hsyu ,(2009), "Forecasting Efficiency of Implied Volatility and the Intraday High-Low Price Range in Taiwan Stock Market", *International Research Journal of Finance and Economics* 27,1450-2887.
14. Heflin, F., Shaw, K. and Wild, J.(2005), "Disclosure quality and market liquidity: impact of depth quotes and order size", *Contemporary Accounting Research*, Vol.22 No.4,pp. 829-865.
15. Lalith P. Samarkoon.(2000), "A New Measuring of Market Liquidity of Shair: The Case of The Colombo Stock Exchange", Department of Accounting and Financial Management University of Sri Jayewardenepura
16. Marcelo, Miralles and Miralles, Quiros (2006), "The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: empirical evidence from the Spanish stock market", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 46, PP. 254–267.
17. Marshall, B. & Martin Young (2003), "Liquidity and stock returns in pure order-driven markets: evidence from the Australian stock market". *International Review of Financial Analysis*, 12,pp 173–188.
18. Lakhal , F.(2008), "Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: Evidence from France", *International Journal of Managerial Finance*, Vol.4 NO.1,2008,pp.60-75.
19. Otogawa, K.(2003), "Market Liquidity around Quarterly Earnings Announcements: Evidence from Japan", The Kobe University .Discussion Paper Series.
20. Rashid, M.S.E.A., R. Ramlee , O.I. Bacha, (2008), "The Efficiency of Trading Halts; Evidence from Bursa Malaysia", *International Islamic University Malaysia*
21. Sarr, Abdourahmane and Lybek, Tonny .(2002). "Measuring Liquidity in Financial Markets" .*International Monetary Fund -IMF-*, Working Paper.
22. Wet, W.(2004). "Role of Asymmetric Information on Investments for Merging Markets". *Economic Modeling*. Vol. 21: 621-630.