فصلنامه نظریه‌های نوین حسابداری
سال سوم، شماره ۴، پیاپی (۱۰)، زمستان۱۳۹۲
صص ۳۸-۲۳

نقش کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم نقدشوندگی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد محمودی [۱]
اصغر اسدی [۲]
ولی آبار [۳]

چکیده

مقوله‌ی نقدینگی و حسابداری به طور طبیعی به هم مربوط هستند زیرا اطلاعات حسابداری می‌تواند بر محیط اطلاعاتی سهام تاثیر بگذارد ارائه‌ی اطلاعات حسابداری می‌تواند عدم تقارن اطلاعات را در بازار کاهش دهد، این اطلاعات می‌تواند نقدینگی سهام را بهبود بخشد.در این پژوهش علاوه بر تاثیر عدم نقدشوندگی به تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده سهام نیز توجه می‌شود. افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری شرکتهای تجاری می‌تواند ریسک نقدینگی سیستماتیک را کاهش دهد ، متغیرهای حسابداری می‌توانند بر ارزیابی موسسه تجاری و هزینه‌ی سرمایه از طریق تاثیر آنها بر جنبه‌های مختلف نقدینگی اثر بگذارند. این پژوهش در زمره‌ی نخستین پژوهش‌هایی است که به بررسی تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری وعدم نقد شوندگی بر بازده سهام شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. دراین تحقیق تعداد ۱۳۵ شرکت طی دوره‌ی سه ساله (۱۳۸۷- ۱۳۸۹) به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار اکسل، محاسبه شده و با نرم‌افزاراس پی اس اس ۱۸و ایویوز٦ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. و فرضیه‌های مربوطه با استفاده از مدلهای رگرسیونی تلفیقی بدون اثرات ثابت (ادغام شده)آزمون شده است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که بین بی‌کیفیتی اطلاعات حسابداری و بازده، رابطه‌ای معنادار و منفی وجود دارد ولی تاثیر عدم نقدشوندگی بربازده مثبت و معنادار است و همچنین تاثیرهمزمان این دو عامل‌یعنی عدم نقدشوندگی و کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده سهام معنادار ومثبت است.

واژه گان کلیدی: عدم نقدشوندگی، کیفیت اطلاعات حسابداری، بازده سهام.

---

۱. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی گروه حسابداری واحد فیروزکوه، فیروزکوه ،ایران **(نویسنده مسئول)**
Email : Mahmoodi_1978@yahoo.com
۲. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی گروه حسابداری واحد فیروزکوه، فیروزکوه،ایران
۳. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه، فیروزکوه ،ایران

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۸/۲٦ **تاریخ پذیرش نهایی: ۹۲/۰۲/۱۱**

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

۱. مقدمه

امروزه سرمایه گذاری در بورس بخش مهمی‌از اقتصاد کشورهارا تشکیل می‌دهد و بی تردید بیشترین مقدار سرمایه از طریق بورس در تمام جهان مبادله می‌شود و اقتصاد ملی به شدت متاثر از عملکرد بورس است. به علاوه بورس هم برای سرمایه گذاری‌های کلان و هم برای عموم مردم به عنوان‌یک ابزار سرمایه گذاری در دسترس به شمار می‌آید. بدیهی است که در چنین بازاری افرادی خواهند توانست بازده مطلوبی از سرمایه گذاری خود کسب کنند که توانایی درک صحیح از آینده بازار را داشته باشند. ولازمه درک این مفهوم گسترش وجود اطلاعات صحیح می‌باشد. در این بررسی اطلاعات موجود در بازار سرمایه که نقش اساسی در معاملات مالی هرکشوری دارد بالطبع کمک شایانی به بالندگی علوم مالی خواهد کردچرا که باعث می‌شود تا کسانی که به نحوی علاقه مند به مشارکت در این بازار هستند با آگاهی بیشتری وارد این فعالیت شوند و در نهایت تصمیمات صحیح تری را اتخاذ نمایند. ریسک و نرخ بازده دو فاکتور مهم و تاثیر گذار در مباحث مالی است زیرا هرکسی به دنبال بازدهی از فعالیت خود می‌باشد و از ریسک به طور طبیعی گریزان است. واگرهم در مواقعی ریسک را می‌پذیرد به جهت دستیابی به بازده مورد انتظار با نرخ بالاتر ازفعالیت خود است.

در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه گذاری وجود دارند .سرمایه گذاران، با عنایت به بازده و ریسک دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری می‌کنند. نرخ تنزیل یا نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشانگر بازده از دست رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است یکی از عوامل موثر بر ریسک دارایی‌ها قابلیت نقدشوندگی آنهاست . نقش عامل نقدشوندگی در ارزشگذاری دارایی‌ها حائز اهمیت است .زیرا سرمایه گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی‌های خود را به فروش رسانند، آیا بازار مناسبی برای آنها وجود دارد یا خیر؟ این موضوع تبلورریسک عدم نقد شوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه گذار از سرمایه‌گذاری شود .هرقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد،آن سهم برای سرمایه گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده‌ی آن گردد .شواهد تجربی نشان می‌دهد که عامل عدم نقدشوندگی درتصمیم گیری‌ها می‌تواند نقش مهمی را ایفا نماید .به عبارت دیگر برخی سرمایه گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند که در

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

چنین مواردی قدرت نقد شوندگی می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد(شیخ، محمد جواد و صفرپور، ۱۳۸٦،ص۹۹).

نقد شوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد می‌باشد .اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار با استقبال معامله روبرو می‌شوند می‌توانند حاکی از سرعت نقد شوندگی آنها باشد (ابزری ،مهدی ، صمدی و صفری ۱۳۸٦،ص۲۲) .

در حقیقت فقدان نقدشوندگی ممکن است تاثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد(عمری، زیانی و لوکیل[1]،۲۰۰٤). نسبت عدم نقدشوندگی نشان دهنده میزان حساسیت قیمت سهم در مقابل تغییرات هر واحد در حجم معامله آن روز است .عدم نقدشوندگی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام در واکنش به حجم معاملات کم تغییرات زیادی داشته باشد(مارسلو و میرالس[2]،۲۰۰٦،ص۲٥٤). موضوع نقدشوندگی به عنوان یک عامل تعیین کننده بازده سهام در اواسط دهه سال۱۹۸۰مطرح گردید (چان وفاف[3] ،۲۰۰۳،ص۱۱). نقد شوندگی تاثیر جریان سفارش را برقیمت منعکس می‌سازد.این تاثیر می‌تواند به صورت تخفیف که یک فروشنده می‌دهد یا پاداشی که یک خریدار هنگام اجرای سفارش بازار دریافت می‌کند، مشاهده گردد(گلستون ومیلگرام[4]، ۱۹۸۵،ص۷۱). به طور کلی این پرسش که آیا نقدشوندگی می‌تواند بازده دارایی را تحت تاثیر قرار دهد یا خیر تا کنون به طور کامل وبا اطمینان پاسخ داده نشده است .تحقیق نشان می‌دهد که عامل نقد شوندگی بر بازده دارایی موثر است و سرمایه گذاران همواره آن را مورد توجه قرار می‌دهند (عمری،زیانی و لوکیل ۲۰۰٤). در این پژوهش علاوه بر تاثیر ریسک نقدینگی به تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده سهام نیز توجه می‌شود.افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری شرکتهای تجاری می‌تواندریسک نقدینگی سیستماتیک را کاهش دهد.کیفیت اطلاعات حسابداری‌یعنی افشای بموقع اطلاعات شفاف و قابل اعتماد که بیانگر عملکرد واقعی شرکت باشد.در واقع، روشهای افشا سازی‌یک شرکت را می‌توان به عنوان مکانیسمی‌در حمایت ازحقوق سرمایه گذاران خارجی در نظر گرفت واین امر سبب می‌شود تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتر به وجود آید و هزینه‌ی نمایندگی کم شود. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نا مطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملات ،ضعف بازار ،نقدینگی پایین و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازار سرمایه خواهد شد؛این پیامدهای نامطلوب را می‌توان با افشا و شفافیت اطلاعات مالی به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعات تعدیل نمود.ویمن[5] (۲۰۰٥) معتقد است نقد شوندگی،توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهاداربا هزینه‌ی پایین می‌باشد.به این معنی که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

خرید، تغییرچندانی نداشته باشد. تحقیقات گذشته با استفاده از شاخص‌ها و معیارهای مختلف به بررسی رابطه‌ی بین عنصر شفافیت و نقد شوندگی بازار پرداختند. نتایج نشان می‌دهد،شرکتهایی با سازو کارهای افشای بهتر و شکاف قیمتی کمتر،از کیفیت بالاتر سهام برخوردارند.هلسن و واتز[۶] (۲۰۰۰) اظهار کرده اندکه به منظور بررسی تأثیر اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام شرکت‌ها، باید ابتدا تشخیص داد که آیا بازار به نحو مناسبی اطلاعات یاد شده را پردازش و تجزیه و تحلیل می‌کند یا خیر؟ لی و برنارد[۷] (۱۹۹۹-۱۹۹۵) نیز به نتایج مشابهی در این زمینه دست یافتند. عدم تقارن اطلاعات،ناشی از روابط نمایندگی، تقاضا برای افشا اطلاعات را ضروری می‌سازد طبق تئوری اقتصادی عدم تقارن؛ افشای اطلاعات، از عدم تقارن کاسته و هزینه‌ی سرمایه را کاهش می‌دهد.چرا که افشا اطلاعات بیشتر به نقدشوندگی بیشتر،هزینه‌ی معاملات کمترو در نهایت به تقاضاییبیشتر سهام منتج می‌شود. همچنین براساس مطالعات لویز و ورچیا[۸] در سال ۲۰۰۰ ،افشای اطلاعات بیشتر،باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات گردیده و نقدشوندگی بالاتر را به دنبال خواهد داشت.

ازاین رو بررسی تاثیر فاکتورهایی مانند کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم نقدینگی بربازده سهام مفید بوده و می‌تواند نقش این دو عامل را بربازار سرمایه ایران نشان دهد.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

ریسک عدم نقدشوندگی که گاهی با عنوان ریسک نقدشوندگی از آن یاد می‌شودهمچنان جزی تحقیقات جدید در زمینه مدیریت مالی محسوب می‌شود. افراد بسیاری به مطالعه‌ی این بخش از ریسک دارایی‌های مالی بخصوص در بازار سهام پرداخته‌اند و نتایج متفاوتی را ارائه داده‌اند. تعدادی از آنها ارتباط بین بازده و عدم نقدشوندگی را مثبت و بسیار قوی مشاهده نمودند،در حالی که در برخی دیگر رابطه‌ی خاصی بین این دو نیافتند. تعدادی دیگر نیز وجود رابطه بین بازده و عدم نقدشوندگی را مختص به ماه ژانویه دانستند.رونین سادکا[۹] (۲۰۱۱) در تحقیق خود ریسک نقدینگی و اطلاعات حسابداری را مورد بررسی قرارداد او دراین مقاله راه‌های مختلفی که از طریق آن نقدینگی سهام می‌تواند به صورت بالقوه به اطلاعات حسابداری ارجاع داده شود مشخص می‌کند. وبیان کرد که اخیرا، ، لانگ و مافت[۱۰] (۲۰۱۱) نشان دادند که شفافیت، عدم اطمینان نقدینگی شرکتهارا کاهش می‌دهد، در حالی که ان جی[۱۱] (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات افزایش‌یافته، می‌تواند ریسک نقدینگی سیستماتیک

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

شرکت را کاهش دهد.به طور کلی سادکا در تحقیق خود به این نتیجه رسید که دو عامل کیفیت اطلاعات حسابداری وعدم نقدینگی رابطه‌ی مثبت و معناداری با بازده سهام دارند. فرانک نفلین و همکاران[۱۲] (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان افشای کیفیت و نقدینگی در بازار دریافت که شرکت‌هایی که دارای افشا گری‌هایی باکیفیت بالاتری می‌باشند دارای قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام[۱۳] بیشتر و هم چنین دارای انتخاب مخالف و متضاد نیز هستند.در مقابل هم چنین دریافت که شرکتهایی که دارای افشاهای با کیفیتی بالاتری می‌باشند دارای مظنه‌ی قیمتی کمتری می‌باشند که در ابتدا با توجه به نقدینگی بازار و افشای کیفیت منجر به هیچ گونه نتیجه گیری نامفهوم و نامبهمی‌نمی‌گردند.مارسلو و کوییروس[۱٤] (۲۰۰٦) عامل ریسک عدم نقدشوندگی در بازار سهام مورد بررسی قرار داد ه‌اند. او در این تحقیق که فاصله‌ی زمانی ۱۹۹٤- ۲۰۰۰ مورد بررسی قرارداده‌اند ، ازعوامل کنترلی اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و معیار عدم نقدشوندگی که توسط آمیهود[۱۵] (۲۰۰۲) پیشنهاد شده است، استفاده نموده‌اند. نتیجه این تحقیق نشان می- دهد که عامل عدم نقدشوندگی به عنوان یکی از اجزای کلیدی قیمت‌گذاری دارایی‌ها باید مورد توجه قرار گیرد. بروتولوتی[۱٦] (۲۰۰٦) نشان داد که انتشار سهام به عنوان منبع اصلی نقدشوندگی بازار سهام برای خصوصی سازی شرکت‌ها در ۱۹ کشور توسعه یافته محسوب می‌شود و با انجام خصوصی سازی نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد.

مارشال و یانگ[۱۷] (۲۰۰٦) به بررسی رابطه میان مازاد بازده سهام عادی در بازار استرالیا و عواملی نظیر ریسک بتا و اندازه‌ی شرکت و قیمت پیشنهادی خرید و فروش، نرخ گردش و نسبت عدم نقدشوندگی پرداخت و نتایج نشان داد که ازمیان معیارهای مختلف عدم نقدشوندگی،نسبت ارائه شده توسط آمیهود مازاد بازده سهام را بهتر توجیه می‌کند.

داموداران [۱۸] (۲۰۰۵) معتقد است این تفکر که برخی دارایی‌ها غیر نقدشونده و برخی دیگر نقدشونده هستند صحیح نمی باشد، بلکه نقدشوندگی به صورت یک پیوستار است که برخی دارایی‌ها نقدشوندگی بیشتری نسبت به برخی دیگر دارند. او همچنین اعلام نمود که دارایی‌های نقدشونده قیمت بیشتری نسبت به دارایی‌های غیر نقدشونده مشابه دارند و برخی سرمایه گذاران ارزش بیشتری برای دارایی‌ها ی نقدشونده قائل هستند.

عمری،زیانی و لوکیل [۱۹] (۲۰۰٤) به بررسی تأثیر نقدشوندگی بر بازده سهام در بازار سهام تونس پرداخت و با استفاده از داد ه‌های ماهانه در طول سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ اعلام نمود که

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

رابطه بین نقدشوندگی و بازده سهام منفی است. بیکر و استین [۲۰] (۲۰۰۳) پیشنهاد نمودند از آنجا که سهامی با نقدشوندگی بالا خریداران و فروشندگان بسیاری دارد و معاملات با کمترین اثر قیمتی انجام می‌شود،مدیران هنگامی تصمیم به انتشار سهام بگیرند که نقدشوندگی سهام بالا باشد تا ازاین طریق میزان اثرقیمتی منفی به هنگام انتشارسهام کاهش یابد.

آمیهود[۲۱] (۲۰۰۲) اعلام نمود که عدم نقدشوندگی مورد انتظار بازار دارای رابطه‌ی مثبت با مازاد بازده پیش بینی شده سهام است. او در تحقیق خود ادعا نموده است که بخشی ازمازاد بازده مورد انتظار را می‌توان به وسیله‌ی صرف عدم نقدشوندگی بیان نمود. او نسبت قدرمطلق بازده سهام به حجم معاملات بر حسب دلار را معیار عدم نقدشوندگی در تحقیق خودمورد استفاده قرار داد. او ادعا نموده است که عدم نقدشوندگی تاثیر بیشتری بر صرف سهام شرکت‌های کوچک دارد.

چوردیا [۲۲] (۲۰۰۰) معتقد است که یکی از فرضیه‌های منطقی این است که ریسک به تغییرات نقدشوندگی مربوط است و سطح نقدشوندگی بر بازده دارایی مؤثر است. در این تحقیق رابطه بین بازده مورد انتظار سهام و نوسانات فعالیت‌های معاملاتی به عنوان شاخصی برای نقدشوندگی مورد بررسی قرار گرفت. همچنین رابطه بین بازده سهام و نوسانات حجم معاملات و با عوامل کنترلی از قبیل اندازه ونسبت دفتری به بازار بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که یک رابطه‌ی منفی بین بازده سهام و نوسانات حجم معاملات وجود دارد. باتوجه به اهمیت نقش بخش خصوصی در بازار سرمایه وکاهش نقش مالکیتی دولت در سهام شرکت‌ها، سهام شناور می‌تواند به عنوان یک اهرم مالی باعث کاهش میزان نقدینگی راکد بازار و در نتیجه باعث افزایش نرخ بازده سهام شود.

برنان و سابرامانیام [۲۳] در سال (۱۹۹٦) عدم نقدشوندگی سهام را از طریق اثر قیمتی نسبت به حجم سفارش با استفاده از اطلاعات مستمر بین روز در مورد معاملات و پیشنهاد قیمتهای متناظر با آنها بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که معیارهای عدم نقدشوندگی به طور مثبت بر بازده سهام تأثیر دارد.

آمیهود و مندلسون[۲٤] (۱۹۹۱) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که شرکتها تمایل دارند سیاستهایی را در پیش بگیرند تا نقدشوندگی سهام آنها افزایش یابد،زیرا نقدشوندگی باعث افزایش بازده و ارزش شرکت می‌گردد .علاوه بر این آنهادر تحقیق خود مشاهده نمودند، مدیرانی که به دنبال افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار شرکتهای خود هستند، این کار را از طریق تبدیل به سهامی‌عام شدن

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

شرکت، افشای داوطلبانه اطلاعات و توزیع و عرضه سهام در میان سهامداران بیشتر(به عبارت بهتر افزایش تعداد سهامداران سهام شناور آزاد شرکت) انجام میدهند.

یحیی زاده فر و خرمدین (سال ۱۳۸۷) در پژوهشی تحت عنوان نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران به رابطه بین ریسک و بازده، تأثیر ریسک عدم نقدشوندگی وعوامل نقدشوندگی شامل مازاد بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتر ی به ارزش بازار ،بر مازاد بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای مستقل چهارگانه بر متغیر وابسته تحقیق تأثیر معنی دار داشته‌اند. بدین معنی که تأثیر عدم نقدشوندگی و اندازه شرکت بر مازاد بازده سهام منفی، اما تأثیرمازاد بازده بازار و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر مازاد بازده سهام مثبت بوده است.نتایج این تحقیق به ما اجازه می‌دهد تا از عامل عدم نقدشوندگی به عنوان یک عنصرکلیدی در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها استفاده شود.

سعیدی و دادار (۱۳۸۸) دربررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره‌های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران، در این تحقیق وجود ارتباط تا ٦ وقفه مورد بررسی قرار گرفت که معنی داری بین شاخص نقدشوندگی سهام در ماه جاری و شاخص نقدشوندگی سهام در وقفه‌های زمانی گذشته تأیید گردید و همچنین وجود رابطه مثبت بین شاخص نقدشوندگی پیش بینی شده سهام با شاخص نقدشوندگی محاسبه شده به روش آمیهود مورد تأیید قرارگرفت.

مریم سلیم پور(۱۳۸٤) در تحقیقی با عنوان بررسی اثر نقدشوندگی سهام بر مازاد بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس به این نتیجه رسید که بین عدم نقدشوندگی سهام به عنوان یک عامل ریسک و مازاد بازده سهامداران در بورس تهران رابطه معنی دار وجود ندارد.

مجید زارع(۱۳۸۱) در تحقیقی تحت عنوان عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که در بورس اوراق بهادار تهران و در میان شرکتهای فعال، قابلیت نقدشوندگی سهام در درجه‌ی اول تا حد زیادی با حجم معاملات سهام و در درجه دوم با ارزش شرکت که در واقع نشاندهنده عمق بازار سهام شرکت است، مرتبط می‌باشد.

فخاری و محمدی(۱۳۸۷) در تحقیقی تحت عنوان بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران به این نتیجه رسیدند که ارتباط معنی دارو معکوسی بین افشای اطلاعات وشاخص نقدینگی سهام وجوددارد.

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

۳. جامعه ونمونه‌ی آماری

در این تحقیق از روش غربال گری استفاده شده است.به طوری که کلیه‌ی شرکتهای عضو جامعه‌ی آماری که دارای شرایط و معیارهای زیر می‌باشند، جزء نمونه‌ی آماری قرارگرفته‌اند :

۱- اطلا عات لازم طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۸۹ در دسترس باشد.

۲- سال مالی شرکتها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.

۳- قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۸۹ نماد آنها از تابلو معاملات بورس حذف نشده باشد.

٤- حداقل ۱۰۰ روز کاری در۹ ماه از سال مبادله سهام داشته باشند.

۵-به استثنای بانکها شرکتهای بیمه ، شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گرهای مالی.

لذا آن دسته از شرکتهایی که واجد شرایط زیر نمی‌باشند از نمونه حذف شدند و بدین ترتیب تعداد۱۳۵ شرکت از تمام گروهها به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

٤. تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

تمامی متغیرهای حاضر درتحقیق ازنوع متغیرهای کمی می‌باشند. بنابراین برای تحلیل همبستگی آنها ازروش رگرسیون چند گانه استفاده شده است .برای آزمون فرضیه‌ها ازآزمون t استیودنت، برای بررسی توان خط رگرسیون و بیان مقادیر مشاهده شده متغیروابسته ازآماره F وتحلیل واریانس وهمچنین برای ارزیابی خطای مدل ازآماره‌ی دوربین واتسون استفاده شد، در این تحقیق، اطلاعات مربوط به ۱۳۵ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند تا ارتباط بین متغیرها برای آزمون فرضیه‌ی تحقیق بررسی شود.

تحلیل داده‌ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی چولگی شروع شده است. این شاخص‌ها به تفکیک و همچنین به صورت کلی انجام شده است. در ادامه، آزمون نرمال بودن متغیر وابسته را مورد بررسی قرار دادیم این آزمون با استفاده از آزمون کلموگروف – اسمیرنف[۲۵] انجام شده است. برای تجزیه و تحلیل مدل از تحلیل پانلی[۲۶] استفاده شده است. در این مدل وجود یا عدم وجود اثرات ثابت یا تصادفی بررسی شده و در نهایت مناسبترین مدل برآورد شده است.

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

۵. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌ی اصلی تحقیق : کیفیت اطلاعات حسابداری و مقیاس عدم نقدشوندگی بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه‌ی فرعی اول : کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

قرضیه‌ی فرعی دوم : مقیاس عدم نقدشوندگی بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

٦ . مدل تحقیق

مدل به کار گرفته شده در این تحقیق با الگو برداری از مدل رونین سادکا (۲۰۱۱) به صورت زیر می‌باشد :

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{it} + \beta_2 e_{AQit} + \beta_3 ILLIQ * e_{AQit} + \varepsilon_{i.t}$$

به طوری که:

R_{it}: بازده سهام i برای دوره‌ی زمانی t

$ILLIQ_{iy}$: مقیاس عدم نقدینگی آمیهود(۲۰۰۲) که طی اطلاعات روزانه به شرح زیر برآوردمی‌شود:

$$ILLIQ_{iy} = 1/Diy \sum_{t=1}^{diy} |Riyd| / VOLD_{ivyd}$$

که در آن :

R_{iyd} : بازده سهام i در روز d طی سال y ، $VOLD_{ivyd}$ حجم معاملات سهام i در روز d طی سال y و D_{iy} تعداد روزهای انجام معامله بر روی سهم i در سال y.

$e_{AQ_{it}}$:در این تحقیق متغیرکیفیت اطلاعات حسابداری براساس تفاوت سود هر سهم پیش‌بینی شده و واقعی به دست می‌آید.در این تحقیق مقیاس بی‌کیفیتی اطلاعات حسابداری ، اجماع تحلیلگران در جهت پیش‌بینی سود هر سهم در مقایسه با سودواقعی هرسهم مورد استفاده قرا رگرفته است ،یعنی میزان خطای پیش‌بینی سود هر سهم:

$$EPS_f = EPS_a + e_{AQ}$$

$$e_{AQ} = EPS_f - EPS_a$$

EPS_f : سود هر سهم پیش‌بینی شده

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

EPS_a : سود هر سهم واقعی

e_{AQ}: عبارت خطایا میزان بی‌کیفیتی اطلاعات حسابداری، اجماع تحلیلگران در جهت پیش‌بینی سود هر سهم است.

نگاره‌ی(۱): آمار توصیفی

متغیر	سال	تعداد	میانگین	میانه	انحراف	چولگی	درجه اوج دریک نمودار آماری	مینیمم	ماکسیمم
بازده	۸۷	۱۳۵	−۰/۰۱۰۷	−۰/۰۵۳۶	۰/٤۰۱۳	۱/۳۵۳	۳/۳٤۱	−۰/۷٦	۱/۷۸
	۸۸	۱۳۵	۰/٥٦٦۸	۰/۳۸۸٤	۰/۷۳٦۲	۱/۳۸۷	۱/٥۳۱	−۰/٥۲	۳/۰۰
	۸۹	۱۳۵	۰/٤٦٥۱	۰/۳٤۸۸	۰/٥۹۰۷	۱/٤۸۰	۳/۰۱۷	−۰/٤۷	۲/۷۱
لگاریتم بازده	۸۷	۱۳۵	−۰/۰۸۸۱	−۰/۰٥٥۱	۰/٤۰۰۹	−۰/۳۲۷	۱/۱۱٤	−۱/٤۳	۱/۰۲
	۸۸	۱۳۵	۰/۳٦۳٦	۰/۳۳٤۳	۰/٤۲۹٥	۰/۳۰۳	−۰/۰۲۲	−۰/۷٤	۱/۳۹
	۸۹	۱۳۵	۰/۳۱۰۸	۰/۲۹۹۲	۰/۳۷٤۳	۰/۱٥٥	۰/٤۳۹	−۰/٦۳	۱/۳۱
عدم‌نقد شوندگی (ILLIQ)	۸۷	۱۳۵	۰/۰۱۳٦	۰/۰۱۲۷	۰/۰۰۸۱	۱/۲۹۰	۳/۰٦٤	۰/۰۰۰	۰/۰٥
	۸۸	۱۳۵	۰/۰۱٤۹	۰/۰۱۳۲	۰/۰۰۸۰	۱/۰٦۳	۱/۱۷٦	۰/۰۰۰	۰/۰٤
	۸۹	۱۳۵	۰/۰۱۳۷	۰/۰۱۲۷	۰/۰۰٥۷	۰/٤۲٦	−/٤۳٦	۰/۰۰۰	۰/۰۳
کیفیت اطلاعات حسابداری	۸۷	۱۳۵	−۰/۰٤۹۸	−۰/۰۰۳٥	۰/٦۸۱۲	−۰/۷٥٥	٦/۱۷۱	−۲/۸۲	۲/٥۰
	۸۸	۱۳۵	−۰/۰٤۷۸	−۰/۰٥۷٥	۰/٦۰۷۳	۱/۸٦۸	۸/۱۱۸	−۱/٦۳	۲/۷۷
	۸۹	۱۳۵	−۰/۱۳٥٤	−۰/۰۸٤۱	۰/۳۹٥٥	−۱/۸۹۹	٦/۷٦۸	−۱/۹٥	۰/۹۱
عدم نقدشوندگی	۸۷	۱۳۵	−۰/۰۰۲٤	−۰/۰۰۰۱	۰/۰۱۳۰	−۳/۲۹۲	۱٤/۸٥٦	−۰/۰۸	۰/۰۲
	۸۸	۱۳۵	−۰/۰۰۰۹	−۰/۰۰۰٥	۰/۰۰۸۸	۰/۷٥۸	٤/۸۸۷	−۰/۰۳	۰/۰۳
	۸۹	۱۳۵	−۰/۰۰۲۲	−۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۷۳	−۲/۲۹۸	۱۰/۰۰۰	−۰/۰٤	۰/۰۲

۷. تجزیه و تحلیل داده‌ها

در نگاره‌ی فوق شاخصهای مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخصهای پراکندگی از جمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است .بزرگ بودن میانگین از میانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان می‌دهد زیرا میانگین تحت تاثیر این مقادیر قرار می‌گیرد در این موارد توزیع داده‌ها چوله به راست است برای نمونه توزیع بازده چوله به راست است و در حالت برعکس توزیع چوله به چپ خواهد بود توزیع ILLIQ*AQ چوله چپ است , و مقادیر میانگین و میانه در برخی متغیرها نزدیک به هم است که دراین موارد توزیع متغیرها متقارن است متغیر لگاریتم بازده و همچنین توزیع سایر متغیرها تقارن نسبی دارند.

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

۸. برآورد مدل

نگاره (۲): برآورد مدل به تفکیک سال وتحلیل تابلویی برای کل دوره

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{it} + \beta_2 e_{AQit} + \beta_3 ILLIQ * e_{AQit} + \varepsilon_{i.t}$$

متغیر	سال	تعداد	آماره t-	ضریب	عامل افزایش واریانس	سطح احتمال	آنووا	ضریب تعیین	دوربین - واتسون
مقدار ثابت	۱۳۸۷	۱۳۵	-۰/۴۹	-۰/۰۴۳	-	۰/۶۲۳	۰/۰۰۶	۰.۰۹۱	۱.۸۵۳
(مقیاس عدم نقدینگی)			-۰.۴۸	۰.۱۷۲	۱.۱۳۹	۰.۶۳۰			
(کیفیت اطلاعات حسابداری)			-۱	۰.۴۲۳	۴.۲۳۲	۰.۳۱۷			
(مقیاس عدم نقدینگی در کیفیت اطلاعات حسابداری)			۲.۴۳		۴.۳۵۶	۰.۰۱۶			
مقدار ثابت	۱۳۸۸	۱۳۵	۳.۱۴	-	-	۰.۰۰۲	۰.۰۲۶	۰.۰۶۸	۱.۷۷۳
(مقیاس عدم نقدینگی)			۱.۸۴	۰.۱۶۰	۱.۰۶۴	۰.۰۶۷			
(کیفیت اطلاعات حسابداری)			-۱.۴۱	-۰.۲۳۰	۳.۷۴۴	۰.۱۶۲			
(مقیاس عدم نقدینگی در کیفیت اطلاعات حسابداری)			۲.۴۹	۰.۴۱۳	۳.۸۵۹	۰.۰۱۴			
مقدار ثابت	۱۳۸۹	۱۳۵	۱.۵۳	-	-	۰.۱۲۸	۰.۰۰۰	۰.۱۸۶	۱.۹۹۶
(مقیاس عدم نقدینگی)			۲.۹۴	۰.۲۵۰	۱.۱۶۸	۰.۰۰۴			
(کیفیت اطلاعات حسابداری)			-۱.۷۳	-۰.۲۸۴	۴.۳۱۷	۰.۰۸۵			
(مقیاس عدم نقدینگی در کیفیت اطلاعات حسابداری)			۳.۹۳	۰.۶۶۳	۴.۵۶۷	۰.۰۰۰			
مقدار ثابت	کل	۴۰۵	۱.۷۵۴	۰.۱۱۱	-	۰.۰۸۰		۰.۰۹۷	۲.۰۳۵
(مقیاس عدم نقدینگی)	دوره		۲.۳۰۰	۷.۹۱۵	-	۰.۰۲۲			
(کیفیت اطلاعات حسابداری)	-۸۷		-۸.۸۶۶	-۰.۲۱۹	-	۰.۰۰۰			
(مقیاس عدم نقدینگی در کیفیت اطلاعات حسابداری)	۸۹		۷.۲۳۳	۲۳.۸۶۸	-	۰.۰۰۰			

برای داده‌های ادغام شده از تحلیل تابلویی (Panel) بدون اثرات ثابت , با اثرات ثابت و با اثرات تصادفی استفاده شده است و برای تشخیص مناسب بودن مدل با اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون لیمر (چاو) و آزمون‌هاسمن استفاده گردید و مقدار احتمال برای آزمون مناسب بودن مدل با اثرات ثابت برابر با ۰/۹۹ واین نکته نشان دهنده‌ی استفاده از مدل ادغام شده به جای مدل با اثرات بوده. مقادیر VIF (عامل افزایش واریانس) شاخصی برای بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل است در صورتی که مقدار آن بالاتر از ۱۰ باشد احتمال وجود همخطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد. میزان این شاخص در بیشترین مقدار برابر با ۴/۶ (برای متغیر $ILLIQ*e_{AQ}$) بوده است. مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در: سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد.میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۰۹۷ است یعنی در حدود ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان میگردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۰۳ است مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان میدهد. برای محاسبه بازده از لگاریتم بازده استفاده شده است.

مقدار آماره t برای ILLIQ برابر با ۲/۳ معنادار و مثبت, برای e_{AQ} برابر با ۸/۸۶۶- معنادار و منفی و برای $ILLIQ*e_{AQ}$ برابر با ۷/۲۳۳ معنادار و مثبت است و رابطه‌ای منفی (معکوس) برای متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری که نشان دهنده بی‌کیفیتی گزارش سود هر سهم است

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

بدین معنی است که با افزایش بی‌کیفیتی گزارش اطلاعات حسابداری مقدار متغیر بازده سهام کاهش می‌یابد و رابطه‌ای مثبت و مستقیم میان عدم نقدشوندگی سهام بدین معنی است که با افزایش آنها مقدار متغیر بازده سهام افزایش می‌یابد. مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۱/۷۵است که در سطح اطمینان ۹۰ درصد در ناحیه‌ی رد فرض صفر قرار دارد.

۹. نتیجه گیری و پیشنهادها

- اثرکیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده سهام برای کل دوره‌ی منفی و معنا دار بوده است. رابطه منفی‌یعنی با افزایش بی‌کیفیتی گزارش سود سهام ،بازده کاهش می‌یابد وبرعکس، لذا با توجه به معنادار بودن تاثیر این عامل بر بازده فرضیه فرعی اول پژوهش موردتایید قرارمی‌گیرد. رونین سادکا (۲۰۱۱) در تحقیق خود به تاثیر مثبت و معنادار اثرکیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده سهام برای کل دوره دست‌یافت. این در حالی است که متغیر مورد آزمون پژوهش حاضر بی‌کیفیتی گزارش اطلاعات حسابداری بوده است که بر این اساس نتایج تحقیق حاضر هماهنگ با نتایج سادکا می‌تواند باشد.
- تاثیر مقیاس عدم نقدشوندگی بر بازده سهام برای کل دوره‌ی مثبت بسیار قوی و معنا دار می‌باشد. بنابراین فرضیه‌ی دوم مورد تایید قرار می‌گیرد. نتایج تحقیق رونین سادکا در تاثیر مقیاس عدم نقدشوندگی بر بازده نیز بر تاثیر مثبت این عامل بر بازده حکایت دارد که البته در تحقیق سادکا این تاثیر برای برخی از ماهها به شکل منفی بوده است.
- تاثیر کیفیت اطلاعات وعدم نقدینگی به طور توام بر بازده سهام برای کل دوره‌ی مثبت،بسیار قوی و معنادار می‌باشد.یعنی فرضیه‌ی اصلی پژوهش هم مورد تایید قرار می‌گیرد. سادکا (۲۰۱۱) هم در تحقیق خود به رابطه‌ی مثبت و معنادار این عاملها به طور توام بر بازده دست‌یافته است که نتایج تحقیق حاضر را تائید می‌کند.لذا با توجه به نتایج حاصل از تحقیق حاضر، سرمایه گذاران و فعالان بورس می- توانند کیفیت گزارش اطلاعات حسابداری را جهت کسب بازده مورد استفاده قرار دهند به طوری که بی‌کیفیتی گزارش سود سهام می‌تواند بر کسب بازده بیشتر اثر معکوس بگذارد همین طور با توجه به تاثیرمثبت و معنادار عدم نقدشوندگی بربازده بدین معنی است که سرمایه گذاران هنگام سرمایه‌گذاری برسهام باعدم نقدشوندگی بالا این عامل را می‌توانندبه منظور کسب بازده بیشترموردتوجه قراردهند.همچنین فعالان دربورس اوراق بهادارتهران می‌توانند تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم نقدشوندگی را همزمان بر بازده مورد توجه قرار دهند.

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

۱۰. محدودیتهای تحقیق

مشکل اساسی که اکثر محققان با آن روبرو هستند، جمع آوری اطلاعات می‌باشد. مشکل اصلی تحقیق حاضر نیز همین مسئله می‌باشد. به طور کلی محدودیتها و مشکلات این تحقیق عبارتند از:

۱- محدودیت زمانی و مکانی در این پژوهش سالهای مورد آزمون و شرکتهای بورس اوراق بهادار بوده است.

۲- در این تحقیق برای اندازه گیری کیفیت اطلاعات حسابداری از متغیر اجماع تحلیلگرهایعنی سود هرسهم (EPS) سالانه (تفاوت بین EPSواقعی و پیش‌بینی) استفاده شده است و سایر متغیرهای کیفیت اطلاعات حسابداری مد نظر قرار داده نشده است که این محدودیت به دلیل اعلام نشدن EPS بصورت ماهانه بوده است.

یادداشت‌ها

1. Omri, A., Zayani, M. & Loukil, N
2. Marcelo, Miralles and Miralles, Quiros
3. Chan, H., Faff, R
4. Glosten, L.R. and P.D. Milgrom
5. Vyman
6. Holthausen, R. and R. Watts
7. Li and bernard
8. Loviz and verchiya
9. SadkaRonin
10. Lang,Mafet
11. N.g 2011
12. Frank Heflin.
13. bid ask spread
14. Marcelo, Miralles and Miralles, Quiros
15. Amihud, Y
16. Bortolotti, B.
17. Marshall, B. & Martin, Young
18. Damodaran, A
19. Omri, A., Zayani, M. &Loukil, N
20. Baker, M., and J. Stein
21. Amihud, Y
22. Chordia, T
23. Brennan, M.J., Subrahmanyam, A
24. Amihud, Y. and H. Mendelson
25. Kolmogorev-Smirnov Test
26. Panel

منابع و مأخذ

۱. ابزری، مهدی ، صمدی و صفری،(۱۳۸٦)، نقش گروههای مرجع در ترغیب افراد به سرمایه-گذاری در بورس اوراق بهادا ر، ***بررسی‌های حسابداری و حسابرسی***،سال ١٤-۳، شماره (٤٨)،ص**۲۲**.

۲. سعیدی و دادار، و(۱۳۸۹)، بررسی رابطه‌ی بین نقدشوندگی سهام با شاخص نقدشوندگی دوره‌های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران، ***فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات مدیریت صنعتی***، دوره٦، شماره (١٦)، صص ۹۷-۷۵.

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

۳. شیخ، محمد جواد و صفرپور، (۱۳۸٦)، بررسی تاثیر دوره‌ی سرمایه‌گذاری برعملکرد شرکتهای سرمایه‌گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران، ***بررسی‌های حسابداری و حسابرسی***،سال ١٤، شماره(۵۰) ،صص ۱۱۸-.۹۹

٤. سلیم پور، مریم (۱۳۸٤) ، ***بررسی اثر نقدشوندگی سهام روی مازاد بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس***، پایان نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشکده مدیریت وحسابداری دانشگاه شهید بهشتی.

۵. یحیی زاده فرو خرمدین، (۱۳۸۷)، نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازادبازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، ***بررسیهای حسابداری و حسابرسی***، پاییز ۱۳۸۷، سال۱۵ شماره (۵۳)، صص ۱۰۱-۱۱۸.

٦. زارع استحریجی، مجید،(۱۳۸۱)، ***بررسی عوامل مؤثر بر قابلیت نقدشوندگی سهام دربورس اوراق بهادار***، پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق.

۷. فخاری،حسین ومحمدی (۱۳۸۷)، ***بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران۱۳۸۷***،کارشناسی ارشد،دانشگاه مازندران،دانشکده‌ی علوم اقتصادی واداری،گروه حسابداری

8. Amihud, Y.,(2002), Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series efects***, Journal of Financial Markets***, vol 5,no 31.p–56
9. Amihud, Y. and H. Mendelson, (1991), Liquidity and asset prices, ***financialAnalysis Journal***,vol 47,no (6), pp56-66
10. Brennan, M.J., Subrahmanyam, A., (1996), Market microstructure and asset pricing: On the com-pensation for illiquidity in stock returns***, Journal of Financial Economics***m,vol 41, pp441.–464
11. Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G. &Ibolya, S., (2006), Privatization and stock market liquidity, ***Journal of Banking & Finance, Social Science Electronic Publishing.Australian evidence.Pacific-Basin Finance Journa***l ,p11
12. Baker, M., and J. Stein, (2003), Market liquidity as a sentiment indicator,Forthcoming***, Journal of Financial Markets***
13. Chan, H., Faff, R. (2003), ***An investigation into the role of liquidity inasset pricing***:
14. Chordia, T., Roll, R., Subrahmanyam, A., (2000), Commonality in liquidity. ***Journal ofFinancialEconomics*** ,vol 56,pp 3–28
15. Chan, H., Faff, R. (2003), An investigation into the role of liquidity inasset pricing: Australian evidence.***Pacific-Basin Finance Journal*** 11, pp.
16. Damodaran, A., (2005), ***Marketability and value: measuring the illiquidity discoun***t, Stern School of Business
17. Frank Heflin.***Krannert Graduate School of Management Purdue University***. West Lafayette, IN 47907-1310 USA heflinf@mgmt.purdue.edu
18. Holthausen, R. and R. Watts (2001)."The Relevance of the ValueRelevance Literature," **Journal of Accounting and Economics**,vol 31, pp2-40.

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]

19. Glosten, L.R. and P.D. Milgrom(1985), Bid, Ask and Transaction Pricesin a Specialist Market with Heterogeneously informed traders, ***Journal ofFinancial Economics***, vol14:pp 71-100.
20. Lang, M., Mafett, M., 2011, Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods, ***Journal ofAccounting and Economics***, forthcoming.
21. 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.
22. Marshall, B. & Martin, Young (2006), Liquidity and stock returns in pure order-driven markets: evidence from the Australian stock market, ***International Review of Financial Analysis*** ,vol 12
23. Ng, J., 2011, Thee¤ect of information quality on liquidity risk, ***Journal of Accounting and Eco-nomics***, forthcoming.
24. Omri, A., Zayani, M. &Loukil, N., Impact of liquidity on Stock returns: an empirical investigation of the Tunis stock market, ***Finance and Business Strategies***, Social Science Electronic Publishing.
25. Ronnie Sadka. Boston College,(2011), ***Carroll School of Management,*** Chestnut Hill, Massachusetts, 02467; e-mail: sadka@bc.edu. July 27.2011

[Downloaded from mta.raja.ac.ir on 2024-05-19]