

# Investigating the Effect of Withholding Strategy of Bad News on Shareholders' Satisfaction

## **Seyed Reza Seyed Nezhad Fahim**

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Accounting and Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. E-mail: s.rezafahim@liau.ac.ir

## **Mahdi Meshki Miavaghi**

\*Corresponding author, Associate Prof., Department of Accounting, Payame Noor University, Rasht, Iran. E-mail: m\_meshki@pnu.ac.ir

## **Ebrahim Chirani**

Assistant Prof., Department of Business Management, Rasht branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. E-mail: chirani@iaurasht.ac.ir

## **Gholamreza Mahfoozi**

Assistant Prof., Department of Management, Faculty of Literature and Human Sciences, University of Guilan, Rasht, Iran. E-mail: ghmahfoozi@guilan.ac.ir

## **Abstract**

**Objective:** According to the prospectus of Iran's Capital Market, this market can be turned into an Islamic finance center in the Middle East. This requires to protect investors' right through organizing, maintaining and developing a transparent, fair and efficient market for a variety of different types of securities. Transparency and reduction of asymmetry reduce risk in the capital market and increase investor attraction to this market. For this purpose, present research investigates the information asymmetry generated by companies bad news withholding and its role in shareholders' satisfaction.

**Methods:** In this research, abnormal stock return rate before and after the general meeting date has been used to examine the Information Asymmetry. Trading value and open trading days have also been used as indicators to measure the shareholders' satisfaction. To achieve the research goal, 123 companies listed in the Tehran Stock Exchange during the period from 2011 to 2016 were selected and a panel data approach was used to test the research of hypotheses.

**Results:** Findings do not show a significant relationship between withholding strategy of bad news and the trading value, but there is a significant negative relationship between the withholding strategy of bad news and the open trading days.

**Conclusion:** Therefore, it is predicted that due to the use of this strategy by the companies, stockholders satisfaction level decreased and in the long run, it causes serious damage to the interests of all involved groups.

**Keywords:** Strategic withholding of bad news, Information asymmetry, Shareholders' satisfaction, Trading value, Open trading days.

**Citation:** Seyed Nezhad Fahim, S.R., Meshki Miavaghi, M., Chirani, E., Mahfoozi, Gh. (2018). Investigating the Effect of Withholding Strategy of Bad News on Shareholders' Satisfaction. *Accounting and Auditing Review*, 25(4), 519-536. (in Persian)

Accounting and Auditing Review, 2018, Vol. 25, No.4, pp. 519-536

DOI: 10.22059/acctgrev.2019.260229.1007918

Received: June 14, 2018; Accepted: November 03, 2018

© Faculty of Management, University of Tehran

# بررسی تأثیر استراتژی نگهداری اخبار بد بر رضایتمندی سهامداران

سید رضا سید نژاد فهیم

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. رایانامه: s.rezafahim@liau.ac.ir

مهدی مشکی میاوقی

\* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه مالی، دانشگاه پیام نور، رشت، ایران. رایانامه: m\_meshki@pnu.ac.ir

ابراهیم چیرانی

استادیار، گروه مدیریت بازرگانی، دانشکده حسابداری و مدیریت، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. رایانامه: chirani@iaurasht.ac.ir

غلامرضا محفوظی

استادیار، گروه مدیریت، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. رایانامه: ghmahfoozi@guilan.ac.ir

## چکیده

**هدف:** با توجه به سند چشم‌انداز بازار سرمایه ایران، این بازار می‌تواند به مرکز مالی اسلامی در خاورمیانه مبدل شود. این امر به حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از طریق ساماندهی، حفظ و توسعه بازاری شفاف، منصفانه و کارا برای انواع اوراق بهادار نیاز دارد. شفافیت و کاهش عدم تقارن، موجب کاهش ریسک در بازار سرمایه شده و امکان جذب بیشتر سرمایه‌گذار را فراهم می‌کند. به همین منظور، پژوهش حاضر به بررسی عدم تقارن اطلاعات ناشی از نگاه‌داشت اخبار بد توسط شرکت‌ها و نقش آن بر رضایتمندی سهامداران می‌پردازد.

**روش:** در این پژوهش از میزان بازده غیرعادی سهام قبل و بعد از تاریخ مجمع عمومی در راستای بررسی عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است. برای اندازه‌گیری رضایتمندی سهامداران نیز از دو شاخص ارزش معاملات و نسبت روزهای باز معاملاتی استفاده شده است. برای دستیابی به هدف پژوهش، ۱۳۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ انتخاب شده و با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های پژوهش آزمایش شدند.

**یافته‌ها:** یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین استراتژی ناشی از نگاه‌داشت اخبار بد و ارزش معاملات رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین استراتژی ناشی از نگاه‌داشت اخبار بد و نسبت روزهای باز معاملاتی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

**نتیجه‌گیری:** پیش‌بینی می‌شود به‌واسطه استفاده از استراتژی نگهداری اخبار بد از سوی شرکت‌ها، میزان رضایتمندی سهامداران کاهش یافته و در بلندمدت به منافع همه گروه‌های درگیر آسیب جدی وارد شود.

**کلیدواژه‌ها:** استراتژی نگاه‌داشت اخبار بد، عدم تقارن اطلاعات، رضایتمندی سهامداران، ارزش معاملات، نسبت روزهای باز معاملاتی.

**استناد:** سید نژاد فهیم، سید رضا؛ مشکی، مهدی؛ چیرانی، ابراهیم؛ محفوظی، غلامرضا (۱۳۹۷). بررسی تأثیر استراتژی نگهداری اخبار بد بر رضایتمندی سهامداران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۴)، ۵۱۹-۵۳۶.

فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۷، دوره ۲۵، شماره ۴، صص. ۵۱۹-۵۳۶

DOI: 10.22059/acctgrev.2019.260229.1007918

دریافت: ۱۳۹۷/۰۳/۲۴، پذیرش: ۱۳۹۷/۰۸/۱۲

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

بازار سرمایه نه تنها سرمایه‌های مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری را تأمین می‌کند، بلکه این سرمایه‌ها را به‌طور مؤثر به پروژه‌هایی که بهترین بازده را برای مالکان سرمایه دارد، اختصاص می‌دهد. این عمل در تعیین رشد کلی اقتصاد بسیار مهم است. عملکرد بازار سرمایه بر نقدینگی، کسب اطلاعات در رابطه با شرکت‌ها، تنوع ریسک، صرفه‌جویی و راهبری شرکت‌ها اثرگذار است. بنابراین، با تغییر کیفیت این خدمات، عملکرد بازارهای سهام می‌تواند نرخ رشد اقتصادی را تغییر دهد (آنیفوز<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).

از سوی دیگر کسب بازده اضافی یکی از اهداف اصلی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است. در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، نخستین و مهم‌ترین عاملی که فراروی سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد، بازده و بررسی روند تغییرات قیمت سهام است. بازده در فرایند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. «جریان خبرهای مرتبط با یک شرکت، محیط اطلاعاتی از شرکت ایجاد می‌کند که یکی از عوامل مهم در فرایند کشف قیمت است. ارزیابی اینکه شرکت‌ها چه طور جریان انتقال اخبار در خصوص خود را به بازار سرمایه مدیریت می‌کنند، اهمیت زیادی دارد» (هوبرگ و لویز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). بنیان تصمیم‌گیری آگاهانه بر اطلاعات قرار دارد و هرچه اطلاعات مربوطتر و قابل اتکاتر باشند، تصمیم بهینه‌تری اتخاذ خواهد شد (قائمی و تقی‌زاده، ۱۳۹۵) و اگر به‌درستی فراهم و پردازش نشود برای فرد تصمیم‌گیرنده اثرهای منفی در پی خواهد داشت. همچنین نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات نیز حائز اهمیت است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به‌طور نامتقارن بین افراد توزیع شود، می‌تواند نسبت به یک موضوع واحد نتایج متفاوتی به دست آورد. بنابراین قبل از اینکه خود اطلاعات برای فرد تصمیم‌گیرنده مهم باشد، باید کیفیت توزیع اطلاعات به‌دقت ارزیابی شود. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مد نظر قائل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت (دیاموند و ورچیا<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱). اگر مدیران به‌محض دریافت اطلاعات، آن را افشا کنند، تقارن اطلاعاتی حاصل می‌شود. اما به هر حال، مدیران برای انتقال اطلاعات به بازار سرمایه، استراتژی زمان را در پیش می‌گیرند، به‌طوری که اخبار خوب را به‌سرعت به بازار منتقل کرده ولی اخبار بد را جمع‌آوری و نگهداری می‌کنند، بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی به وجود می‌آید (آناساکو، استرونک و والکر<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶).

در بازاری که عدم تقارن اطلاعاتی زیاد باشد، افراد مطلع را در موقعیت تصمیم‌گیری مناسب‌تری نسبت به سایر افراد قرار می‌دهد. وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه و نبود راهکار مناسب برای کاهش آن، نارضایتی برخی از سرمایه‌گذاران را در پی خواهد داشت و سرمایه‌های افراد عادی که در این بازارها اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند همواره در معرض مخاطره قرار خواهد گرفت. انتشار عمومی اطلاعات باکیفیت توسط مدیریت، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت و سایر استفاده‌کنندگان خواهد شد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به‌نوبه خود به کاهش ریسک اطلاعاتی، کاهش هزینه سرمایه، افزایش توان پیش‌بینی جریان‌های نقدی، بهبود ارزشیابی شرکت و همچنین افزایش

1. Anifowose

2. Hoberg &amp; Lewis

3. Diamond &amp; Verrecchia

4. Athanasakou, Strong &amp; Walker

نقدشوندگی سهام و در نتیجه رضایتمندی سهامداران منجر می‌شود. با این وجود به نظر نمی‌رسد مدیران شرکت‌ها نسبت به انتشار اخبار خوب و بد علاقه‌مندی یکسانی داشته باشند. یک دیدگاه این است که وجود برخی تورش‌های رفتاری و تعقیب منافع شخصی، باعث می‌شود مدیریت، انتشار خبر بد را تا حد امکان عقب بیندازد اما اخبار خوب را به سرعت افشا کند، موضوعی که می‌تواند به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های ذی‌نفع و شناسایی بازده مثبت غیرعادی تا زمان انتشار اخبار بد منجر می‌شود. اما در نهایت انتشار یکباره آن باعث ایجاد بازده منفی غیرعادی خواهد شد. اما دیدگاه دوم، اعتقاد بر آن دارد که انتشار اخبار بد، می‌تواند نشان‌دهنده قدرت، ثبات و اطمینان بالای مدیریت به توانایی‌ها و پتانسیل بالای شرکت در گذر از بحران‌ها و دستیابی زود هنگام به انتظارات سرمایه‌گذاران و جلب رضایت آنان باشد. بر این اساس این مطالعه درصدد است تا به این پرسش پاسخ دهد که آیا عدم تقارن اطلاعاتی بر رضایتمندی سهامداران اثرگذار است؟ از این رو هدف پژوهش بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نگاه‌داشت اخبار بد بر رضایتمندی سهامداران است.

### مبانی نظری

پژوهش‌های انجام‌شده، اغلب بازده غیرعادی سهام را به منظور شاخصی برای ارزیابی جریان اطلاعاتی شرکت‌ها به کار می‌برند. در حالی که عوامل مختلفی در ایجاد بازده غیرعادی سهام دخیل هستند، این باور وجود دارد که سیاست افشای شرکت یکی از عوامل اصلی و اثرگذار در آن است. بر اساس فرض تحقیقات پیشین، مدیران اطلاعات را به صورت تصادفی دریافت می‌کنند، به طوری که روند رسیدن اطلاعات به صورت سیستماتیک برای اخبار خوب و بد یکسان است. با توجه به این فرض، اگر مدیران فوراً اطلاعات را افشا کنند، انتشار اطلاعات باید به بازده متقارن سهام منجر شود، یعنی متوسط بازده مثبت ناشی از خبر خوب باید برابر با بازده منفی ناشی از خبر بد باشد. با این حال، اگر مدیران به طور استراتژیک عمل کنند، انتشار خبر بد را تا حد امکان عقب بیندازند و در عوض خبر خوب را به سرعت افشا کنند، عدم تقارن در بازده سهام ایجاد می‌شود. این عدم تقارن بازده، جریان‌های نامتقارنی از خبرهای خوب در برابر خبرهای بد را منعکس می‌کند. نتیجه این عمل (تا زمانی که اخبار بد منتشر نشده باشد) موجب بهبود تصویر شرکت خواهد شد و تمایل سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری در شرکت افزایش خواهد داد. زمانی که انباشت اخبار بد به اوج خود رسید، نگهداری این اطلاعات برای مدیران پرهزینه و غیرممکن شده و در نتیجه مدیران اخبار بد را یکباره منتشر می‌کنند که نتیجه آن ایجاد بازده منفی غیرعادی است (آتناساکو و همکاران، ۲۰۱۶).

برخی از مطالعات انجام‌شده، شواهد کاملاً متفاوت و بعضی مواقع متضادی در رابطه با تمایل مدیران به افشا یا نگهداری اخبار بد نشان می‌دهند (باو، کیم، ماین و سو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). بر این اساس این ادعا وجود دارد که مدیریت ممکن است به دلیل افزایش امنیت شغلی مدیران (هلی و پالپو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱) یا کاهش خطر دعاوی قضایی (اسکینر<sup>۳</sup>، ۱۹۹۴ و کازنیک و لئو<sup>۴</sup>، ۱۹۹۵) به انتشار و افشای سریع اخبار بد اقدام کند. در همین راستا نتایج مطالعات ورچیا<sup>۵</sup> (۲۰۰۱) و دای<sup>۶</sup>

1. Bao, Kim, Mian & Su  
3. Skinner  
5. Verrecchia

2. Healy and Palepu  
4. Kasznik and Lev  
6. Dye

(۱۹۸۶) نشان می‌دهد انتشار چنین اطلاعاتی می‌تواند به منزله علامتی به بازار مبنی بر اطمینان و توانایی بالای شرکت در راستای دستیابی به عملکرد خوب در آینده نزدیک باشد. همچنین در رابطه با انتشار یا نگهداری اخبار خوب دیدگاه واحدی وجود ندارد. عده‌ای معتقدند مدیریت ممکن است قبل از اعلام زبان‌های غیرعادی، به انتشار اخبار خوب اقدام کند تا از این رهگذر افت قیمت سهام را کنترل و مدیریت کند. بر این اساس استراتژی مدیران از ثبت اختراعات یا معرفی محصولات جدید (به‌عنوان یک خبر خوب) قبل از اعلام زبان‌های غیرمنتظره، قابل توجیه است (لانسفورد<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). اما در مقابل بر اساس استدلال جی و لنوکس<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) انتشار اخبار مربوط به پیش‌بینی‌های بیش از حد خوش‌بینانه در خصوص عملکرد آتی، خطر دعاوی حقوقی را افزایش می‌دهد. طبق گزارش گونگ، لوئیس و سان<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) سرمایه‌گذاران پس از ادغام، اغلب شکایت دارند و شایع‌ترین علت شکایت در این پرونده‌ها این است که مدیران با انتشار اظهارات دروغ و خوش‌بینانه آنها را گمراه کرده‌اند. اما موضوع قابل تأمل این است که ابراز نارضایتی یا شکایت از مدیرانی که اخبار بد زود هنگام را منتشر نمی‌کنند، امری معمولی تلقی نمی‌شود. این عدم تقارن در دادخواهی، ناشی از آن است که برای یک شاکی اثبات اینکه مدیران از اخبار بد آگاهی داشته‌اند یا اینکه مدیران به‌طور عمد اخبار بد را منتشر نکرده‌اند، دشوار است. بر این اساس انتظار می‌رود مدیران درباره اخبار بد آینده، سکوت کنند تا با این استراتژی، چهره مناسبی از شرکت در ذهن سرمایه‌گذاران به تصویر بکشند (جی و لنوکس، ۲۰۱۱). کوتاری، شو و وایسوکو<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند مدیران از انتشار اخبار بد تا آستانه معینی اجتناب کرده و در نهایت با انتشار اخبار بد انباشته‌شده، بازده منفی قابل توجهی را در سهام تجربه می‌کنند (هاکنبراک، جنکنیز و پیوزن<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴) و به نظر می‌رسد این احتمال برای شرکت‌هایی که در محیط رقابتی تری فعالیت می‌کنند، بیشتر باشد (بیلت، گارفینکل و یو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷).

با این حال میزان واکنش بازار به انتشار اخبار بد بر مبنای مقدار عدم تقارن بین گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار و مقدار خطای مورد انتظار آنها متفاوت خواهد بود (باو و همکاران، ۲۰۱۸). چگونگی جریان اطلاعات شرکت بین سرمایه‌گذاران می‌تواند بر قیمت سهام و میزان حجم معاملات تأثیرگذار باشد. پیشینه نظری در ارتباط با حجم و نوسانات قیمت به‌طور عمده به اختلاف در باورها و عقاید سرمایه‌گذاران بازار توجه کرده و بر سه فرض فرضیه ترکیب توزیع<sup>۷</sup>، فرضیه ورود متوالی اطلاعات<sup>۸</sup> و فرضیه پراکندگی عقاید<sup>۹</sup> متمرکز است.

طبق فرضیه ترکیب توزیع، توزیع تغییرات قیمت و حجم معاملات، به‌طور مشترک تابع جریان اطلاعات است. فرضیه ترکیب توزیع، رابطه مثبت حجم و نوسانات را به‌طور همزمان پیش‌بینی می‌کند. فرضیه ورود اطلاعات متوالی که توسط کاپلند<sup>۱۰</sup> (۱۹۷۶) ارائه شد، نشان می‌دهد جریان حرکت اطلاعات به معامله‌گران در یک روش متوالی منتقل می‌شود و مشابه فرضیه ترکیب توزیع، بین حجم و نوسانات رابطه مثبتی را پیش‌بینی می‌کند. با این تفاوت که سرعت انتشار اطلاعات بین معامله‌گران متفاوت است. دسترسی زودتر عده‌ای از معامله‌گران به اطلاعات محرمانه خصوصی، در حالی که سایر معامله‌گران به چنین اطلاعات مهمی دسترسی ندارند، موجب بروز عدم تعادل در بازار می‌شود. این موضوع

1. Lansford

3. Gong, Louis &amp; Sun

5. Hackenbrack, Jenkins &amp; Pevzner

7. Mixture Of Distributions Hypothesis

9. Dispersion Of Beliefs Hypothesis

2. Ge &amp; Lennox

4. Kothari, Shu &amp; Wysocki

6. Billett, Garfinkel &amp; Yu

8. Sequential Information Arrival Hypothesis

10. Copeland

با عنوان عدم تقارن اطلاعاتی مطرح می‌شود. فرضیه پراکندگی عقاید، علت حجم غیرعادی معاملات را در تفسیرهای متفاوت معامله‌گران از اطلاعاتی که در اختیار دارد، می‌داند. معامله‌گران آگاه نسبتاً عقاید همگنی دارند که بر مبنای درک و شناخت آنها از بازار است. از این رو، قیمت خرید و فروش آنها در حدود ارزش منصفانه دارایی انجام می‌شود. اما معامله‌گران ناآگاه نمی‌توانند این مسئله را که معامله سایر افراد به علت نیاز نقدینگی است یا به دلیل مبنای عرضه و تقاضا، تشخیص دهند. از این رو، تمایل دارند به همه تغییرات در حجم و قیمت واکنش نشان دهند، زیرا از نظر آنها این تغییرات منعکس‌کننده اطلاعات جدید است. در نتیجه به دلیل برداشت‌های اغراق‌آمیز از تغییرات قیمت، باعث نوسان‌های بیشتر در قیمت می‌شوند. با وجود مفروضات متمایزی که این تئوری‌های اطلاعاتی دارند، چن و دایگلر<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) نشان می‌دهند چگونه این تئوری‌ها مکمل هم هستند (اسلیم و داهمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). هی و وانگ<sup>۳</sup> (۱۹۹۵) دریافتند اطلاعات جدید، خصوصی یا عمومی، هر دو به تغییرات قیمت سهام و حجم بالای معاملات منجر می‌شود، در حالی که اطلاعات خصوصی موجود می‌تواند به حجم معاملات زیاد با تغییرات قیمت کم منجر شود (باومیک، کاراناسوس و کارتساکلاس<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶).

افزایش دسترسی به اطلاعات و جست‌وجوی سرمایه‌گذاران برای فرصت‌های آربیتراژ ممکن است به پدید آمدن ناهنجاری‌های بسیاری در قیمت‌گذاری‌های گذشته یا از دست دادن اهمیت اقتصادی آنها منجر شود. این مورد، ممکن است به درک عمیق‌تر نقش حجم معاملات و نوسانات در پویایی قیمت‌های اوراق بهادار در راستای شناسایی الگوهای آینده بازار سهام به سرمایه‌گذاران بینجامد (آنیفوز، ۲۰۱۲). در یک بازار غیرشفاف، ممکن است قیمت‌ها به دلیل وجود شایعات بالاتر از ارزش ذاتی خود باشند که این امر به نوبه خود موجب افزایش ارزش معاملات می‌شود. این موضوع می‌تواند باعث شود همه فروشندگانی که قصد دارند در دوره بعد در بازاری شفاف به دادوستد بپردازند کاهش قیمت بیشتری را تجربه کنند (فوکس، اوری و اسکرزپاکس<sup>۵</sup>، ۲۰۱۶). همچنان که اطلاعات نامتقارن در بازار افزایش پیدا می‌کند، تأثیر انتخاب‌های نادرست (کژگزینی) توسط سرمایه‌گذاران ناآگاه نیز به دلیل وجود تردید در رابطه با ارزش واقعی دارایی‌ها بیشتر می‌شود، بنابراین سرمایه‌گذاران تمایل پیدا می‌کنند با قیمت کمتری سهم خود را به فروش رسانند. این عامل باعث کاهش قیمت عرضه و در نتیجه افزایش میزان خرید سرمایه‌گذاران آگاه می‌شود (لیو و وانگ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶). بنابراین پیش‌بینی می‌شود با افزایش کیفیت افشای اطلاعات، انتخاب نادرست و ریسک معاملات کاهش یافته و تمایل سرمایه‌گذاران به انجام معامله بیشتر شود، موضوعی که می‌تواند به معنای افزایش نقدشوندگی سهام در بازار تلقی شود (مرادزاده فرد و ابوحمزه، ۱۳۹۰).

### پیشینه تجربی

ونکتاش و چینگ (۱۹۸۶) در مقاله‌ای به بررسی عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش پرداختند. آنها اعلامیه‌های خبری ۷۵ شرکت فرانسوی را در سال ۱۹۷۳ مطالعه کردند. نتایج پژوهش نشان داد شکاف

1. Chen & Daigler

3. He & Wang

5. Fuchs, Öry & Skrzypacz

7. Venkatesh & Chiang

2. Slim & Dahmene

4. Bhaumik, Karanasos & Kartsaklas

6. Liu & Wang

پیشنهادی خرید و فروش منبع درآمد کارگزاران برای جبران زیان‌های پیش‌بینی‌نشده، در نتیجه مبادله با معامله‌گران آگاه است. از این رو شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، تابع صعودی از مسئله انتخاب نادرست به‌وسیله بازارگردانان و متخصصان بازار است که به‌طور خطی، با میزان اطلاعات نامتقارن خاص شرکت در بازار رابطه دارد.

بوروکوا و شیائوبو<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) اثر ارائه اخبار جانبدارانه بر بازده غیرعادی سهام را مطالعه کردند. آنها از حدود دو میلیون اطلاعات خبری از پایگاه تحلیل خبری تامسون رویترز استفاده کردند. نتایج حاکی از آن بود که اخبار جانبدارانه رابطه مثبت و معناداری با بازده غیرعادی دارد. همچنین بازده غیرعادی یک سهم نه تنها تحت تأثیر اخبار جانبدارانه آن سهم قرار دارد، بلکه متأثر از اخبار جانبدارانه کل بازار نیز قرار می‌گیرد. برای مثال وقتی جو بازار منفی است، توجه سرمایه‌گذاران به یک خبر خوب در رابطه با یک سهم تقویت شده و این موضوع به ایجاد بازده غیرعادی مثبت در آن سهم منجر می‌شود. به بیان دیگر، یک احساس متضاد در بازار، اثرهای اخبار سهام را بر بازده غیرعادی تقویت می‌کند. بر این اساس به نظر می‌رسد شرکت‌های کوچک‌تر نسبت به اخبار جانبدارانه، حساس‌تر باشند.

آتناساکو و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی عوامل مؤثر بر جریان عدم تقارن اطلاعاتی بر مبنای استراتژی نگهداری اخبار بد (بازده منفی غیرعادی سهام) نسبت به اخبار خوب (بازده مثبت غیرعادی سهام) در آمریکا پرداختند. نتایج بیانگر آن بود که بین حساسیت‌های مدیریتی و عملکرد ضعیف شرکت با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین کیفیت پایین سود و عدم تقارن اطلاعاتی و میزان دعاوی حقوقی سهامداران علیه شرکت و کاهش نقدشوندگی سهام نیز رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

بلوم و جکسون<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر اعلام تغییر مدیر عامل بر بازده غیرعادی و حجم معاملات در بازار مسکن آمریکا پرداختند. نتایج پژوهش آنان، بازده‌های غیرعادی منفی معناداری در دوره‌های قبل و بعد از اعلام انتقال مدیر عامل را نشان می‌دهد. این موضوع بیانگر آن است که بازار، به انتقال مدیر عامل در بازار مسکن به‌عنوان رویدادی با ارزش، توجه نکرده است. بررسی حجم معاملات نشان داد، در سی روز قبل از اعلام تغییر مدیر عامل حجم معاملات کاهش داشته است، اما در دوره نزدیک به اعلام، حجم معاملات افزایش قابل توجهی نشان می‌داد (پنج روز قبل از تاریخ اعلام و پنج روز بعد از آن). این مطلب عدم اطمینان سرمایه‌گذار را با توجه به جهت و ارزش سهام در شرکت‌های نمونه نشان می‌دهد. برای به حداقل رساندن تأثیر منفی روی قیمت سهام و حجم معامله برنامه‌ریزی شرکت‌های مسکن برای انتقال مدیر عامل، فراهم کردن اطلاعات دقیق، کافی و به‌هنگام برای سهامداران درباره مدیر عامل جدید، سابقه ایشان و ارزشی که به شرکت می‌افزایند، حائز اهمیت است. چنین فعالیت‌هایی می‌توانند تأثیر منفی اعلام انتقال مدیر عامل را روی ارزش شرکت، کاهش دهد.

لوف و بومل<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) به‌منظور بررسی کیفیت توزیع حجم معاملات به‌عنوان تابعی از نسبت معاملات آگاهانه، رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و توزیع حجم معاملات روزانه در سهام آمریکا را مطالعه کردند. نتایج تحقیق بیانگر آن بود که در زمان قبل از اعلام سود، حجم معامله معامله‌گران آگاه نسبت به زمان بعد از اعلام سود، بیشتر است و ضریب تغییرات

1. Borovkov & Xiaobo  
2. Bloom & Jackson  
3. Lof & van Bommel

حجم معاملات به شدت با شاخص معاملات آگاهانه همبستگی دارد. علاوه بر این، ضریب تغییرات حجم معاملات پس از اعلان سود به شدت کاهش می‌یابد که نشان‌دهنده کاهش عدم تقارن اطلاعات است. زمانی که اعلام سود حاوی اطلاعات غیرمنتظره‌ای باشد، نتایج این الگو قوی‌تر می‌شود.

باو و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تمایل مدیران به نگهداری اخبار بد در بورس اوراق بهادار آمریکا پرداختند. نتایج این پژوهش بیانگر آن بود که مدیران، عموماً به نگهداری اخبار بد تمایل دارند. با این حال، این گرایش هنگامی که شرکت‌ها در معرض خطر دادرسی قرار می‌گیرند، کاهش یافته و زمانی که مدیران برای حمایت از قیمت سهام تلاش می‌کنند، تقویت می‌شود.

موسوی شیری، خلعت‌بری و فیروزبخت (۱۳۹۴) به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش ارزشیابی سهام پرداختند. برای آزمون فرضیه پژوهش، از داده‌های تاریخی مربوط به ۳۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و از تحلیل رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری با بیش ارزشیابی سهام دارد. در واقع هنگامی که مدیریت شرکت‌ها، دارای مزیت و برتری اطلاعاتی بوده و سودها را دستکاری می‌کنند، باعث افزوده شدن بر شدت بیش ارزشیابی سهام می‌شوند که به نابودی ثروت بلندمدت صاحبان سهام منجر می‌شود.

آقاییک‌زاده، فروغی و دستگیر (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر محافظه‌کاری و تأخیر در افشای اخبار همزمان سودهای میان دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه بر واکنش بازار سهام پرداختند. نتایج نشان داد در سطح مشخصی از اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالانه، تفاوت معناداری بین واکنش بازار به اخبار همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی‌های سود سالانه خوب و بد وجود ندارد، اما اضافه شدن اثر تأخیر در اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالانه، موجب افزایش (کاهش) شدت واکنش بازار به اخبار خوب (بد) می‌شود. از نتایج دیگر اینکه در شرکت‌هایی با محافظه‌کاری بیشتر، میزان واکنش بازار سهام به اخبار خوب (بد)، کاهش (افزایش) می‌یابد.

بادآورنهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. برای سنجش عدم انتشار اخبار بد از سرمایه‌گذاری بیشتر از حد استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد پرداخت سود سهام تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همچنین زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می‌شود. نتیجه دیگر اینکه عدم انتشار اخبار بد تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد و این تأثیر در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، شدیدتر است. بنابراین انباشت اخبار بد، بازده منفی و شدیدتر سهام را به شکل سقوط قیمت سهام در پی دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

بازار سرمایه پلی است که پس‌انداز سرمایه‌گذاران را به واحدهای سرمایه‌گذاری که به آن نیاز دارند، انتقال می‌دهد. از سوی دیگر، سازوکارهای تعبیه‌شده در این بازار، از طریق رشد حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را سرعت می‌بخشند. از این رو افزایش رضایتمندی سرمایه‌گذاران، از اهداف اصلی این بازار است. تصمیم‌های مالی نیز بر مبنای



ریسک و بازده انجام می‌شوند. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک، نقدشوندگی سهام است. از این رو بررسی اثر سیاست نگهداشت اخبار بد (به‌عنوان یک شاخص عدم تقارن اطلاعاتی) بر میزان نقدشوندگی سهام (به‌عنوان شاخص رضایتمندی سهامداران) بیش از پیش احساس می‌شود. در این پژوهش به‌منظور اندازه‌گیری رضایتمندی سهامداران از دو معیار استفاده شده است (ارزش معاملات و تعداد روزهای باز معاملاتی)، بنابراین می‌توان فرضیه‌های این پژوهش را به‌صورت زیر مطرح کرد:

فرضیه نخست: بین عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نگهداشت اخبار بد و ارزش معاملات رابطه منفی معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نگهداشت اخبار بد و تعداد روزهای باز معاملاتی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به‌منظور انتخاب نمونه از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری، شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر بودند برای بررسی انتخاب شدند و در ادامه، به جمع‌آوری و آزمون داده‌های این شرکت‌ها طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به مدت ۶ سال پرداخته شد.

۱. شرکت‌ها از نوع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی یا بانک‌ها و غیره نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت‌ها متفاوت است.

۲. با هدف کنترل اثر زمانی و متغیرهای مداخله‌گر محیطی ناشی از شرایط زمانی، پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

۳. قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۴. وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند.

۵. اطلاعات لازم برای اجرای پژوهش در دسترس باشد.

با توجه به بررسی‌های انجام‌شده، ۱۲۳ شرکت در بازه زمانی یادشده حائز شرایط بالا بودند و برای نمونه پژوهش انتخاب شدند. اطلاعات لازم شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه رسمی اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شد. داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل شدند. مدل پژوهش به‌صورت زیر قابل ارائه است:

$$Satisfaction_{shareholders}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PNF_{it} + Controls_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۱})$$

متغیر وابسته رضایتمندی سهامداران است. لازم است دارنده سرمایه برای سرمایه‌گذاری، از دو مورد اطمینان حاصل کند. نخست اطمینان از سودآوری و دوم اطمینان از امنیت سرمایه‌گذاری و عدم تعرض به سرمایه او (ندری و حسینی، ۱۳۹۴). بر اساس نتایج پژوهش فهیمی دوآب (۱۳۸۴) قدرت نقدشوندگی سهام، موقعیت سرمایه‌گذاری و همچنین سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر رفتار سرمایه‌گذاران مبنی بر تصمیم آنها به خرید و

فروش سهام تأثیرگذار است. پژوهش شیم، لی و کیم<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) حاکی از آن است که سودآوری و همچنین نقدشوندگی سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاری اثر مثبتی دارد. طبق نتایج پژوهش رستمی نوروزآباد، صداقت و حیبی (۱۳۹۲) که به بررسی عوامل مؤثر بر رضایتمندی سرمایه‌گذاران پرداختند، شاخص‌های نقدشوندگی، سودآوری و امنیت سرمایه‌گذاری به ترتیب رتبه اول تا سوم عوامل مؤثر بر رضایتمندی سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. از این رو با وجود اینکه میزان رضایتمندی می‌تواند از فردی به فرد دیگر متفاوت باشد (رهنمای رودپشتی، تقی‌پوریان، آزادیان، ۱۳۸۹)، در این پژوهش از نقدشوندگی سهام به‌عنوان معیار سنجش رضایتمندی سهامداران استفاده شده است. نقدشوندگی سهام با استفاده از شاخص‌های مختلفی قابل اندازه‌گیری است که در این پژوهش از دو شاخص ارزش معاملات (Trading Value) و نسبت روزهای باز معاملات (Open Trading Days) به‌عنوان معیارهایی برای نقدشوندگی سهام استفاده شده است. ارزش معاملات بر مبنای لگاریتم طبیعی آن و نسبت روزهای باز معاملاتی از تقسیم تعداد روزهای باز معاملاتی بر کل تعداد روزهای معاملاتی در هر سال محاسبه می‌شود و فرض می‌شود با افزایش این دو شاخص، رضایتمندی سهامداران نیز بیشتر می‌شود.

متغیر مستقل استراتژی نگهداری اخبار بد<sup>۲</sup> (PNF) می‌تواند به‌عنوان شاخصی برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شود. در این پژوهش به تبعیت از آتاساکو و همکاران (۲۰۱۶) از بازده غیرعادی مثبت (به‌عنوان خبر خوب) و بازده غیرعادی منفی (به‌عنوان خبر بد) برای تعریف عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است. با این تفاوت که در مدل اصلی، فرض بر آن است که هر چه تعداد بازده غیرعادی منفی کمتر و مقدار آن بزرگ‌تر باشد، PNF نیز بزرگ‌تر خواهد بود، در حالی که مدل استفاده‌شده در پژوهش حاضر علاوه بر تعداد و مقدار بازده غیرعادی، به زمان انتشار اخبار نیز حساسیت نشان می‌دهد، به طوری که در روزهای قبل و بعد از انتشار صورت‌های مالی حسابرسی‌شده، هر چه تعداد بازده غیرعادی منفی کمتر، مقدار آن بزرگ‌تر و زمان ایجاد آن دیرتر باشد، PNF نیز بیشتر خواهد شد. در این مدل فرض می‌شود مدیران اخبار خوب را (نسبت به اخبار بد) سریع‌تر به بازار منعکس می‌کنند. این شاخص بر مبنای یک هفته کاری قبل و بعد از انتشار صورت‌های مالی (۱۴ روز) به‌صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$PNF_{it} = \ln(\text{Good Flows}_{it} - \text{Bad Flows}_{it}) \quad \text{رابطه ۲}$$

$$\text{Good flows}_{it} = \sum_{i=1}^p \left[ \left( \frac{AR_{i,d}^+}{\text{Tot}(AR_{i,t}^+)} \right) \times W_{i,d} \times \text{Rank}_{i,d}^+ \right] / \text{Tot}(AR_{i,t}^+) \quad \text{رابطه ۳}$$

$$\text{Bad flows}_{it} = \sum_{i=1}^n \left[ \left( \frac{AR_{i,d}^-}{\text{Tot}(AR_{i,t}^-)} \right) \times W_{i,d} \times \text{Rank}_{i,d}^- \right] / |\text{Tot}(AR_{i,t}^-)| \quad \text{رابطه ۴}$$

1. Shim, Lee & Kim

2. Positive versus negative flows

که در آن  $AR_{i,t}^+$  بازده غیرعادی مثبت شرکت  $i$  در روز  $d$ ،  $Tot(AR_{i,t}^+)$  جمع کل بازده غیرعادی مثبت شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Rank^+$  رتبه  $AR_{i,t}^+$  برای شرکت  $i$  در روز  $t$ ، به طوری که ابتدا بازدهی‌ها از بزرگ به کوچک مرتب شده و سپس به بزرگ‌ترین بازدهی موقعیت مکانی یک و به بازدهی بعدی دو و به همین ترتیب تخصیص داده می‌شود. در صورتی که بازدهی دو یا چند موقعیت، مساوی باشد، رتبه هر بازدهی بر مبنای متوسط موقعیت مکانی در نظر گرفته می‌شود. (P) تعداد روزهای بازدهی مثبت،  $AR_{i,t}^-$  بازده غیرعادی منفی شرکت  $i$  در روز  $d$ ،  $Tot(AR_{i,t}^-)$  جمع کل بازده غیرعادی منفی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Rank^-$  رتبه  $AR_{i,t}^-$  برای شرکت  $i$  در روز  $t$ ،  $W_{i,t}$  وزن اختصاص داده شده به بازدهی غیرعادی هر روز، به طوری که وزن روزهای نخست (قبل از مجمع) بیشتر از وزن روزهای بعدی باشد و (N) تعداد روزهای بازدهی منفی است. بازده غیرعادی هر روز بر مبنای مدل تک عاملی شارپ (۱۹۶۱) و با استفاده از رگرسیون غلطان به کمک داده‌های سه روز قبل محاسبه می‌شود.

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش و بر اساس مطالعات آتناساکو و همکاران (۲۰۱۶) و حیدری، قادری و رسولی (۱۳۹۵) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است.

بازده دارایی‌ها ( $ROA$ ) از نسبت سود عملیاتی به جمع دارایی‌های پایان سال محاسبه می‌شود و انتظار می‌رود شرکت‌های با بازدهی دارایی بالاتر، نقدشوندگی سهام بیشتری را تجربه کنند. حجم معاملاتی سهام ( $Vol$ ) با استفاده از نسبت تعداد سهام معامله شده به کل تعداد سهام شرکت در پایان سال محاسبه می‌شود و می‌تواند رابطه مستقیمی با شاخص‌های نقدشوندگی سهام این پژوهش داشته باشد. عمر شرکت ( $YrsListed$ ) برابر با لگاریتم تعداد سال‌های عمر شرکت (از زمان ورود به بورس) است و انتظار می‌رود شرکت‌های با سابقه‌تر، نقدشوندگی سهام بیشتری داشته باشند. نرخ بازده بازار ( $RM$ ) با استفاده از شاخص کل بازار محاسبه شده است و ارتباط مستقیمی با نقدشوندگی سهام دارد. در نهایت اندازه حسابرس ( $ASize$ ) در پژوهش حاضر در قالب یک متغیر مجازی وارد مدل شده است، به گونه‌ای که اگر حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. پیش‌بینی می‌شود نقدشوندگی سهام شرکت‌هایی که از سازمان حسابرسی به‌عنوان یک حسابرس معتبر استفاده می‌کنند، بیشتر باشد.

## یافته‌های پژوهش

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیان‌کننده پارامترهای توصیفی مجزای هر متغیر است. میانگین استراتژی اخبار بد ( $-0/701$ ) شده که نشان می‌دهد به‌طور میانگین مدیران سیاست عدم نگاه‌داشت اخبار بد را در پیش دارند. همچنین میانگین نسبت روزهای باز معاملاتی  $0/761$ ، نشان می‌دهد به‌طور متوسط ۷۶ درصد روزهایی که بورس اوراق بهادار برای انجام معامله باز است، سهام شرکت‌های نمونه پژوهش برای انجام معامله فعال بوده است. بیشترین بازده بازار مثبت ۱۰۷ درصد (مربوط به سال ۱۳۹۲) و کمترین آن منفی ۲۰ درصد (مربوط به سال ۱۳۹۳) بوده و بازده دارایی‌ها دارای کمترین پراکندگی و استراتژی نگهداری اخبار بد دارای بیشترین پراکندگی بین متغیرها است. حجم معاملات بیشترین کشیدگی و بازده بازار کمترین کشیدگی را به خود اختصاص داده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
استراتژی نگهداری اخبار بد	PNF	-۰/۷۰۱	-۲/۵۰۱	۸/۴۰۵	-۷/۹۴۶	۳/۵۹۱	۰/۶۴۰	۲/۲۷۰
ارزش معاملات	Trading Value	۱۱/۸۹۹	۱۲/۱۷۰	۱۶/۹۰۴	۲/۷۷۲	۲/۰۸۰	-۰/۶۲۴	۴/۲۱۷
نسبت روزهای باز معاملاتی	Open Trading Value	۰/۷۶۱	۰/۸۳۸	۰/۹۹۱	۰/۳۷۰	۰/۲۱۰	-۱/۲۹۱	۳/۹۵۵
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۳۴	۰/۱۱۳	۰/۶۲۳	-۰/۴۵۰	۰/۱۳۲	۰/۵۳۳	۴/۱۵۸
حجم معاملاتی سهام	VOL	۰/۳۱۳	۰/۱۲۰	۳/۲۷۶	۰/۰۰۰	۰/۴۵۳	۲/۵۴۲	۱۱/۱۴۸
عمر شرکت	YRSLISTED	۲/۷۰۳	۲/۷۷۲	۳/۸۷۱	۱/۳۸۶	۰/۴۵۶	-۰/۱۱۱	۲/۹۶۴
بازده بازار	RM	۰/۴۳۱	۰/۳۷۵	۱/۰۷۷	-۰/۲۰۸	۰/۴۳۵	۰/۰۹۷	۱/۷۹۹
اندازه حسابرس	ASize	۰/۲۱۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۱۳	۱/۳۶۴	۲/۸۶۲

جدول ۲ نتایج بررسی مانایی داده‌ها را نشان می‌دهد. از آنجا که مقدار احتمال تمام متغیرها کوچک‌تر از ۵ درصد است، ایستا بودن متغیرها به تأیید می‌رسد، به این معنا که میانگین و واریانس متغیرها طی زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، رگرسیون کاذبی به وجود نمی‌آورد.

جدول ۲. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

Levin,lin & chut		متغیر
احتمال	آماره	
۰/۰۰۰	-۲۵۳/۷۱۶	PNF
۰/۰۰۰	-۲۰/۷۲۷	Trading Value
۰/۰۰۰	-۲۰/۶۶۹	Open Trading Value
۰/۰۰۰	-۸/۰۶۷	ROA
۰/۰۰۰	-۲۰/۳۲۰	VOL
۰/۰۰۰	-۶۰/۸۳۳	YRSLISTED
۰/۰۰۰	-۳۶/۰۷۱	RM
۰/۰۰۰	-۳/۸۸۱	ASize

برای بررسی وجود یا عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای توضیحی پژوهش از تحلیل همبستگی استفاده شده است که این کار با محاسبه ضریب همبستگی پیرسون انجام می‌شود. جدول ۳ نتایج همبستگی پیرسون بین متغیرهای توضیحی را نشان می‌دهد. طبق داده‌های این جدول، بالاترین همبستگی مربوط به رابطه بین بازده دارایی‌ها و حجم معاملات، به میزان منفی ۲۱/۶ درصد است. یعنی معامله‌گران به شرکت‌هایی که بازدهی پایین‌تری داشته‌اند، بیشتر توجه کرده‌اند. در کل با توجه به پایین بودن ضریب همبستگی محاسبه‌شده (کمتر از ۸۰ درصد) می‌توان نتیجه‌گیری کرد بین متغیرهای توضیحی پژوهش، هم‌خطی شدیدی وجود ندارد.

جدول ۳. ضرایب همبستگی پیرسون متغیرهای مستقل پژوهش

متغیر	PNF	ROA	VOI	Yrslisted	RM	ASize
PNF	Correlation	۱/۰۰۰				
	Probability	-				
ROA	Correlation	۱/۰۰۰	-۰/۰۲۵			
	Probability	-	-۰/۴۹۵			
VOI	Correlation	۱/۰۰۰	-۰/۲۱۶	-۰/۰۵۳		
	Probability	-	-۰/۰۰۰	-۰/۱۴۷		
Yrslisted	Correlation	۱/۰۰۰	-۰/۰۴۱	-۰/۰۵۳	-۰/۰۶۵	
	Probability	-	۰/۲۶۴	۰/۱۴۸	۰/۰۷۵	
RM	Correlation	۱/۰۰۰	-۰/۰۹۵	-۰/۰۳۴	۰/۱۱۶	۰/۰۵۶
	Probability	-	۰/۰۰۹	۰/۳۵۱	۰/۰۰۱	۰/۱۲۳
ASize	Correlation	۱/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۱۶۲	-۰/۰۶۳	۰/۰۱۸
	Probability	-	۰/۸۵۷	۰/۰۰۰	۰/۰۸۷	۰/۶۲۴

برای انتخاب بین دو مدل رگرسیون تلفیقی و مدل اثرهای ثابت از آزمون چاو استفاده شده است. در این آزمون، فرضیه صفر بیانگر برابری ضرایب و عرض از مبدأ در شرکت‌های مورد بررسی است، از این رو رد فرضیه صفر مبین استفاده از روش داده‌های پانلی (مدل اثرهای ثابت) و عدم رد فرضیه صفر بیانگر استفاده از روش داده‌های تلفیقی است. از آنجا که احتمال به دست آمده از آزمون F لیمر کوچک‌تر از ۵ درصد است، به منظور برآورد ضرایب متغیرها، از مدل داده‌های ترکیبی (Panel) استفاده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر مدل های پژوهش

فرضیه ها	آماره	مقدار	معناداری	نتیجه آزمون
Trading Value	F لیمر	۷/۴۲۶	۰/۰۰۰	Panel
	Chi-square( $\chi^2$ )	۶۷۲/۵۹۵	۰/۰۰۰	
Open Trading Value	F لیمر	۴/۴۲۱	۰/۰۰۰	Panel
	Chi-square( $\chi^2$ )	۴۶۸/۱۱۰	۰/۰۰۰	

در فرایند انتخاب بین دو مدل اثرهای تصادفی و مدل اثرهای ثابت، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. این آزمون بر پایه وجود همبستگی بین متغیرهای مستقل و اثرهای انفرادی طراحی شده است. در صورتی که جزء خطای تصادفی (اثر انفرادی) با متغیرهای توضیحی همبستگی داشته باشد، مدل اثر تصادفی تورش‌دار بوده و در چنین حالتی لازم است مدل اثر ثابت به کار گرفته شود. نتایج آزمون در جدول ۵ بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش داده‌های پانلی به روش اثر ثابت است.

جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن مدل‌های پژوهش

فرضیه‌ها	آماره	مقدار	معناداری	نتیجه آزمون
Trading Value	Cross-section Random	۱۴۳/۱۸۵	۰/۰۰۰	اثرهای ثابت (FE)
Open Trading Value	Cross-section Random	۹۳/۵۲۴	۰/۰۰۰	اثرهای ثابت (FE)

یکی دیگر از پیش فرض‌های مدل رگرسیون، ثابت بودن واریانس خطا است. به‌منظور بررسی واریانس همسانی خطاهای مدل از آزمون بارتلت استفاده شد که نتایج آن در جدول ۶ ارائه شده است. از آنجا که سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس، برای مدل‌های پژوهش بزرگ‌تر از ۵ درصد است، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها پذیرفته می‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون همسانی واریانس بارتلت

فرضیه‌ها	مقدار	معناداری
Trading Value	۸/۲۱۴	۰/۰۸۴
Open Trading Value	۱۰/۲۷۸	۰/۰۶۷

فرضیه این پژوهش به بررسی تأثیر استراتژی نگاهداشت اخبار بد بر رضایتمندی سهامداران از دو دیدگاه ارزش معاملات و نسبت روزهای باز معاملاتی می‌پردازد. نتایج آزمون در جدول ۷ ارائه شده است. در خصوص ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات ناشی از نگاهداشت اخبار بد و ارزش معاملات، نتایج آزمون F فیشر بیانگر معنادار بودن مدل پژوهش و نتایج آزمون دوربین واتسون نیز نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاص است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۷۲ درصد است. به این معنا که ۷۲ درصد تغییرات متغیر وابسته (ارزش معاملات) توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌شود. با تقویت استراتژی نگاهداشت اخبار بد، ارزش معاملات نیز افزایش می‌یابد، اما این رابطه معنادار نبوده و در نتیجه فرضیه وجود رابطه معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نگاهداشت اخبار بد و ارزش معاملات تأیید نمی‌شود. بررسی اثر متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد با افزایش بازده دارایی‌ها و عمر شرکت، ارزش معاملات نیز به‌شکل معناداری افزایش می‌یابد، اما بین حجم معاملات و اندازه حسابرس با ارزش معاملات رابطه معناداری یافت نشد.

در خصوص ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات ناشی از نگاهداشت اخبار بد و نسبت روزهای باز معاملاتی، نتایج آزمون F فیشر بیانگر معنادار بودن مدل پژوهش و نتایج آزمون دوربین واتسون نیز نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاص است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل حاکی از آن است که ۴۴ درصد تغییرات متغیر وابسته (نسبت روزهای باز معاملاتی) توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌شود. با تقویت استراتژی نگاهداشت اخبار بد، نسبت روزهای باز معاملاتی کاهش می‌یابد و این رابطه نیز معنادار است. همچنین با افزایش بازده دارایی‌ها، حجم معاملات، عمر شرکت و بازده بازار، نسبت روزهای باز معاملاتی نیز به‌صورت معناداری افزایش می‌یابد، با وجود این بین اندازه حسابرس و نسبت روزهای باز معاملاتی رابطه معناداری یافت نشد. بر این اساس وجود رابطه معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نگاهداشت اخبار بد و نسبت روزهای معاملاتی پذیرفته می‌شود.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه پژوهش

$Satisfaction\ shareholders_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PNF_{it} + Controls_{it-1} + \varepsilon_{it}$		
متغیر	Trading Value	Open Trading Value
C	-۳/۹۸۱***	-۰/۷۵۸***
PNF	۰/۰۰۷	-۰/۰۰۳**
ROA	۳/۵۱۱***	۰/۴۵۸***
VOL	۰/۱۲۳	۰/۰۶۵***
YRSLISTED	۵/۶۳۸***	۰/۵۲۳***
RM	۰/۴۳۳***	۰/۰۴۷**
ASize	-۰/۲۷۱	-۰/۰۱۰
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۷۲	۰/۴۴
آماره F	۱۶/۲۷۸**	۵/۵۷۰**
آماره دوربین واتسون	۱/۸۹	۱/۷۱

\* اطمینان در سطح ۹۰٪ \*\* اطمینان در سطح ۹۵٪ \*\*\* اطمینان در سطح ۹۹٪

### نتیجه گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی عدم تقارن اطلاعات ناشی از نگاهداشت اخبار بد و رضایتمندی سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. هر چند میزان رضایتمندی افراد رویکرد فازی بوده و ممکن است از فردی به فرد دیگر متفاوت باشد، اما به دلیل آنکه همیشه نقدشوندگی سهام از جمله معیارهای اصلی سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری بوده، در این پژوهش فرض بر این است که از نقدشوندگی بالا می‌توان به‌عنوان معیاری مشترک به‌منظور اندازه‌گیری رضایتمندی سهامداران استفاده کرد. بر این اساس در پژوهش حاضر از ارزش معاملات و نسبت روزهای باز معاملاتی به‌عنوان معیارهای رضایتمندی سهامداران استفاده شد. ارزش معاملات ناشی از واکنش مستقیم سرمایه‌گذاران نسبت به معامله سهام شرکت است، در صورتی که نسبت روزهای باز معاملاتی از واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌پذیرد، اما می‌تواند بر میزان رضایتمندی آنها تأثیرگذار باشد. شرایط محیطی، ابهام در گزارش‌ها و تصمیم‌های سازمان‌های ناظر بر نسبت روزهای باز معاملاتی تأثیر زیادی دارند.

نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین استراتژی نگاهداشت اخبار بد و ارزش معاملات رابطه معناداری وجود ندارد. به این معنا که معامله‌گران هنگام معامله یا به استراتژی نگاهداشت اخبار بد توسط شرکت توجهی نکرده یا آن را درک نکرده‌اند. طبق مطالعات باومیک و همکاران (۲۰۱۶) این موضوع می‌تواند ناشی از رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران باشد و در نتیجه محیط را برای سرمایه‌گذاران آگاه با دیدگاه کوتاه‌مدت فراهم می‌کند تا از تفاوت قیمت منتفع شوند، موضوعی که در نهایت به زیان سرمایه‌گذاران ناآگاه منجر خواهد شد. از این رو این موضوع تا حدی فرضیه پراکندگی عقاید را نیز تأیید می‌کند. همچنین نتایج آزمون فرضیه‌ها وجود رابطه منفی و معنادار بین استراتژی نگاهداشت اخبار بد و نسبت روزهای باز معاملاتی را تأیید می‌کنند. بدین معنا که رضایتمندی سهامداران شرکت‌هایی که از این استراتژی استفاده

می‌کنند، به دلیل کاهش روزهایی که نماد شرکت برای معامله باز است، کاهش خواهد یافت. بر اساس نتیجه‌گیری آتاساکو و همکاران (۲۰۱۶) میزان دعاوی حقوقی سهامداران علیه شرکت‌هایی که از استراتژی نگه‌داشت اخبار بد استفاده می‌کنند، بیشتر می‌شود. بنابراین با وجود آنکه استفاده از استراتژی نگه‌داشت اخبار بد ممکن است در کوتاه‌مدت منافی برای مدیران شرکت‌ها فراهم آورد، در بلندمدت از یک سو هزینه سرمایه شرکت را افزایش داده و از سوی دیگر به زیان سرمایه‌گذاران و دلسردی آنها منجر می‌شود، موضوعی که ممکن است مقدمات خروج سرمایه از بازار را فراهم کند. در نتیجه می‌توان ادعا کرد کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به نفع هر دو گروه یعنی شرکت و سرمایه‌گذاران بوده، از این رو به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در راستای افزایش سطح رضایتمندی سهامداران، خبرهای خوب و بد مرتبط با شرکت را با سرعت یکسانی در اختیار همه استفاده‌کنندگان قرار دهند تا با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، زمینه رشد سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه فراهم شود.

معیار اولیه سنجش رضایتمندی سهامداران در مطالعه حاضر میزان شکایت‌های ارسال شده از سوی سهامداران به سازمان بورس علیه شرکت‌ها، به عنوان شاخصی معکوس از رضایتمندی سهامداران بوده که به دلیل محدودیت در دسترسی به اطلاعات مورد نیاز از یک سو و بااهمیت تلقی شدن شاخص نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاران از سوی دیگر، از این شاخص به عنوان معیار جایگزین استفاده شد. کمبود مطالعات در حوزه نگه‌داشت اخبار بد نیز از محدودیت‌های این پژوهش بوده است. در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نگهداری اخبار بد، به پژوهشگران آینده پیشنهاد می‌شود به بررسی عوامل حاکمیت شرکتی مؤثر بر استراتژی نگه‌داشت اخبار بد بپردازند. در این پژوهش برای سنجش رضایتمندی، فقط از شاخص نقدشوندگی استفاده شده است. در پژوهش‌های آینده می‌توان از مجموعه‌ای از شاخص‌ها، همچون شاخص‌های دیگر نقدشوندگی، سود نقدی، تغییرات سودآوری و سایر شاخص‌های مرتبط استفاده کرد.

## منابع

- آقاییک‌زاده، مهدی؛ فروغی، داریوش؛ دستگیر، محسن (۱۳۹۶). تأثیر محافظه‌کاری و تأخیر در افشای اخبار همزمان سودهای میان دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه بر واکنش بازار سهام. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۴(۲)، ۱۷۳-۱۹۶.
- بادآور نهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۶). تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۴(۱)، ۱۹-۴۰.
- حیدری، مهدی؛ قادری، بهمن؛ رسولی، پیمان (۱۳۹۵). بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی: رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳(۳)، ۳۵۳-۳۷۲.
- رستمی نوروزآباد، مجتبی؛ صداقت، پرستو؛ حبیبی، فاتح (۱۳۹۲). بررسی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد (مورد مطالعه: سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران). *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۵(۱۰)، ۶۹-۹۴.
- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ تقی‌پوریان، یوسف؛ آزادیان، یوسف (۱۳۸۹). ارزیابی عوامل مؤثر بر رضایت سرمایه‌گذاران از محتوای گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از رویکرد فازی. *مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی*، ۲، ۶۷-۹۸.



فهیمی دوآب، رکسانا (۱۳۸۴). بررسی درجه اهمیت عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه‌گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه الزهرا.

قائمی، محمد حسین؛ تقی‌زاده، مصطفی (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ریسک اطلاعاتی و هزینه‌های معاملات بر واکنش بازار سهام به اخبار سود. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳(۲)، ۲۳۵-۲۵۲.

مرادزاده فرد، مهدی؛ ابوحمز، مینا (۱۳۹۰). اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۸(۳۲)، ۷۳-۱۰۲.

موسوی شیری، سید محمود؛ خلعت‌بری، حسن؛ فیروزبخت، مینا (۱۳۹۴). اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش ارزشیابی سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۷)، ۷۳-۹۲.

ندری، کامران؛ حسینی، سید محمدرضا (۱۳۹۴). تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش پانل دیتا، توصیه‌هایی برای قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران. دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، ۴(۲)، ۱۵۹-۱۸۶.

## References

- Aghabeikzadeh, M., Foroghi, D., Dastgir, M. (2017). The Effect of Conservatism and Delay in Simultaneous News Disclosure of Interim Earnings and Annual Earnings Forecast on Stock Market Reaction. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 24(2), 173-196. (in Persian)
- Anifowose, M. (2012). Information Asymmetric Effect on the Stock Return Volatility in Nigerian Capital Market. *Accounting Frontier*, 14(2), 47-64.
- Athanasakou, V. E., Strong, N. C., & Walker, M. (2016). *Asymmetric information flows*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2799681>.
- Badavar Nahandi, Y., Taghizadeh Khanq, V. (2017). The Effect of Dividend Payments and Bad News Hoarding on Stock Price Crash Risk with an Emphasis on Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 24(1), 19-40. (in Persian)
- Bao, D., Kim, Y., Mian, G. M., & Su, L. (2018). Do managers disclose or withhold bad news? Evidence from short interest. *The Accounting Review*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3212921>.
- Bhaumik, S., Karanasos, M., & Kartsaklas, A. (2016). The informative role of trading volume in an expanding spot and futures market. *Journal of Multinational Financial Management*, 35, 24-40.
- Billett, M. T., Garfinkel, J. A., & Yu, M. (2017). The effect of asymmetric information on product market outcomes. *Journal of Financial Economics*, 123(2), 357-376.
- Bloom, B. A., Jackson, L. A. (2016). Abnormal stock returns and volume activity surrounding lodging firms' CEO transition announcements. *Tourism Economics*, 22(1), 141-161.
- Borovkova, S., Xiaobo, D. (2015). *News Sentiment, Factor Models and Abnormal Stock Returns*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2695360>.

- Chen, Z., & Daigler, R. T. (2008). An examination of the complementary volume–volatility information theories. *Journal of Futures Markets: Futures, Options, and Other Derivative Products*, 28(10), 963-992.
- Copeland, T. E. (1976). A model of asset trading under the assumption of sequential information arrival. *The Journal of Finance*, 31(4), 1149-1168.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Dye, R. A. (1986). Proprietary and nonproprietary disclosures. *Journal of business*, 331-366.
- Fahimi Dawab, R. (2005). *Investigating the Importance of Factors Affecting the Behavior of Common Stock Investors in Mashhad Stock Exchange and its Comparative Comparison with the Investors' attitudes in Tehran Stock Exchange*, Master's thesis, Faculty of Economics and Social Sciences, Alzahra University. (in Persian)
- Fuchs, W., Öry, A. & Skrzypacz, A. (2016). Transparency and distressed sales under asymmetric information. *Theoretical Economics*, 11(3), 1103-1144.
- Ge, R., Lennox, C. (2011). Do acquirers disclose good news or withhold bad news when they finance their acquisitions using equity? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 183-217.
- Ghaemi, M., Taghizadeh, M. (2016). Studying the effect of information risk and transaction costs on stock market reaction to earnings news. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 23(2), 235-252. (in Persian)
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. X. (2008). Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 62-77.
- Hackenbrack, K. E., Jenkins, N. T. & Pevzner, M. (2014). Relevant but delayed information in negotiated audit fees. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33(4), 95-117.
- He, H., & Wang, J. (1995). Differential information and dynamic behavior of stock trading volume. *The Review of Financial Studies*, 8(4), 919-972.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- Heidari, M., Qaderi, B. & Rasouli, P. (2016). The Effect of Audit Quality on Agency Costs and Information Asymmetry: Structural Equation Modeling Approach. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 23(3), 353-372. (in Persian)
- Hoberg, G., Lewis, C. (2017). Do fraudulent firms produce abnormal disclosure? *Journal of Corporate Finance*, 43, 58-85.
- Kaszniak, R., & Lev, B. (1995). To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise. *Accounting review*, 113-134.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Lansford, B. (2006). Strategic Coordination of Good and Bad News Disclosures: The Case of Voluntary Patent Disclosures and Negative Earnings Surprises, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=830705>.

- Liu, H., Wang, Y. (2016). Market making with asymmetric information and inventory risk. *Journal of Economic Theory*, 163, 73-109.
- Lof, M., van Bommel, J. (2018). Asymmetric Information and the Distribution of Trading Volume. Bank of Finland Research Discussion Paper No. 1/2018. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3106595>.
- Moradzadeh Fard, M., Aboohamzeh, M. (2011). The Effect of the Quality of Corporate Disclosure on Stock Liquidity by Tehran Stock Exchange (TSE) listed Companies. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 8(32), 73-102. (in Persian)
- Mousavi Shiri, S., Khalat Barri, H. & Firouz Bakht, M. (2015). The effect of information asymmetry on stock price overview. *Financial Accounting Research and Audit*, 7 (27), 73-92. (in Persian)
- Naderi, K., Hosseini, S. (2015). The Impact of Protecting the rights of Small Shareholders on the Market Value of the Capital Markets of the Selected Countries by Using the Data Panel Methodology, Recommendations for the Laws and Regulations of the Iranian Capital Market. *Two Quarterly Journal of Islamic Financial Research*, 4 (2), 159-186. (in Persian)
- Rahnama Roodposhti, F., Taghipourian, Y. & Azadian, Y. (2010). Evaluation of Factors Affecting Investors' Satisfaction with the Financial Reporting Content of Companies Listed in the Stock Exchange Using Fuzzy Approach. *Journal of Financial Engineering and Portfolio Management*, 2, 67-98. (in Persian)
- Rostami Norouzabad, M., Sedaghat, P., Habibi, F. (2013). Investigating the Factors Affecting Investors' Behavior in the Reality Investment Income (Case Study of Investors of Tehran Stock Exchange). *Financial Management Perspective*, 5(10), 69-94. (in Persian)
- Shim, G. Y., Lee, S. H., & Kim, Y. M. (2008). How investor behavioral factors influence investment satisfaction, trust in Investment Company and reinvestment intention. *Journal of Business Research*, 61(1), 47-55.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research*, 32(1), 38-60.
- Slim, S., & Dahmene, M. (2016). Asymmetric information, volatility components and the volume–volatility relationship for the CAC40 stocks. *Global Finance Journal*, 29, 70-84.
- Venkatesh, P. C., & Chiang, R. (1986). Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *The Journal of Finance*, 41(5), 1089-1102.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180.