

بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام با تأکید بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا فرخلو^۱

مهدی حیدری^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۱/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۰۳/۳۱

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام با تأکید بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی-همبستگی است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۰۰ شرکت از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک جهت انجام تحلیل در نظر گرفته شد. جهت آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره و روش حداقل مربعات معمولی استفاده شد. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. هم چنین نتایج نشان داد کیفیت افشا تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام دارد.

واژگان کلیدی

سیاست اقتصادی، نقدشوندگی سهام، کیفیت افشای اطلاعات.

۱. کارشناسی ارشد، حسابداری مالی، دانشگاه ارومیه، آذربایجان غربی، ایران. (alirezafarrokhlo@gmail.com)

۲. دانشیار حسابداری، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. (m.heydari@urmia.ac.ir)

مقدمه:

یکی از موضوع‌های اساسی در سرمایه‌گذاری، میزان نقد شوندگی دارایی‌ها است. نقش عامل نقدشوندگی در ارزشگذاری دارایی‌ها بسیار مهم است؛ زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش برسانند، آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ همچنین ورشکستگی و زیان بسیاری از شرکت‌ها در بحران مالی اخیر در اقتصاد جهانی، اهمیت توجه به نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را به عنوان شاخصی که می‌تواند نشان دهنده سلامت و ثبات شرکت باشد، دوچندان کرده است. علاوه بر این، با توجه به ارتباط عملکرد شرکت با میزان فعالیت بخش‌های کلان اقتصادی و اینکه ناطمینانی و بی‌ثباتی در فضای اقتصاد کلان به بی‌ثباتی سیستم مالی منجر شده و در نهایت عملکرد و فعالیت شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ضرورت توجه را بیش از پیش می‌کند. بنابراین، هدف این پژوهش بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام با تأکید بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

نقدشوندگی سهام را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خرید و فروش تعریف کرد. همچنین، توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم را می‌توان به عنوان نقدشوندگی در بازارهای مالی در نظر گرفت (احمدپور و همکاران، ۱۳۹۳). عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدینگی سهام تأثیر می‌گذارد. افزایش عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی منجر به رکود اقتصادی می‌شود که در نهایت به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت، کاهش رشد اعتبار بانکی، کاهش در بازده سهام، افزایش نوسانات سهام، کاهش ثبات مالی و افزایش ریسک ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود (لو و ژانگ^۱، ۲۰۲۰). عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بالا، عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه را تشدید می‌کند و به نوبه خود، کارایی معاملات در بازار اوراق بهادار را مخدوش می‌کند و باعث کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود و علاقه سرمایه‌گذاران را برای معامله در بازار اوراق بهادار کاهش می‌دهد. با توجه به اهمیت نقدینگی سهام بر نتایج شرکت، ما نقش افشای اطلاعات را در کاهش اثرات منفی عدم اطمینان بالای سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام بررسی می‌کنیم (یو^۲، ۲۰۲۰). عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مسأله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار مواجه با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند. بر اساس نظریه‌های افشای اطلاعات، زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در بازار افزایش می‌یابد، مدیران انگیزه‌های بیشتری برای افشای داوطلبانه بیشتر جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و عدم اطمینان سرمایه‌گذار دارند. بنابراین، افشای اطلاعات احتمالاً برای شرکت در مواقع عدم اطمینان بالای سیاست‌ها سودمندتر خواهد بود، تا جایی که مدیران به طور مکرر اطلاعات بیشتری افشا می‌کنند. با این حال، افزایش در عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بالا را از طریق کاهش افشای اطلاعات شرکت تشدید کند. ادبیات قبلی نشان می‌دهد که افشای اطلاعات شرکت، نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد، اما شواهد کمی وجود دارد که آیا افشای اطلاعات می‌تواند اثرات منفی عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش دهد یا خیر. این یک موضوع مهم است زیرا فعالان بازار سرمایه برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه به اطلاعات خاص شرکت نیازمند هستند. از نظر تئوری، افزایش شفافیت اطلاعات، قیمت سهام را بهبود می‌بخشد و عدم اطمینان در مورد ارزش ذاتی اوراق بهادار را کاهش می‌دهد

¹ Luo & Zhang

² Yu

(ناگار و همکاران^۱، ۲۰۱۹). با توجه به مشکلی که سرمایه گذاران در ارزیابی کیفیت شرکت در محیط های نامشخص با آن مواجه هستند، شرکت های با اطلاعات شفاف احتمالاً ارزش بالایی دارند و در دوره هایی که عدم اطمینان سیاست های اقتصادی افزایش می یابد، سهام نقدشونده تری دارند. کیفیت افشای اطلاعات شرکت، عدم تقارن اطلاعات ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی را کاهش می دهد و تأثیر منفی عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را کاهش می دهد (وانگ و همکاران^۲، ۲۰۲۲). عدم قطعیت سیاست اقتصادی، تصمیم های افشای اطلاعات شرکت ها را تعیین می کند. شرکت هایی با افشای اطلاعات بالا به طور مثبتی با افزایش نقدینگی سهام در دوره های افزایش عدم اطمینان سیاست اقتصادی مرتبط هستند. این نتایج نشان می دهد که افزایش افشای اطلاعات خاص شرکت، اثرات نامطلوب عدم تقارن اطلاعات ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی را بر نقدشوندگی سهام خنثی می کند (کیم^۳ و همکاران، ۲۰۱۶). کیفیت افشای اطلاعات بالا، دقت پیش بینی تحلیلگران مالی را در زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا است، بهبود می بخشد. این پژوهش یکی از اولین مطالعات داخلی است که نشان می دهد کیفیت افشای اطلاعات بالا اثرات منفی افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام را خنثی می کند. این پژوهش همچنین ادبیات موجود را با مستند کردن اینکه افشای اطلاعات با کیفیت باعث بهبود دقت پیش بینی تحلیلگران مالی در زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا است، گسترش خواهد داد. با توجه به اینکه انبساط این موضوعات در تئوری وجود دارد، مسأله پژوهش این است که آیا در بازاریابی مرتبط با این موضوعات نیز می توان نتایج فوق را استنتاج کرد؟ بنابراین هدف این پژوهش بررسی رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام با تأکید بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به بیانی دیگر، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ علمی به این سؤال است که آیا بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ همچنین آیا کیفیت افشای اطلاعات تأثیر معناداری بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام دارد یا خیر؟

اهمیت و ضرورت پژوهش

با توجه به اهمیت مطالعاتی در زمینه عوامل اثرگذار بر نقدشوندگی سهام شرکت، از جمله تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و کیفیت افشای اطلاعات که در پژوهش های قبلی به آن پرداخته نشده است، انجام پژوهش هایی بیشتر و مطالعاتی جامع تر جهت توسعه بخشیدن به مبانی نظری و ارائه نتایج جدید از بازار سرمایه ایران در این زمینه سودمند به نظر می رسد که پژوهش حاضر نیز در پی دستیابی به چنین هدفی نیز است. عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر نامطلوبی بر سیاست های گوناگون شرکت دارد و مسئله ای مهم است که به طور فزاینده ای توجه محققان را به خود جلب کرده است. با این حال، اثرات اقتصادی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام با تأکید بر کیفیت افشای اطلاعات همچنان مورد بررسی قرار نگرفته است و از این نظر پژوهش حاضر دارای اهمیت و ضرورت است.

اهداف پژوهش

هدف اول: شناسایی ارتباط بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام.
هدف دوم: شناسایی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام.

¹ Nagar et al.

² Wang et al.

³ Kim

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول:

بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم:

کیفیت افشای اطلاعات تأثیر معناداری بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام دارد.

تعریف متغیرهای پژوهش

الف: نقدشوندگی سهام

نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید و فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن (رحمانی و حاجی مرادخانی، ۱۳۹۶). یک دارایی زمانی نسبت به دارایی دیگر نقدشوندگی بیشتری دارد که بتوان آن را در کوتاه ترین زمان ممکن و بدون تحمل زیان تبدیل نمود.

ب: عدم قطعیت سیاست های اقتصادی

سیاست های اقتصادی دولت (سیاست های پولی، مالی و ارزی) می تواند یک نا اطمینانی را در اقتصاد به وجود بیاورند که به آن نا اطمینانی سیاست های اقتصادی گفته می شود (بورگارد^۱، ۲۰۱۲). این بی ثباتی غالباً توسط ضریب پراکندگی شاخص های اقتصادی سنجیده می شود، مانند ضریب های پراکندگی تورم، رشد تولید ناخالص ملی، رشد عرضه پول، بسط اعتبارات داخلی، کسری بودجه دولت .

پ: افشای اطلاعات

افشا یک اصطلاح رسمی برای در دسترس قرار دادن اطلاعات برای اشخاص ذینفع و متأثر است. انتقال چنین اطلاعاتی به روشی که برای ذینفعان قابل درک باشد، اولین گام مهم (و مستمر) در فرآیند تعامل با ذینفعان است. تمام فعالیت های دیگر، از مشاوره و مشارکت آگاهانه گرفته تا مذاکره و حل و فصل شکایات، در صورتی سازنده تر خواهد بود که ذینفعان، از جمله جوامع آسیب دیده، اطلاعات دقیق و به موقع درباره پروژه، اثرات آن و هر جنبه ای که ممکن است بر آن ها تأثیر بگذارد، داشته باشند (گلدستین و یانگ^۲، ۲۰۱۷).

پیشینه پژوهش

داخلی

مرادزاده فرد و ابوحمز (۱۳۸۹) در پژوهشی به «بررسی اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام» پرداختند. آن ها با بررسی ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ نشان دادند کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت دارد. همچنین یافته های پژوهش حاکی از وجود اثر مثبت قابل اتکا بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام می باشد.

ایزدی نیا و رامشه (۱۳۹۰) در پژوهشی به «بررسی نقش ویژگی های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. آن ها با بررسی ۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ نشان دادند که ویژگی های معاملات سهام، عوامل اصلی نقدشوندگی هستند. این یافته که برخی شاخص ها به

¹ Brogard

² Goldstein & Yang

گونه‌ای متفاوت با ویژگی‌های معاملات سهام برخورد می‌کنند، نشان می‌دهد که نقدشوندگی یک مفهوم پیچیده چندبعدی است که هر شاخص فقط می‌تواند جنبه‌ای از نقدشوندگی را منعکس کند.

یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به «بررسی نقش خصوصی‌سازی بر نقدشوندگی سهام بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. آن‌ها با بررسی ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ نشان دادند که رابطه معناداری میان خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی و نقدشوندگی بازار سهام با استفاده از دو معیار گردش معاملات بازار و عدم نقدشوندگی آمیهود وجود ندارد، ولی اخبار بین‌المللی تأثیر مستقیمی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

علوی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به «بررسی شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام» پرداختند. آن‌ها با بررسی ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ نشان دادند که بین شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج دیگر بیانگر این است که بین معیار شفافیت و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

خارجی

چونگ و چوونگانانت^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه عدم قطعیت، ساختار بازار و نقدشوندگی سهام» به بررسی رابطه عدم قطعیت، ساختار بازار با نقدشوندگی سهام پرداختند. آن‌ها با بررسی ۲۱۲۳ شرکت عضو بورس نیویورک و شیکاگو در بازه زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ دریافتند که ساختار بازار تأثیر مثبتی بر نقدشوندگی دارد که منجر به حرکت‌های مشترک در نقدشوندگی دارایی‌های فردی می‌شود.

دیاباته و ماهکود^۲ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام» پرداختند. یافته‌های تجربی آن‌ها از طریق بررسی ۵۱۰ شرکت عضو بورس هند در بازه زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۶، نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی به طور متوسط بر نقدشوندگی بازار سهام در شرایط عادی بازار تأثیر می‌گذارد. با این حال، نقش عدم قطعیت سیاست اقتصادی در تعیین نقدشوندگی بازار سهام در مواقع بحران مالی قابل توجه است.

برگر^۳ و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی «تأثیر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پولی بر بازارهای سهام» پرداختند. یافته‌های آن‌ها از طریق بررسی ۶۷ بانک در بازه زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۶، نشان می‌دهند که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی باعث کاهش ایجاد نقدینگی بانکی در سمت دارایی و خارج از ترازنامه می‌شود، اما ایجاد نقدینگی در سمت بدهی را با مقدار کمتری افزایش می‌دهد و منجر به کاهش کل نقدینگی می‌شود. بنابراین، عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی احتمالاً به اقتصاد آسیب می‌زند زیرا توانایی بانک‌ها را برای انجام وظایف کلیدی خود در واسطه‌گری و جوه نقد برای اهداف تولیدی مختل می‌کند.

وانگ و همکاران^۴ (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی «عدم قطعیت سیاست اقتصادی، تفاوت سوپ اعتباری و نقدشوندگی» پرداختند. یافته‌های آن‌ها از طریق بررسی ۴۴۸ شرکت عضو بورس کره جنوبی در بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۶، نشان

¹ Chung & Chuwongnant

² Debata & Mahkud

³ Berger

⁴ Wang et al.

می‌دهند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی با تفاوت‌های سواپ پیش‌فرض اعتباری و با تعداد ارائه‌دهندگان نقدینگی در بازار سواپ پیش‌فرض اعتباری ارتباط منفی دارد. افزایش ۱۰٪ در عدم قطعیت سیاست اقتصادی منجر به افزایش ۸٫۴٪ در تفاوت سواپ پیش‌فرض اعتباری و کاهش ۴٫۰٪ در تعداد ارائه‌دهندگان نقدینگی می‌شود.

نوع و روش پژوهش

با توجه به اینکه هدف از انجام این تحقیق بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نقدشوندگی سهام با تمرکز بر نقش کیفیت افشای اطلاعات است. می‌توان گفت این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است. پژوهش حاضر، با توجه به نوع جمع‌آوری داده‌ها، توصیفی است. زیرا برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، داده‌های مورد نیاز از منابع موجود، یعنی صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش‌های بورس تهران (تصمیمات مجمع عادی و صورت‌های مالی حسابرسی و منتشر شده از طریق سازمان بورس) و گزارش سالانه هیأت مدیره شرکت‌ها گردآوری شده است. داده‌های پژوهش، از طریق تحلیل داده‌های ترکیبی و روش رگرسیون چندمتغیره تجزیه و تحلیل می‌شود. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه پژوهش بر اساس شرایط پژوهش، شامل شرکت‌های نمونه در دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ می‌باشد.

محدودیت جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. در این پژوهش نمونه‌گیری انجام نمی‌شود و نمونه از طریق محدود کردن جامعه آماری با توجه به شرایط زیر صورت می‌گیرد:

۱. اطلاعات مورد نیاز مربوط به متغیرها در دسترس باشد.
 ۲. برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری، سال مالی منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال در نظر گرفته می‌شود.
 ۳. جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها و مؤسسات مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد.
 ۴. در طی قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشد.
 ۵. نام شرکت در تاریخ ۱۳۹۴/۱۲/۲۹ در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران درج شده باشد. دوره زمانی این پژوهش یک دوره شش ساله، از سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ می‌باشد.
- با توجه به محدودیتهای فوق تعداد نمونه‌های شرکت برابر با ۱۰۰ شرکت می‌باشد.

مدل اصلی پژوهش

مدل فرضیه اول

$$LLIQ_{it} = \alpha + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 SALE\ GROWTH_{it} + \beta_4 CVCFO_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل فرضیه دوم

$$LLIQ_{it} = \alpha + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 Disclosure_{it} + \beta_3 EPU_{it} * Disclosure_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SALE\ GROETH_{it} + \beta_6 CVCFO_{it} + \beta_7 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرهای پژوهش

الف: متغیر وابسته

نقدشوندگی سهام (ILLIQ):

نقدشوندگی به سهولت خرید و فروش سهم در کمترین زمان، بدون تغییر قابل ملاحظه در قیمت آن اشاره دارد (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲). از معیارهای متعددی جهت اندازه گیری نقدشوندگی سهام استفاده می شود. در این پژوهش طبق پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۲۲) از معیار عدم نقدشوندگی آمیهود^۱ (۲۰۰۲) استفاده می شود. که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می شود:

$$illiq_t^i = \frac{1}{days_t^i} \sum_{d=1}^{days_t^i} \frac{|R_{td}^i|}{v_{td}^i}$$

|R_{td}ⁱ|: قدر مطلق بازده سهام
v_{td}ⁱ: حجم معامله سهام
days_tⁱ: تعداد روزهای معامله سهام

ب: متغیر مستقل

عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU): که از انحراف استاندارد میانگین بازده قیمت سهام شرکت در طی سال مالی که بعد از محاسبه بازده قیمت سهام شرکت، با استفاده از فرمول؛ انحراف استاندارد میانگین بازده قیمت سهام شرکت محاسبه می شود:

$$EPU_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n |r - \bar{r}|}{n}$$

پ: متغیر تعدیلگر

کیفیت افشای اطلاعات (Disclosure): در پژوهش حاضر بر طبق پژوهش های رحمانی و حاجی مرادخانی (۱۳۹۶) و احمد پور و همکاران (۱۳۹۳)، امتیازهای سالیانه افشای شرکتی که به وسیله سازمان بورس و اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۹-۱۳۹۶ محاسبه شده و از طریق اطلاعیه رتبهبندی شرکت ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب منتشر می شود به عنوان کیفیت افشا در نظر گرفته شده است. امتیازهای کیفیت افشای شرکت های پذیرفته شده برای دوره های ۳، ۶، ۹، ۱۲ ماهه محاسبه و توسط سازمان بورس و اوراق بهادار از سال ۱۳۸۲ به بعد منتشر شده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره ی میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می نماید. امتیازهای مذکور، بر اساس میانگین وزنی معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده محاسبه می گردد. اطلاعات ارزیابی شده، بر اساس مقررات افشای اطلاعات در بورس، از جمله صورت های مالی سالیانه، صورت های مالی میان دوره ای ۳، ۶ (حسابرسی شده) و ۹ ماهه و پیش بینی درآمد هر سهم در مقاطع زمانی ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه است. تاخیر در ارسال اطلاعات به بورس در مقایسه با مهلت های زمانی مقرر و تفاوت در سودهای محقق شده نسبت به پیش بینی ها برای محاسبه به موقع بودن و قابلیت اتکا افشا استفاده می شود. محاسبه رتبه ی کل برای افشای شرکتی نیازمند وزن دادن به ویژگی های به موقع بودن و قابلیت اتکا اطلاعات است. ضمناً در صورت عدم ارائه به موقع صورت های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روی تاخیر در نظر گرفته شده است (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶).

ب: متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

¹ Amihud

رشد فروش (SALE GROWTH): برابر است با نسبت فروش سال جاری منهای فروش سال قبل به فروش سال قبل (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

انحراف جریان نقد عملیاتی (CVCFO): برابر است با انحراف جریان نقد عملیاتی (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲).
نسبت ارزش بازار (MTB): نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
نقدشوندگی سهام	۳/۶۵۸	۳/۹۰۶	۵/۵۴۹	۰/۲۲۵	۱/۰۶۸
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰/۲۳۵	۰/۰۸۵	۲/۲۲۹	-۰/۵۵۰	۰/۹۱۹
کیفیت افشا	۷۱/۱۷۰	۷۲/۰۰۰	۹۸/۰۰۰	۴۵/۰۰۰	۵/۵۶۴
اندازه شرکت	۱۴/۶۱۱	۱۴/۶۳۹	۲۰/۱۸۳	۱۱/۱۱۶	۱/۴۷۸
رشد فروش	۰/۲۳۷	۰/۲۰۳	۲/۱۵۶	-۰/۹۹۷	۰/۳۵۱
انحراف جریان نقد عملیاتی	۰/۱۱۰	۰/۰۸۵	۰/۸۵۷	۰/۰۱۱	۰/۰۹۷
نسبت ارزش بازار	۲/۸۲۶	۱/۴۶۷	۳۶/۳۸۲	۰/۲۱۱	۴/۱۴۵

نتایج حاکی از این است که نقدشوندگی سهام در شرکت های مورد مطالعه به طور متوسط ۳/۶۵۸ می باشد که این نسبت در بیشترین حالت ۵/۵۴۹ و در کمترین حالت ۰/۲۲۵ می باشد. همچنین به طور متوسط عدم قطعیت سیاست اقتصادی شرکت های مورد بررسی ۰/۲۳۵ می باشد که این نسبت در بیشترین حالت ۲/۲۲۹ و کمترین حالت -۰/۵۵۰ می باشد.

آزمون ناهمسانی واریانس

یکی دیگر از فروض کلاسیک آزمون ناهمسانی واریانس می باشد. در این پژوهش از آزمون والد تعدیل شده برای تشخیص ناهمسانی واریانس استفاده شده است. باتوجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین مسأله ی استنباط آماری، لازم است قبل از پرداختن به هرگونه تخمین، درمورد وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس تحقیق شود.

جدول نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس

آزمون والد تعدیل شده	مقدار آماره	سطح معناداری
مدل پژوهش	۷۵۱۱/۱۵	۰/۰۰۰

نتایج حاصل از جدول بیانگر این موضوع است که احتمال آماره در مدل پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است که نشان می دهد بین متغیرهای پژوهش ناهمسانی وجود دارد.

آزمون خودهمبستگی سریالی

یکی از فروض کلاسیک رگرسیون، نبود ارتباط میان پسماندها (باقیمانده‌ها یا خطاها) در دوره‌های مختلف زمانی است، نقض این فرض مشکلی به نام خودهمبستگی ایجاد می‌کند. به عبارت دیگر، مدل کلاسیک فرض می‌کند که جزء اخلاخل مربوط به یک مشاهده، تحت تأثیر جزء اخلاخل مربوط به مشاهده دیگر قرار نمی‌گیرد. در این تحقیق برای خود همبستگی سریالی در جملات خطا از آزمون وولدریج در نرم افزار استاتا استفاده شد.

جدول نتایج حاصل از آزمون وولدریج

مقدار آماره	سطح اهمیت
۴۸۳/۲۱۲	۰/۰۰۰

سطح اهمیت آزمون فوق بیانگر وجود خود همبستگی سریالی در اجزای اخلاخل می‌باشد که باید برای رفع این مشکل دستور xtglm در نرم افزار استاتا اجرا شود.

آزمون مانایی (ایستایی) متغیرها

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر این صورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده نمود. مانایی یا نامانایی یک سری زمانی می‌تواند تأثیر جدی بر رفتار و خواص آن داشته باشد.

در این پژوهش به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو استفاده شده است. بر اساس این آزمون، چنانچه معناداری آماره آزمون کم‌تر از ۵ درصد باشد، متغیرها در طی دوره پژوهش پایا هستند؛ به عبارت دیگر، میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است؛ در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌گردد. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون لوین، لین و چو، در جدول ارائه شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌گردد در مورد همه متغیرهای پژوهش، سطح معناداری آماره لوین، لین و چو کوچک‌تر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد متغیرها مانا هستند.

جدول نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره	سطح معناداری
نقدشوندگی سهام	-۲۴/۳۲۱	۰/۰۰۰
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	-۳۵/۶۰۲	۰/۰۰۰
کیفیت افشا	-۲۳/۱۳۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۳۷/۴۱۹	۰/۰۰۰
رشد فروش	-۲۰/۴۱۰	۰/۰۰۰
انحراف جریان وجه نقد	-۲۸/۵۶۳	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار	-۲۶/۱۷۸	۰/۰۰۰

انتخاب الگو برای مدل

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون تحلیلی - ترکیبی استفاده شده است. در بررسی داده‌های مقطعی و سری زمانی، اگر ضرایب اثرات مقطعی و اثرات زمانی معنادار نشود، می‌توان داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به‌وسیله یک رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زد. در بیشتر داده‌های ترکیبی اغلب ضرایب مقاطع یا سری‌های زمانی معنادار هستند، این مدل به مدل رگرسیون ترکیب شده معروف است. با توجه به ساختار ترکیبی داده‌ها، برای بررسی ترکیب‌پذیری از آزمون چاو و برای بررسی وجود اثر ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است. اگر سطح معناداری آزمون چاو زیر ۰/۰۵ است بنابراین برای برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده می‌شود و اگر سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ باشد برای برآورد مدل از داده‌های پول استفاده می‌گردد.

همچنین اگر سطح معناداری مربوط به آزمون هاسمن زیر ۰/۰۵ باشد برای برآورد مدل باید از آزمون اثرات ثابت استفاده می‌شود و اگر سطح معناداری بالاتر از ۰/۰۵ باشد برای برآورد مدل از آزمون اثرات تصادفی استفاده می‌گردد. با توجه به ترکیبی بودن (پنل) داده‌های پژوهش حاضر، برای انتخاب الگوی برازش مدل‌های پژوهش از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن در جدول، ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F (آزمون چاو) برای تمامی مدل‌ها کمتر از سطح ۵ درصد می‌باشد و لذا، برای برازش این رابطه‌ها استفاده از الگوی داده‌های پانل مناسب می‌باشد. همچنین، مقدار احتمال آماره هاسمن برای همه مدل‌ها کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ لذا، برای برازش این مدل‌ها باید از الگوی داده‌های پانل با اثرات ثابت استفاده کرد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل	آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه	روش تایید شده
مدل ۱	آزمون چاو	۱/۳۲۹	۰/۰۲۴	رد H صفر	روش داده‌های پانل
	آزمون هاسمن	۴/۰۷۵	۰/۰۰۱	رد H صفر	روش اثرات ثابت

با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن، مدل‌های پژوهش با استفاده از روش اثرات ثابت باید برآورد شود. اما در اینجا باید مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی در برآورد مدل به روش اثرات ثابت نیز حل شود. برای این منظور باید مدل اثرات ثابت را با لحاظ نمودن ماتریس واریانس - کوواریانس تصحیح شده به روش وایت برآورد کرد. در این رویکرد مقدار ضرایب مدل تغییر نمی‌کند و صرفاً انحراف استاندارد و آماره تی استیودنت متغیرها از بابت ناهمسانی واریانس، تصحیح می‌شود. بنابراین از روش وایت تصحیح شده با اعمال گزینه (vce(robust) در نرم افزار استاتا استفاده شد.

جدول نتایج برآورد الگوی اثرات ثابت مدل اول پژوهش به روش وایت تصحیح شده

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	VIF
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰/۰۲۱	۲/۶۳۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۳
اندازه شرکت	۰/۳۲۰	۵/۵۶۰	۰/۰۰۰	۱/۰۲۱
رشد فروش	۰/۰۴۳	۰/۴۰۰	۰/۶۸۸	۱/۰۰۳
انحراف جریان نقد عملیاتی	۰/۳۳۴	۰/۴۸۰	۰/۶۳۲	۱/۰۰۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۱۵۲	۹/۱۵۰	۰/۰۰۰	۱/۰۱۶
مقدار ثابت	-۵/۰۱۱	۵/۶۷۰	۰/۰۰۰	-
ضریب تعیین	۰/۴۷۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶۳	
آماره F	۲۳/۹۲۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

با توجه به نتایج جدول، سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵ درصد است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل و کنترلی مدل تبیین می‌شود. علاوه بر این، در این پژوهش عامل تورم واریانس (VIF) در ارتباط با مشکل هم‌خطی بررسی شده است. در صورتی که VIF بیش از ۱۰ باشد، مشکل هم‌خطی بین متغیرها وجود دارد. نتایج هم‌خطی در جدول ۴-۷ بیانگر نبود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی پژوهش می‌باشد.

از اطلاعات جدول، مشاهده می‌شود که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت وجود دارد که این رابطه از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد.

فرضیه دوم پژوهش نیز به روش اثرات ثابت با اعمال دستور وایت تصحیح شده برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس، برآورد گردید.

نتایج برآورد الگوی اثرات ثابت مدل دوم پژوهش به روش وایت تصحیح شده

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	VIF
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰/۰۰۵	۲/۹۴۰	۰/۰۰۴	۱/۰۰۶
کیفیت افشا	-۰/۰۰۲	-۴/۲۶۰	۰/۰۰۰	۱/۰۳۶
اثر متقابل افشا و عدم قطعیت	۰/۰۱۳	۵۴/۲۸۰	۰/۰۰۰	۱/۸۵۱
اندازه شرکت	۰/۰۴۵	۲/۹۷۰	۰/۰۰۴	۱/۱۰۹
رشد فروش	-۰/۰۲۶	-۰/۸۵۰	۰/۳۹۸	۱/۰۰۷
انحراف جریان نقد عملیاتی	۰/۰۷۵	۰/۸۵۰	۰/۳۹۷	۱/۰۲۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۲	-۰/۴۹۰	۰/۶۲۳	۱/۸۴۹

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	VIF
مقدار ثابت	-۰/۴۵۹	-۱/۸۸۰	۰/۰۶۳	-
ضریب تعیین	۰/۳۸۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۰۹	
آماره F	۶۶۱/۴۴	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	

از اطلاعات جدول، مشاهده می شود که بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت وجود دارد که این رابطه از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. همچنین اثر متقابل کیفیت افشا و عدم قطعیت نیز رابطه مثبت و معناداری با متغیر وابسته (نقدشوندگی سهام) دارد. بدین معنی که کیفیت افشا رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقد شوندگی سهام را قوی تر می کند. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می گیرد.

لازم به ذکر است در این پژوهش برای رفع همزمان مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی، از دستور (xtgls) در نرم افزار استاتا استفاده شد. در این روش مدل رگرسیون با فرض وجود ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی در جمله خطا با رویکرد حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد می شود. نتایج این آزمون نیز هر دو فرضیه تحقیق را مورد تایید قرار داد.

پیشنهادهای پژوهش

به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در شرکت هایی سرمایه گذاری کنند که در این شرکت ها عدم تقارن اطلاعاتی کمتر می باشد زیرا شرکت هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری دارند در نتیجه نقدشوندگی سهام آن ها کمتر است. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در شرکت هایی سرمایه گذاری کنند که این شرکت ها کیفیت افشای اطلاعات بیشتری دارند زیرا شرکت هایی که کیفیت افشای اطلاعات بیشتری دارند در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی کمتری دارند که در این شرکت ها نقدشوندگی سهام بیشتر است.

پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی

با توجه به یافته های پژوهش، موضوعات زیر به پژوهش گران آتی پیشنهاد می گردد:

- ۱- با توجه به حذف شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها و بیمه ها، پیشنهاد می شود پژوهشی در رابطه با بررسی ارتباط بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام در این نوع شرکت ها انجام پذیرد.
- ۲- با توجه به تفکیک شرکت ها براساس صنعت، موضوع پژوهش مورد بررسی و تحلیل قرار گیرد و با نتایج این پژوهش مقایسه گردد.

- ۳- پیشنهاد می شود این پژوهش در آینده با دوره زمانی طولانی تر به منظور بهبود اعتبار یافته های پژوهش انجام گیرد.
- ۴- با توجه به سایر معیارهای تأمین مالی، می توان از این معیارها در راستای بهبود نتایج و یافته های این پژوهش استفاده نمود.

منابع

۱. احمدپور، احمد و باغبان، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه ی بین نقد شوندگی دارائی ها و نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های تجربی حسابداری، ۴(۴)، ۶۱-۷۷.

۲. ایزدی نیا، ناصر و رامشه، منیژه. (۱۳۹۰). نقش ویژگی های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)*، ۱۳ (پیاپی ۶۰/۳)، ۱-۲۷.
۳. رحمانی، علی و حاجی مرادخانی، حدیثه. (۱۳۹۶). قدرت بازار محصول و نقد شوندگی بازار سهام. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۵ (۲)، ۲۱-۳۶.
۴. علوی، مصطفی؛ نعمتی کشتلی، رضا و حقیقت، حمید. (۱۳۹۳). شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۴ (۲)، ۸۵-۹۸.
۵. مرادزاده فرد، مهدی و ابوحوزه، مینا. (۱۳۸۹). اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۸ (۳۲)، ۷۳-۱۰۲.
۶. یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب الدین و حسینی دل دوست، معصومه. (۱۳۹۲). بررسی نقش خصوصی سازی بر نقد شوندگی سهام بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه اقتصاد کلان*، ۸ (۱۵)، ۱۵۷-۱۸۲.

- 1) Amihud, Y. (۲۰۰۲). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, *J. Financ. Mark.* ۵, ۳۱-۵۶.
- 2) Berger, A. N., Guedhami, O., Kim, H. H., & Li, X. (۲۰۱۸). Economic policy uncertainty and bank liquidity creation. Available at SSRN.
- 3) Brogaard, J., & Detzel, A. (۲۰۱۵). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science*, ۶۱(۱), ۳-۱۸.
- 4) Chung, K. H., & Chuwonganant, C. (۲۰۱۴). Uncertainty, market structure, and liquidity. *Journal of Financial Economics*, ۱۱۳(۳), ۴۷۶-۴۹۹.
- 5) Debata, B., & Mahakud, J. (۲۰۱۸). Economic policy uncertainty and stock market liquidity: Does financial crisis make any difference?. *Journal of Financial Economic Policy*.
- 6) Goldstein, I., & Yang, L. (۲۰۱۷). Information disclosure in financial markets. *Annual Review of Financial Economics*, ۹, ۱۰۱-۱۲۵.
- 7) Kim, K., Pandit, S., & Wasley, C. E. (۲۰۱۶). Macroeconomic uncertainty and management earnings forecasts. *Accounting Horizons*, ۳۰(۱), ۱۵۷-۱۷۲.
- 8) Luo, Y., & Zhang, C. (۲۰۲۰). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, ۵۱, ۱۰۱۱۱۲.
- 9) Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (۲۰۱۹). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, ۶۷(۱), ۳۶-۵۷.
- 10) Wang, F., Mbanyele, W., & Muchenje, L. (۲۰۲۲). Economic policy uncertainty and stock liquidity: The mitigating effect of information disclosure. *Research in International Business and Finance*, ۵۹, ۱۰۱۵۵۳.
- 11) Wang, X., Xu, W., & Zhong, Z. (۲۰۱۹). Economic policy uncertainty, CDS spreads, and CDS liquidity provision. *Journal of Futures Markets*, ۳۹(۴), ۴۶۱-۴۸۰.
- 12) Yu, S., Zhang, J., & Qiu, M. (۲۰۲۰). Political uncertainty and analysts' forecasts: Evidence from China. *Finance Research Letters*, ۳۶, ۱۰۱۳۴۰.