

## تأثیر افشای اطلاعات بر دامنه شکاف قیمتی پیشنهادی خرید و فروش سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمانی

محمود یحیی زاده فر<sup>۱</sup>، شهاب الدین شمس<sup>۲</sup>، نرگس فلاح محمدی<sup>۳</sup>  
<sup>۱</sup>دانشیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران  
<sup>۲</sup>استادیار گروه مدیریت بازرگانی دانشگاه مازندران  
<sup>۳</sup>کارشناسی ارشد مدیریت مالی

### چکیده

در این پژوهش، ارتباط بین افشای اطلاعات و شکاف قیمتی در بازار سرمایه ایران با استفاده از تحقیق سیستم معادلات همزمانی بررسی شده است. برای تعیین درجه افشای اطلاعات توسط شرکتها، چک لیستی بر اساس استانداردهای حسابداری تهیه شده و در نهایت، ارتباط آنها با شکاف قیمتی در مورد ۱۱۲ شرکت برای سال ۱۳۸۶ مورد مطالعه قرار گرفته است. روش بررسی داده ها مطالعه مقطعی بوده و یافته های تحقیق نشان می دهد که ارتباط معنی دار و معکوس بین افشای اطلاعات و شکاف قیمتی وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: افشای اطلاعات، شکاف قیمتی بین پیشنهادی‌های خرید و فروش سهام، سیستم معادلات همزمانی

## ۱. مقدمه

"افشاء" در قاموس حسابداری، واژه ای فراگیر است و بعضاً به عنوان "اصل افشاء" شناخته می شود که تقریباً تمام فرایند گزارشگری مالی را در بر می گیرد و بر کلیه جوانب مالی مؤثر است. امروزه به مسأله شفافیت مالی و افشاء اطلاعات توجه فزاینده ای شده و این موضوع به عنوان مبنایی برای ارزیابی قابلیت های مدیریت و اعتبار شرکت ها محسوب می گردد. تقویت عنصر افشاء در حاکمیت شرکتی منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکتها و به تبع آن افزایش ارزش شرکت، کاهش هزینه سرمایه و نهایتاً باعث کاهش شکاف قیمتی می گردد. قابل ذکر است این موضوع، هم از جانب تنظیم کنندگان بازار و هم از نقطه نظر سرمایه گذاران حائز اهمیت است (Chen et al, 2007).

تقویت عنصر افشاء در حاکمیت شرکتی، منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکتها و به تبع آن افزایش ارزش شرکت، کاهش هزینه سرمایه و در نهایت، منجر به کاهش شکاف قیمتی می گردد (Hauswald and Marquez, 2007, Chen et al, 2007). مدیران شرکتهایی که شیوه های ضعیف شفافیت مالی و افشاء اطلاعات را بکار می گیرند، در واقع، از اطلاعات به عنوان وسیله ای برای دستیابی به منافع شخصی بهره می برند که این عمل باعث افزایش هزینه موسسه می گردد و در نهایت، کل سهامداران برای جبران هزینه های ایجاد شده مسئول هستند.

زمانی که مشکلات ناشی از تئوری هزینه نمایندگی<sup>۱</sup> بیشتر می شود، کارمندان داخلی مانند مدیران اجرایی و یا ناظران براحتهی، از سرمایه و حقوق سهامداران کوچک استفاده می کنند و این موضوع از این مسأله نشأت می گیرد که حاکمیت شرکتی ضعیف با روشهای افشای اطلاعات ضعیف آمیخته شده است (Lang and al, 2001, Healy et al, 1999, Lundholm, 1993). بهبود ساز و کارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران و به تبع آن کاهش هزینه سرمایه می گردد (Healy et al, 1999).

دسترسی بسیاری از سرمایه گذاران به اطلاعات مهم در بازار سرمایه نظیر اعلان سود برآوردی هر سهم از طریق اطلاعاتی هایی است که از جانب شرکت ها منتشر می

---

1. Agency cost theory.

شود. اگر در بین سرمایه گذاران فعال در بازار های سرمایه، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به دیگران در موقعیت بهتری باشند، آنان می توانند بر عرضه و تقاضای بازار تأثیر گذاشته و منجر به بروز شکاف قیمتی شوند که دلیل اصلی آن وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه می باشد.

در این تحقیق جهت بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر دامنه شکاف قیمتی پیشنهادی خرید و فروش سهام، ابتدا، بیان موضوع و ادبیات تحقیق شرح داده می شوند. سپس فرضیه های تحقیق بیان می گردند و آنگاه، مدل تحقیق و متغیر های آن معرفی می گردند. سرانجام، یافته ها، نتیجه گیری و پیشنهادها ارائه می شوند.

## ۲. بیان موضوع

نقش عامل نقدشوندگی در ارزشگذاری دارایی ها حائز اهمیت است، زیرا سرمایه گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی های خود را به فروش رسانند، آیا بازار مناسبی برای آنها وجود دارد یا خیر. هر قدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن گردد (Kiel et al, 2007). نقدشوندگی بالا و توانایی انجام معامله سریع با حجم بالایی از اوراق بهادار دارای هزینه پایین است، به این معنی که قیمت دارایی در فاصله زمانی میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (Liu, 2005). از طرف دیگر، موضوع عدم تقارن اطلاعاتی دارای اهمیت زیادی است؛ زیرا بازار های اوراق بهادار دستخوش تهدید های ناشی از نامتقارن بودن اطلاعات قرار می گیرند و این به دلیل وجود اطلاعات درون سازمانی است. حتی اگر قیمت به طور کامل، تمام اطلاعات موجود در بازار را به عموم منعکس نماید، باز هم این احتمال وجود دارد که افراد درون سازمان نسبت به افراد خارج از سازمان دارای اطلاعات بیشتری باشند. افشای اطلاعات در یک بازار سرمایه کارا مهم می باشد. شرکت ها اطلاعات را از طریق گزارشات مالی تنظیمی نظیر صورت های مالی، یادداشت ها، تحلیل و بحث مدیریتی و سایر اطلاعات ارائه می کنند. تحقیقات نشان داده است که بین شکاف قیمتی خرید و فروش سهام و سیاست افشای

یک شرکت همزمانی وجود دارد (Wallace and Naser, 1995, Lang and Lundholm, 1999).  
(Lundholm, 1999, Lang and Lundholm, 1999)

بر اثر افشای اطلاعات مالی، انتظار می رود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه به حداقل رسیده و باعث ایجاد شفافیت اطلاعاتی و آگاهی بیشتر سرمایه گذاران گردد. به عبارت دیگر، هنگام اعمال سیاست افشاء از سوی مدیران، نقدینگی بازار سرمایه شرکت مورد توجه قرار می گیرد. در واقع، زمانی که ارائه دهندگان نقدینگی، قیمت درخواستی و پیشنهادی سرمایه را بیان می کنند، سیاست افشای یک شرکت یک منبع مهم برای میزان عدم تقارن اطلاعات به حساب می آید. بنابراین، کاهش هزینه های معاملات در گرو بهبود فعالیت هایی است که به رشد و تقویت ساز و کارهای نظارتی بینجامد. همچنین، افشاء و گزارشگری مالی به طور بالقوه، ابزاری برای مدیریت جهت برقراری ارتباط بین عملکرد و حاکمیت شرکتی محسوب می شود. از سوی دیگری عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب اعمال محافظه کاری بیشتری در گزارشگری مالی نیز می شود. محافظه کاری، به نوبه خود، انگیزه و توان مدیران را در دستکاری اطلاعات حسابداری، تقلیل و بدین ترتیب هزینه های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷). تحقیقات گذشته (Hauswald and Marquez, 2007, Barbedo et al, 2007, Heflin et al, 2005)، با استفاده از شاخص ها و معیارهای مختلف به بررسی رابطه ی بین عنصر شفافیت و نقد شوندگی بازار پرداخته اند. نتایج این تحقیقات نشان می دهد که شرکتهای دارای ساز و کارهای افشای بهتر و شکاف قیمتی کمتر، از کیفیت بالاتر سهام برخوردارند (Brown and Hillegeist, 2006).

تحقیق حاضر در صدد پاسخ گویی به دو سؤال مهم زیر است:

۱- آیا سهام شرکتهایی با افشای بالاتر، از شکاف قیمتی کمتری بین پیشنهادی

قیمت خرید و فروش سهام دارند یا خیر؟

۲- آیا رابطه همزمان بین افشای اطلاعات و شکاف قیمتی وجود دارد؟

### ۳- ادبیات تحقیق

#### ۳-۱- مبانی نظری

در استاندارد شماره ۵<sup>۱</sup>، افشای اطلاعات بدین گونه تعریف می شود: ارائه اطلاعات به روش ها یا مجراهایی غیر از شناسایی یا ثبت رویدادها در صورتهای مالی که با شناسایی در صورتهای مالی متفاوت باشد و این همان جنبه از افشای اطلاعات است که بسیار مورد توجه قرار می گیرد (Wolk, 2001).

افشاء در حالت کلی، به معنای انعکاس اطلاعات است. افشاء در حسابداری دارای مفهوم گسترده ای است و تقریباً، شامل تمامی فرایند گزارشگری مالی می شود. هدف از افشاء فراهم آوردن امکانات تصمیم گیری برای استفاده کنندگان است. افشاء فرایندی است که یک مؤسسه را با محیط خارج ارتباط می دهد. اطلاعات و مسائل تشویقی، مانعی در تخصیص کارا منابع در اقتصاد بازار سرمایه می شود. افشاسازی و نیز مؤسساتی که جهت سهولت افشای معتبر و موثق بین مدیران و سرمایه گذاران ایجاد شده نقش مهمی در تقلیل این مشکلات، ایفا می کند.

چالش انتقادی برای هر نوع اقتصادی، تخصیص بهینه پس اندازها برای فرصت های سرمایه گذاری است. معمولاً، کارآفرینان و شرکت های زیادی وجود دارند که مایل-اند پس اندازهای خانوار را که به طور وسیع جهت محقق کردن ایده های کسب و کاری خود فعال هستند جذب نمایند. در شرایطی که هم پس انداز کنندگان و هم کارآفرینان تمایل دارند که با یکدیگر در کسب و کار همکاری داشته باشند، هماهنگی پس اندازها با فرصت های سرمایه گذاری کسب و کار حداقل به دو دلیل پیچیده است: اول اینکه کارآفرینان به طور معمول، در مقایسه با پس اندازکنندگان، درباره ی ارزش فرصت های سرمایه گذاری اطلاعات بهتری دارند و عموماً، درباره ی ارزش آن غلو می کنند. اما پس انداز کنندگان زمانی که با ریسک کسب و کار مواجه می شوند، با یک مشکل اطلاعاتی روبرو می شوند. دوم، زمانی که پس اندازکنندگان در کسب و کار سرمایه گذاری کرده اند، کارآفرینان تلاش می کنند بر پس انداز های آنان مدیریت نمایند و این، موجب ایجاد مسأله نمایندگی می شود (Healy et al, 2001).

---

1 . SFAC NO.5 – Para. 9

تینیک (۱۹۷۲) ادعان داشت که در ادبیات مربوط به تئوری زیر ساخت بازار، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و پیشنهادی فروش سهام از سه بخش تشکیل می شود: هزینه پردازش سفارش، هزینه نگهداری موجودی و هزینه انتخاب نامطلوب. هزینه پردازش سفارش، مبلغی است که بازار سازان برای آماده بودن جهت انجام سفارش های خرید و فروش هزینه می کنند. هزینه معاملات باعث می شود که بازارسازان پرتفوی متنوع نگهداری نمایند تا از این طریق بتوانند هزینه های خود را پوشش دهند. هزینه انتخاب نامطلوب نمایانگر یک امر جبرانی برای معامله گران جهت پذیرش ریسک معامله با افرادی است که احتمال دارد اطلاعات مهم و محرمانه ای در اختیار داشته باشند. چنانچه بخش زیادی از بازار را افراد نا آگاه تشکیل دهند، بازارسان، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و پیشنهادی فروش سهام را افزایش می دهند تا از این طریق، ریسک گزینش مغایر را جبران نمایند (Tinic, 1972).

معیارهای مختلفی از قبیل شکاف پیشنهادی قیمت خرید و فروش<sup>۱</sup>، حجم معاملات و نوسان قیمت سهام برای عدم تقارن اطلاعات وجود دارد (Leuz and Verrecchia, 2000). چنانچه عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه وجود نداشته باشد، به این معنی است که همه سرمایه گذاران دارای اطلاعات یکسان هستند و شکاف پیشنهادی قیمت خرید و فروش برابر صفر است. رابطه مثبتی میان عدم تقارن اطلاعات و تفاوت میان قیمت خرید و فروش وجود دارد، زیرا زمانی که عدم تقارن اطلاعات افزایش می یابد، بر شکاف میان قیمت خرید و فروش نیز افزوده می شود. شکاف میان قیمت پیشنهادی خرید و پیشنهادی فروش به طور وسیعی، برای اندازه گیری درجه کارایی بازار، به کار برده می شود.

حجم معامله میزان اوراق بهادار را در یک مقطع زمانی مشخص، نشان می دهد. اگر عدم تقارن اطلاعات کاهش یابد، تمایل به خرید و فروش اوراق بهادار افزایش می یابد و در نتیجه، حجم معاملات نیز افزایش خواهد یافت؛ به عبارت دیگر، میان این دو معیار، رابطه منفی وجود دارد (Hyungwook et al, 2010) در میان سه معیار مذکور، شکاف میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش یک معیار رایج و مناسب برای عدم تقارن اطلاعات به شمار می آید (Leuz and Verrecchia, 2000).

---

۱ - به معنی اختلاف بین قیمت پیشنهادی فروش و قیمت پیشنهادی خرید اوراق بهادار می باشد [۳۱].

حسابداری محافظه کارانه می تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران را از طریق دو مکانیزم از بین ببرد:

الف-حسابداری محافظه کارانه می تواند بهترین گزارش ممکن از اطلاعات قطعی به غیر از قیمت سهام را درباره عملکرد جاری شرکت ها برای سرمایه گذاران ارائه نماید. از طرف، دیگر مدیران معمولاً مایل به ارائه گزارش زیان نیستند و وجود استاندارد هایی مبنی بر الزام به تأیید پذیری کمتر جهت شناسایی زیان ها می تواند موجب شود تا اطلاعاتی را که مدیران تمایلی به افشای آن ندارند، افشاء شود. ب-اطلاعات قطعی معیاری را فراهم می کند که با استفاده از آن، می توان از منابع غیرقطعی هم اطلاعات معتبری را در باره سود های تأیید ناپذیر دریافت نمود (Lafound, 2008).

معیارهایی که بر پایه زیرساخت بازار قرار دارند- نظیر شکاف میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش- نسبت به سایر معیارها از اولویت برخوردارند (Clarke, 2000). یکی از عوامل درونی که بر ساختار مالی شرکت تأثیر می گذارد، اندازه شرکت است. شرکتهای بزرگتر ممکن است اطلاعات بیشتری را افشاء کنند، چراکه انجام این کار در زمینه مسائل اختصاصی و غیر اختصاصی هزینه کمتری در بر دارد. شرکتهای بزرگتر، برای افشاء اطلاعات دارای انگیزه بیشتری بوده و دسترسی آسان تری به منابع مالی خارجی دارند؛ بنابراین، کمتر تحت تأثیر مغایرت اطلاعاتی قرار می گیرند که این موضوع توسط تئوری نمایندگی تأیید می شود (Laidroo, 2009). کیل و نیکلسون<sup>(۲۰۰۳)</sup>، عقیده دارند که اندازه شرکت اعم از جمع دارایی ها، جمع فروش و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت ارتباط مستقیمی با یکدیگر دارند. بسیاری از تحقیقات تجربی، ثابت کرده است که بازده سهام شرکتهای کوچک از بازده سهام شرکتهای بزرگ، بیشتر است. هر قدر شرکتی کوچک تر باشد، میزان نقدشوندگی سهام آن شرکت کمتر و بازده مورد انتظار سرمایه گذار بیشتر می گردد (Kiel and Nicholson, 2003). تحقیقات قبلی نشان می دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و اندازه شرکت رابطه منفی وجود دارد. سطح عدم تقارن اطلاعاتی

برای شرکت های بزرگ، احتمالاً، پایین تر از شرکت های کوچک است (Chiang, 1998).

یکی از مهمترین نماگرهای رونق و رکود و همچنین نقدشوندگی در بازار سهام حجم معاملات روزانه سهام است. از این رو، تغییرات در این شاخص، که عمدتاً متأثر از عوامل کلان اقتصادی نظیر سیاستهای پولی و مالی و تورم هستند، همواره مورد توجه محققین است. بارکلی و کندل و مارکس<sup>۱</sup>، (۱۹۹۸) عنوان کرده اند که نقدشوندگی تحت تأثیر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات سهام است. منظور از حجم معاملات، متوسط ارزش ریالی معاملات انجام شده روی یک سهم در دوره زمانی تحت پوشش تحقیق است (احمد پور و رسائیان، ۱۳۸۵).

از بین عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام، ارزش بازار شرکت مهمترین عامل در نقدشوندگی سهام تلقی می شود. این متغیر، همچنین بیانگر عمق بازار سهام یک شرکت نیز هست. ارزش بازار شرکت در هر مقطع زمانی، برابر است با حاصل ضرب کل سهام منتشر شده شرکت در قیمت معامله در آن مقطع. با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام داراییها، ارزش بازار سهام در پایان دوره نیز به عنوان مبنای تعیین ارزش شرکت، به کار می رود (اسلامی و سارنج، ۱۳۸۷).

بازده، معیار عملکرد سرمایه گذاری است که در واقع، نمایانگر درصد افزایش ثروت سرمایه گذار است. به بیان دیگر، بازده یا پاداش سرمایه گذاری عبارت است از بازده ناشی از سود سهام به علاوه بازده ناشی از منفعت یا ضرر سرمایه. مجموعه این مزایا شامل موارد زیر است:

الف- افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه «تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهام شرکت»:

ب- سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می شود.

ج- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تبدیل به ارزش ریالی است؛

د- مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه.

---

1. Barkli, candel, marks.



مجموعه این مزایا که در طول سال، به سهم تعلق می گیرد به نسبت اولین قیمت سهام یا به نسبت آخرین قیمت سهم، می تواند مورد محاسبه قرار گیرد و نرخ بازده کل سهم محاسبه گردد.

قیمت اول دوره سهام / ( مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی هر سهم + قیمت اول دوره - قیمت پایان دوره ) = بازده

### ۳-۲- پیشینه پژوهش

مشکل عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup> متأثر از تفاوت اطلاعاتی و انگیزه های متناقض بین کارآفرینان و پس انداز کنندگان است. این موضوع به طور بالقوه، می تواند منجر به اختلال در عملکرد بازار سرمایه شود (Akerlof, 1970). بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران درباره چشم انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه گذاران برون سازمانی در اختیار دارند.

اگر سرمایه گذاران درباره ارزش واقعی شرکت، اطلاعات کمتری داشته باشند، در چنین شرایطی، ممکن است سهام شرکت را به نحو مطلوب، قیمت گذاری نکنند. این موضوع ناشی از عدم کارآیی بازارهای سرمایه است. با توجه به اینکه اکثر بازارهای سرمایه، کارآ نیستند، شرکتهایی که سهامشان در بورس، داد و ستد می شود، با مشکلات نمایندگی در سراسر جهان مواجه هستند و دولتها با تصویب قوانین و مقررات حاکمیت شرکتی، برای بهتر کردن عملکرد با سرعت شگفت آوری در این کار دخالت می کنند (Jensen and Meckling, 1976) براین اساس، هیلی و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) به بررسی افشای به موقع اطلاعات به عنوان مکانیسم بسیار مؤثر برای تضمین عملکرد مدیران پرداختند. در واقع این مطلب، مویذ این موضوع است که اعمال سیاست افشای اطلاعات باعث ایجاد روند بهتری در اداره کردن شرکت می شود (Lang and Lundholm, 1999).

میتون<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) معتقد است که کیفیت سیاست افشاء به عنوان یکی از منابع و یا نماینده ای برای حاکمیت شرکتی می باشد و کیفیت افشاء اطلاعات را به عنوان

1 . information asymmetry

2 .Heally et al

3 .Mitton

ابزاری برای بررسی تأثیر فعالیتهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد سهام می داند (Mitton, 2002).

کیم و ورچیا (۱۹۹۴) باور دارند که چنانچه اطلاعات در اختیار تمامی فعالان بازار قرار گیرد، اعلامیه های سود، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش خواهد داد. آنها همچنین دریافته اند در صورتی که برخی از معامله گران قادر به پردازش بهتر اطلاعات باشند، ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی در سطح بالا باقی بماند (Kim and Verrecchia, 1994).

از نظر تئوریک، انتظار می رود که بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود داشته باشد. افزایش بدهی سبب می شود که مدیران مالی شرکت ها تصمیمات بهتری را در سرمایه گذاری اتخاذ کنند و در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران کاهش می یابد (Laura and Rodolfo, 2006).

چنگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) در مورد تأثیر کیفیت افشاء بر عدم تقارن اطلاعات، اعلام کردند که کیفیت افشاء می تواند به عنوان برنامه ای کارآمد، چگونگی ارتباط با سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار دهد. به عبارت دیگر، کیفیت افشای می تواند بر موقعیت افشاء شرکت و چگونگی توجه تحلیل گران به شرکت تأثیر بگذارد و منجر به جذب سرمایه گذاران نهادی، بهبود درک عمومی، کاهش هزینه سرمایه و در نهایت، گزارش دهی و افزایش استانداردهای افشاء گردد. نتایج آنها نشان می دهد که شکاف قیمتی به صورت منفی با افشای اطلاعات در ارتباط است (Chang et al, 2008). عدم تقارن اطلاعاتی که از طریق شکاف قیمتی بین عرضه و تقاضا تعیین می شود، با افزایش کیفیت افشاء، کاهش می یابد و اندازه گیری های آن بر مبنای مدل بوش و میلر<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) می باشد (Chen, 2007).

براون و هیلجیست<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) ارتباط بین کیفیت سیاست افشاء اطلاعات را با عدم تقارن طولانی مدت مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق، دو مکانیسم بالقوه که انتظار می رفت که باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات طولانی مدت شود، مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان می دهد که:

1. Chang & Millicent & Watson & Marvin.
2. Bushee & miller.
3. Brown and Hillegeist.

۱- سطح کیفیت افشاء، انگیزهٔ تجارت سرمایه گذاران را تغییر می دهد و منجر به تجارت کمتر از طرف سرمایه گذاران مطلع می شود؛

۲- سطح کیفیت افشای انگیزه های جستجو برای اطلاعات خصوصی را کاهش می دهد.

دو مکانیسم فرض شده، خبر از رابطه منفی میان افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعات می دهد.

بدین ترتیب، این نتایج باعث درک بیشتر از چگونگی تأثیر کیفیت افشای سازی بر اطلاعات یک شرکت و محیط تجارت می شود (Brown and Hillegeist, 2006).

لسموند<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) به بررسی معیارهای نقد شونددگی، شامل دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم معاملات در ۲۱ بازار نوظهور پرداخت. وی پس از بررسی معیارهای نقد شونددگی در بازارهای نوظهور سرمایه به این نتیجه دست یافت که معیار نقد شونددگی مبتنی بر دامنه قیمت پیشنهادی در نشان دادن اثرات نقدشونددگی در بین کشورها بهتر از معیارهای نقدشونددگی مبتنی بر حجم معاملات است. همچنین وی با بررسی اوضاع سیاسی کشور به این نتیجه رسید که بالا بودن ریسک سیاسی کشور باعث افزایش هزینه های معامله و در نتیجه کاهش نقدشونددگی سهام می گردد (Lesmond, 2005).

اگروال و همکارانش<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) به بررسی اختلاف بین قیمت پیشنهادی و قیمت در خواستی سرمایه گذاران آگاه پرداختند. هنگامی که شرایط مالی شرکت نامساعد تر می شود، دادو ستد آگاهانه سهام شرکت افزایش می یابد و سرمایه گذاران بی اطلاع از این بازار خارج می شوند. بازارسازان، در پاسخ به افزایش احتمال تجارت علیه سرمایه گذاران مطلع، شکاف قیمتی را افزایش داده و بنابراین فاصله خریدار و فروشنده برای توافق بر سر آن سهام زیاد می شود و در نتیجه احتمال اینکه معامله زودتر تحقق یابد کمتر می گردد. این محققان به این نتیجه رسیدند که شرکتهایی که دارای مشکل مالی هستند بطور مسلم اختلاف بین قیمت پیشنهادی و قیمت در خواستی بیشتری دارند و این نتایج بعد از کنترل عوامل کلیدی شناخته شده در

---

1. Lesmond

2. Agrawal et al

شکاف بدست آمده است. بررسی ها نشان می دهد که شرایط مالی نامساعد می تواند دارایی های سهام داران را کاهش دهد، چرا که بر اختلاف بین قیمت پیشنهادی و قیمت درخواستی تأثیر گذار است (Agrawal et al, 2004).

رضا زاده و آزاد (۱۳۸۷) رابطه ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارش مالی مورد بررسی قرار دادند. آنها معتقدند که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب اعمال محافظه کاری بیشتری در گزارشگری مالی می شود. همچنین تغییر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران موجب تغییر در سطح محافظه کاری می شود. نتایج مذکور بیانگر این موضوع می باشد که بدنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران، تقاضا به اعمال محافظه کاری، در گزارشگری مالی افزایش می یابد و بدین ترتیب، سود مندی محافظه کاری به عنوان یکی از خصوصیات کیفی صورتهای مالی مورد تأیید قرار می گیرد (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷).

#### ۴. فرضیه های تحقیق

مستند به ادبیات تحقیق، فرضیه ها بصورت زیر بیان می گردند:

الف- بین افشای اطلاعاتی و دامنه شکاف قیمتی رابطه معنی دار وجود دارد

ب- بین اهرم مالی و دامنه شکاف قیمتی رابطه معنی دار وجود دارد.

#### ۵. روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر روش تحقیق، توصیفی از نوع همبستگی مبتنی بر تحلیل رگرسیون زمانی مقطعی است. به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶ انتخاب شد. همچنین به دلیل تأثیرات متقابل متغیرهای وابسته و مستقل (Chen et al, 2007)، از سیستم معادلات همزمانی استفاده شده است. در این نوع روابط، لازم است دو یا چند متغیر وابسته را به صورت همزمان توسط تعدادی متغیر مستقل تعیین نمود، و متغیرهای وابسته در بیش از یک معادله ظاهر می شوند. شرکتهای مورد بررسی بر مبنای شرایط زیر انتخاب شده اند:

۱- شرکتهای مورد نظر از ابتدا تا انتهای دوره تحقیق در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.

۲- شرکتهای مورد نظر جزو بانکها و واسطه گری مالی، شرکتهای هلدینگ و لیزینگ نباشند.<sup>۱</sup>

۳- شرکتهایی که اطلاعات مربوط به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و یا اطلاعات لازم برای سایر متغیرها وجود نداشت، از جامعه حذف می گردند.

۴- سهام شرکتهای در سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار معامله شده باشند.

۵- شرکتهای نباید در طی دوره تحقیق توقف فعالیت داشته باشند.

۶- تعداد دفعات معاملات شرکت نباید از ۵۰ مرتبه در سال کمتر باشد.

با اعمال تمام محدودیت های فوق، حجم نمونه بالغ بر ۱۱۲ شرکت گردید. اطلاعات و داده های خام مورد نیاز برای انجام این تحقیق از بانکهای داده ای تدبیر پرداز و ره آورد نوین جمع آوری گردید.

همانطور که قبلاً اشاره شد در تحقیق حاضر برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران از معیار اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده می شود. برای محاسبه اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، ابتدا قیمت های Bid و Ask سهام شرکتهای را در محیط EXCEL قرار داده و سپس اختلاف لحظه ای سهام در هر روز معاملاتی را با استفاده از معادله زیر محاسبه نموده و از کل اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام یک روز، میانگین گرفته تا اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام همان روز معاملاتی بدست آید. در ضمن در ساعتها و روزهایی که یکی از قیمت Bid و یا Ask موجود نبود آن ساعت یا روز معاملاتی حذف شده است. سرانجام بعد از محاسبه اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام همه روزهای معاملاتی یک شرکت، از آن یک میانگین گرفته تا اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام سالانه

---

۱. دلیل حذف گروه واسطه گری مالی و شرکتهای صنعت سرمایه گذاری اینست که بازده این صنعت تابعی از بازده سایر شرکتهای می باشد و منظور نمودن آن در نمونه موجب می شود که بازده شرکتهای تشکیل دهنده پرتفوی این صنعت، بطور مضاعف در روابط منظور شود به همین دلیل، از جامعه مورد بررسی حذف شدند.

برای شرکت مورد نظر در سال مورد بررسی بدست آید. همچنین میزان افشاء از طریق چک لیستی که بر مبنای افشای اختیاری و استانداردهای الزامی سازمان حسابرسی تنظیم می شود، اندازه گیری می گردد.

## ۶. مدل تحقیق

جهت آزمون فرضیه های تحقیق از مدل و معادلات همزمانی زیر استفاده شده است:

$$BA = B_0 + B_1 Disclosure + B_2 Ndt_i + B_3 LnDolvol_i + B_4 Lev_i + B_5 Lnfsz_i + B_6 LnMv_i + B_7 Dtu_i + B_8 Y_i + e_{it} \quad (۱)$$

همچنین با استفاده از مدل های دو و سه به تشکیل سیستم معادلات همزمانی پرداخته شد:

$$BA = B_0 + B_1 Dis + B_2 Ndt_i + B_3 LnDolvol_i + B_4 Lev_i + B_5 Dtu_i + B_6 Y_i \quad (۲)$$

$$Dis = B_0 + B_1 BA + B_2 Ndt_i + B_3 LnDolvol_i + B_4 Lev_i + B_5 Dtu_i + B_6 Y_i \quad (۳)$$

که در آن BA (دامنه شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام)،  $B_0$  (ضریب ثابت)، Disclosure (افشاء اطلاعات)،  $Dolvol_i$  (حجم ریالی معاملات روزانه سهام)،  $Leverge_i$  (اهرم مالی<sup>۱</sup>)،  $fSize_i$  (اندازه شرکت)،  $N_i$  (تعداد دفعات انجام معامله در هر روز)،  $Mv_i$  (ارزش بازار)،  $Dtu_i$  (گردش روزانه سهام شرکت<sup>۲</sup>)،  $Yield$  (بازده روزانه سهام)،  $B_1, B_2, \dots, B_7$  (ضرایب)،  $e_{it}$  (ضریب خطا)،  $t, i$  به ترتیب نمونه و دوره مورد بررسی می باشند. در این تحقیق از معیار میزان فروش برای تعیین اندازه شرکت استفاده می شود که از طریق لگاریتم طبیعی فروش محاسبه می گردد. همچنین از معیار شکاف قیمتی پیشنهادی نسبی به عنوان معیار اندازه گیری عدم تقارن اطلاعات طبق فرمول زیر استفاده می شود:

$$BA = \frac{AP - BP}{(AP + BP)/2}$$

۱ - اهرم مالی از تقسیم جمع کل بدهی ها به جمع کل دارائی ها بدست می آید. هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگتر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می شود [۱].

۲ - نسبت گردش سهام بصورت تعداد سهام معامله شده در طول سال تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت تعریف شده است. از ارقام بدست آمده برای روزهای مختلف، میانگین گیری می شود.

که در آن  $t$  (دوره زمانی مورد بررسی)،  $i$  (نمونه مورد بررسی)،  $\text{spread}$  (شکاف قیمت پیشنهادی خرید<sup>۱</sup> و پیشنهادی فروش سهام<sup>۲</sup>)،  $AP$  (میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت<sup>۳</sup> در دوره  $i$ ) و  $BP$  (میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت<sup>۳</sup> در دوره  $i$ ) (Boone, 1998).

## ۷. تحلیل یافته های پژوهش

با توجه به نگاره شماره ۵-۱ که نتایج حاصل از رگرسیون معمولی را نشان می دهد، معناداری مدل در سطح ۹۹٪ تأیید می شود ( $p\text{-value}=0.000$ ). آماره دوربین واتسون عدد  $1/93$  را نشان می دهد، که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی داده ها می باشد. ارتباط معناداری بین افشای اطلاعات و شکاف قیمتی وجود ندارد. با این حال ارتباط منفی معنادار بین میانگین حجم معاملات روزانه سهام به عنوان متغیر کنترلی و شکاف قیمتی در سطح اطمینان ۹۹٪ وجود دارد. همچنین ارزش بازار سهام، اهرم مالی و گردش روزانه سهام به عنوان متغیرهای کنترلی رابطه مثبت معناداری با شکاف قیمتی دارند و در نهایت آماره  $2/88$ - بیانگر ارتباط معکوس معنی دار در سطح خطای ۱٪ بین بازده روزانه سهام و شکاف قیمتی سهام می باشد. براساس تئوری های حاضر و پیشینه تحقیق به منظور بالا بردن روایی تحقیق، از سیستم معادلات همزمانی جهت بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر شکاف قیمتی و بر عکس استفاده شده است. با توجه به نگاره شماره ۵-۲ ارتباط منفی معناداری بین سازوکار افشای اطلاعات و شکاف قیمتی وجود دارد ( $t=-1/70$  و  $p\text{-value}=0.08$ ) که تأییدی بر یافته های چن و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، می باشد. همچنانکه مشاهده می گردد، بهبود ساز و کارهای افشای اطلاعات منجر به استفاده از استانداردها و ضوابط معتبر در تهیه و حسابرسی گزارش ها می شود، این امر افزایش کیفیت گزارش های مالی را به دنبال

---

۱. قیمت پیشنهادی خرید (Bid price)، عبارت است از بالاترین قیمتی که یک سرمایه گذار تمایل دارد برای یک سهم بپردازد.

۲. قیمت پیشنهادی فروش (Ask price)، پایین ترین قیمتی است که یک سرمایه گذار حاضر است سهام خود را به آن بفروشد.

خواهد داشت که خود منجر به افزایش اعتماد استفاده کنندگان از اطلاعات مالی و غیر مالی و کاهش ریسک اطلاعات گردیده و تأثیر مثبتی بر قیمت سهام خواهد داشت. همچنین رابطه مثبت معناداری بین شکاف قیمتی و اهرم مالی وجود داشته است ( $p=0.000$ ,  $t=3.59$ ). هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگتر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می شود، زیرا اگر درجه اهرم مالی زیاد باشد، با کاهش نسبتاً اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، سود هر سهم ممکن است منفی گردد. نتیجه این تحقیق، مؤید مطالب مذکور بوده است. متغیر کنترلی بازده روزانه سهام شرکت رابطه ی منفی معناداری با شکاف قیمتی داشته است ( $p\text{-value}=0.001$ ,  $t=-3.14$ ). سایر متغیرهای کنترلی رابطه ی معناداری با شکاف قیمتی نداشته اند. در پایان،  $R^2$  تعدیل شده این مدل، ۲۲٪ می باشد و بیانگر آن است که ۲۲٪ تغییرات شکاف قیمتی توسط متغیرهای موجود در این الگو توضیح داده می شود و ۷۸٪ باقی مانده را متغیرهای دیگر توضیح می دهد.

نگاره شماره ۵-۱: نتیجه آزمون شماره (۱)

$BA = B_0 + B_1 Disclosure + B_2 Ndt_i + B_3 LnDolvol_i + B_4 Lev_i + B_5 Lnfsiz_e_i + B_6 LnMv_i + B_7 Dtu_i + B_8 Y_i + e_{it}$			
آزمون داده های مقطعی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰/۱۱	-۱/۵۶	-۰/۰۴	تعداد دفعات انجام معامله
۰/۰۱	-۲/۴۰	-۰/۴۸	حجم معاملات روزانه سهام
۰/۰۰۰	۳/۵۸	۴۶/۰۲	اهرم مالی
۰/۷۰	-۰/۳۷	-۰/۲۲	اندازه شرکت
۰/۰۰۹	۲/۶۴	۵/۹۱	ارزش بازار
۰/۰۹	۱/۶۹	۴۸۸۰/۷۹	گردش روزانه سهام
۰/۰۰۴	-۲/۸۸	-۰/۱۴	بازده روزانه سهام
۰/۱۱	-۱/۵۹	-۰/۷۰	افشای اطلاعات
۱/۹۳	آماره دوربین واتسون	۵/۴۳۲	آماره F
۰/۰۲۲	$R^2$ تعدیل شده	۰/۰۰۰	P-value



نکاره شماره ۵-۲: نتیجه آزمون مدل های شماره (۲) و (۳)

نتایج سیستم معادلات همزمان			
$BA = B_0 + B_1Dis + B_2Ndt_i + B_3LnDolvol_i + B_4Lev_i + B_5Dtu_i + B_6Y_i$			
آزمون داده های مقطعی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰/۰۸	-۱/۷۰	-۰/۸۲	افشای اطلاعات
۰/۴۵	-۰/۷۵	-۰/۰۲	تعداد دفعات معامله
۰/۲۳	-۱/۱۸	-۱/۶۶	حجم معاملات روزانه سهام
۰/۰۰۰	۳/۵۹	۴۲/۶۶	اهرم مالی
۰/۵۱	۰/۶۵	۱۳۳۰/۱۵	گردش روزانه سهام
۰/۰۰۱	-۲/۱۴	-۰/۱۵	بازده روزانه سهام
۱/۸۸	آماره دوربین واتسون	٪۲۲	R <sup>2</sup> تعدیل شده
$Dis = B_0 + B_1BA + B_2Ndt_i + B_3LnDolvol_i + B_4Lev_i + B_5Dtu_i + B_6Y_i$			
آزمون داده های مقطعی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰/۰۸	-۱/۷۰	-۰/۰۳	شکاف قیمتی
۰/۰۳	-۲/۰۸	-۰/۰۱	تعداد دفعات معامله
۰/۰۱	۲/۵۱	۰/۶۷	حجم معاملات روزانه سهام
۰/۲۴	۱/۱۷	۲/۹۵	اهرم مالی
۰/۴۳	-۰/۷۷	-۳۱۰/۹۲	گردش روزانه سهام
۰/۶۶	-۰/۴۳	-۰/۰۰۴	بازده روزانه سهام
۱/۹۱	آماره دوربین واتسون	٪۱۰	R <sup>2</sup> تعدیل شده

۸. نتیجه گیری و پیشنهادات

در این تحقیق میزان افشای اطلاعات برای شرکتهای نمونه از طریق آزمون رابطه بین افشای اطلاعات و شکاف قیمتی با استفاده از سیستم معادلات همزمانی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که رابطه ی منفی معناداری بین افشای اطلاعات و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام وجود دارد. عدم افشای اطلاعات باعث می شود تا مدیران انگیزه های لازم را برای هموار سازی سود پیدا نموده و از اتخاذ برنامه های بلند مدت که باعث بهبود کیفیت می شود، لیکن سود جاری را کاهش می دهد، اجتناب نمایند. همچنین فعالیتهای افشای اطلاعات می تواند ریسک اطلاعات نامتقارن موجود در بازار را کاهش داده و در نتیجه تفاوت بین قیمت

خرید و فروش سهام با کاهش هزینه های اطلاعات نامتقارن که تأمین کنندگان نقدینگی از آن بعنوان وسیله ای برای جبران ضررهای ناشی از فعالیت های تجاری آگاهانه استفاده می کنند را کاهش دهد. بنابراین هرچه افشاء اطلاعات در شرکتها بیشتر باشد، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و در نتیجه عدم تقارن اطلاعات کاهش می یابد. ضمناً نتایج این تحقیق نشان می دهد افزایش اهرم مالی باعث افزایش شکاف قیمتی می شود. از طرف دیگر به نظر می رسد رابطه مثبت معناداری بین شکاف قیمتی و بازده وجود دارد. بطور کلی می توان بیان داشت که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی از طرفی باعث افزایش شکاف قیمتی شده و از طرفی بازده مورد انتظار سهامداران را افزایش می دهد. نتایج این تحقیق با نتایج تحقیقات بران و هیلجست<sup>۱</sup> (۲۰۰۶)، چنگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۸)، (چن و همکارانش، ۲۰۰۷)، ( باربدو و همکارانش<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷)، (هفلین و شو و ولد<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵) و (اگروال و همکاران، ۲۰۰۴) مطابقت دارد. بنابراین مدیران می توانند با اتخاذ تدابیر مناسب افشاء، ارتباط و تبادل اطلاعاتی خود را با سرمایه گذاران بهبود بخشند. در نهایت بر اساس نتایج تحقیق، به سهامداران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود تا در ارزیابی سهام به اهرم مالی و شکاف قیمتی خرید و فروش توجه نموده و بازده مورد انتظار خود را با توجه به این عوامل تعدیل نمایند. از طرف دیگر تلاش بیشتر سیاستگذاران در جهت اجبار به شرکتها برای افشای بیشتر اطلاعات مخصوصاً اطلاعات مرتبط با کیفیت سود می تواند مستقیماً بر کاهش ریسک ها و بازده مورد انتظار سهامداران تاثیر گذارد.

- 
1. Brown & hillegeist.
  2. Chang & Millicent.
  3. Barbedo & et al.
  4. Heflin, shaw, wild.

## فهرست منابع و مآخذ

۱. احمد پور، احمد و یحیی زاده فر، محمود. (۱۳۸۷). مدیریت مالی، بابل سر، انتشارات دانشگاه مازندران، چاپ پنجم، صص ۲۸۱-۲۵۱.
۲. احمد پور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). "رابطه بین معیار های ریسک و اختلاف بین خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶، صص ۶۰-۳۷.
۳. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و سارنچ، علیرضا. (۱۳۸۷). "انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، شماره ۵۳، صص ۱۶-۳.
۴. رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۸۰-۶۳.
۵. یحیی زاده فر، محمود و خرمدین، جواد (۱۳۸۷)، نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۱۸-۱۱۰.
6. Agrawal, V., Kothare, M., Rao, R. K. S. and Wadhwa, P., (2004), "Bid-Ask Spreads, Informed Investors and Firm's Financial Condition", Quarterly Review of Economics and Finance, vol. 44, pp. 58-76.
7. Akerlof, G., (1970), "The market for lemons quality uncertainty and the market mechanism", Quarterly Journal of Economics, vol. 90, pp. 629-650.
8. Barbedo, C. H., Camilo- Da- Silva, E, Level, R, (2007), "Probability of information – Based Trading, intraday liquidity and corporate governance in the Brazilian stock Market", pp. 2-19
9. Kiel, Geoffrey C. and Nicholson, Gavin J(2003), Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance, Corporate Governance: An International Review, vol. 11, pp. 189-205
10. Botosan, C. A., (1997), "Disclosure level and the cost of equity capital", The Accounting Review, pp. 323-349.
11. Brown, S. and Hillegeist, S. A, (2006), "How Disclosure Quality Affects the Long-run Level of Information Asymmetry", Working Paper. Georgia State University, Atlanta, pp. 2-42.
12. Bushee, B. & Miller, G.( 2007), "Investor relations, firm visibility, and investor following", Available at SSRN, pp. 1-52.
13. Chang, Millicent, D Anna, Gino, Watson, Laion, Wee, Marvin, (2008), "Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?", Australian journal of Management.

14. Chen, W.P, Chung, H, Lee, C, and Liao, W-L, (2007), "Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P Transparency and Disclosure ranking ", Available at SSRN, pp. 644-660.
15. Eng, L.L. and Mak., Y. T, (2003), "corporate governance and Voluntary disclosure, journal of Accounting and public policy, pp. 325-345.
16. Frankel, R., Johnson, M. and Skinner, D.J.(1999), "An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium", Journal of Accounting Research, 37(1), pp. 133-152.
17. Hauswald, R. and Marquez, R., (2007), "Governance Mechanisms and Corporate Disclosure. Working ", Paper. University of Maryland, pp. 1-35.
18. Healy, P. M., Hutton, A. P. and Palepu, K. G. (1999), "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure", Contemporary Accounting Research, vol. 16, pp. 485–520.
19. Healy, Paul M., and Krishna G. Palepu, (2001)," Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", Journal of Accounting & Economics, Vol. 31, Nos. 1-3.
20. Heflin, F. L., Shaw, K. W. and Wild, J. J, (2005), " Disclosure Policy and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes", Contemporary Accounting Research, vol. 22, pp. 829–865.
21. Jensen, Michael c., and W. H. Meckting (1976), "The ory of the firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure",. Journal of Financial Economics, pp. 305-360.
22. Laidroo, L, (2009), "Association between Ownership Structure and Public Announcements Disclosures". An International Review, vol. 17(1), pp. 13-34.
23. Lang, M. and Lundholm, R. (1993), "Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures", Journal of Accounting Research, vol. 31, pp. 246–271.
24. Lang, M. and Lundholm, R. (1999), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", Accounting Review, vol. 71, pp. 467-493.
25. Lesmond, D., (2005), "Liquidity of emerging market" Journal of Financial and Economics, vol. 77, pp. 411-452
26. Mitton, T. (2002), "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", Journal of Financial Economics, vol. 64, pp. 215–241.
27. Ryan, H, (1996), "The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread", Journal of Financial and Strategic Decisions, summer, pp.33-40.
28. Wallace, R. S. O., & Naser, K, (1995), " Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosures in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong", Journal of Accounting and Public Policy, vol. 14, pp. 311–368.
29. Liu, Weimin (2005), "A liquidity-augmented capital asset pricing model", Journal of financial Economics, Vol. 1, No. 1, pp. 1-41.
30. Wolk, Dodd, Tearny. (2001), "Accounting theory", vol. 2.

31. Hyungwook Yoon, Hangjung Zo, Andrew P. Ciganek (2010), "Does XBRL adoption reduce information asymmetry?" journal of Business Research, pp. 1-7.
32. Leuz C and Verrecchia Re.(2000),"The economic consequences of increased disclosure, J Account Res ,No. 38, pp.91-124.
33. Clarke J, Shastri K(2000), On information asymmetry metrics, working paper, University of Pittsburgh.
34. Boone JP. (1998), Oil and gas reserve value disclosures and bid-ask spreads, J Account Public policy 1998, No.17, pp. 55-84.
35. Chiang R, Venkatesh PC.(1988),Insider holding and receptionsns of information asymmetry: a note, J finance,43(4), pp. 1041-1048.
- 36- Laura Frieder and Rodolfo Martell (2006), "On Capital Structure and the Liquidity of a Firm`s Stock", working paper.series 401.
- 37-Healy, Paul M. and Palepu, Krishna G.(2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", Journal of Accounting and Economics, No. 31, pp. 405-440.
- 38-Lafound, R., and Watts,R.(2008),” The Information Role of Consevatism”, The Accounting Review(forthcoming). Available at URL: [http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 39- Tinic, S.(1972)," The economics of liquidity services", Quarterly journal of economics, No. 86, pp. 79-93.
- 40-Kim, O., Verrcchia, A.(1994)," Market liquidity and volume around earning announcement", journal of Accounting and Economics, Vol. 17, No. 2, pp. 41-67.