

واکنش بازار سهام به افزایش شفافیت مالی در گزارش‌های مالی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۱/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۲/۱۵

کد مقاله: ۶۱۱۰۶

شهرام چهارمحالی^۱، محمد یزدانی^{۲*}، آرمان حاجی^۳

چکیده

هدف این تحقیق بررسی واکنش بازار سهام به افزایش شفافیت مالی در گزارش‌های مالی بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ بوده است. با توجه به تقسیم‌بندی علمی از نظر هدف این پژوهش، از نوع پژوهش کاربردی و از آنجاکه یکی از اهداف این پژوهش، بررسی واکنش بازار سهام به افزایش شفافیت مالی است چون در این بازه شرکت‌های پذیرفته در بازار بورس تهران به مرور ملزم به رعایت استانداردهای IFRS شدند و این تغییرات می‌تواند بر واکنش بازار تأثیر گذار باشد، لذا میتوان این پژوهش را در زمره پژوهش‌های کاربردی قرارداد. همچنین، روش شناسی تحقیق از نوع پس از رویداد می‌باشد؛ بدین معنی که تحقیق بر اساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۱۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک-برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید و رد فرضیه‌های تحقیق (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج تحقیق نشان داد کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار است. شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار است.

واژگان کلیدی: واکنش بازار سهام، شفافیت مالی، استاندارد IFRS، بورس اوراق بهادار تهران

۱- عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد تهران جنوب

۲- دانشجوی دکتری حسابداری (نویسنده مسئول)

moh.yazdani@yahoo.com

۳- کارشناس ارشد مدیریت مالی

۱- مقدمه

مطالعات گذشته توانسته به این نتیجه برسد که چگونگی و ماهیت گزارشگری و افشاء اطلاعات در قیمت سهام در بازارهای کارا مؤثر است و به بیان دیگر اطلاعات منتشر شده از سوی شرکتها می تواند در قیمت بازار سهام آنها اثرگذار باشد. در تعریفی که فاما (۱۹۷۰) ارائه داده است، بازار کارا را بازاری تعریف می کند که در آن قیمت ها همیشه اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس می کنند. محققین دیگر نیز مانند گراسمن و استیگلitz (۱۹۸۰) موارد جدید تری را به این مبحث افزودند، آنها بیان می کنند که: قیمت ها فقط می توانند اثر اطلاعات بدون هزینه را به طور کامل منعکس نمایند، زیرا باید بابت کسب اطلاعات در ازای هزینه، بازدهی وجود داشته باشد؛ در غیر این صورت، هیچ نوع تملک اطلاعاتی صورت نخواهد گرفت. لیانگ (۲۰۰۳) دریافت که رابطه مثبت معناداری میان رانش پس از اعلام سود و اطلاعات ناهمگن وجود دارد. این بررسی های نظری و تجربی بیانگر این امر هستند که محیط اطلاعاتی نقشی محوری در واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات دارد. هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) بیان میدارند که شرکتها اطلاعات مالی را برای سرمایه گذاران برای بهبود کارایی و شفافیت اطلاعات افشا می کنند، اما اثرات این تغییرات نامشخص است و به طور کلی، واکنش بازار به اطلاعاتها و گزارشهای مالی مورد تایید است.

لذا با توجه به مطالب گفته شده بازار به صورت مستقیم می تواند تحت تاثیر گزارشهای منتشر شده از سوی شرکتها باشد. در ایران گزارشگری مالی برای شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سالهای گذشته از ساختار سنتی به ساختار مورد پذیرش ifrs تغییر داشته است و این تغییرات با پیش نویسه در سال ۱۳۹۴ و اجرای آن از سال ۱۳۹۵ با بانکهای پذیرفته شده در بورس شروع شده و به مرور دامنه فراگیری آن افزایش داشته است. با توجه به رویکرد ifrs به شفافیت مالی شرکتها و لازم است در تحقیقی واکنش بازار به این تغییر رویکرد گزارشگری و افزایش شفافیت مالی مورد بررسی قرار گیرد.

۲- مبانی نظری

اطلاعات مالی که در قالب گزارشهای مالی منتشر می شوند مایه حیات بازارهای سرمایه هستند و سرمایه گذاران و تامین کنندگان در این بازار به اطلاعاتی که از طرف شرکت ها منتشر می شود تکیه می کنند و به نوعی ذینفعان شرکت محسوب می شوند. این ذینفعان به اطلاعات معتبر، به موقع و قابل فهم، در قالب هایی که به راحتی قابل تجزیه و تحلیل باشد نیاز دارند و می بایست سرمایه گذاران اطلاعات شرکتها را صحیح، کامل، قابل اطمینان و به موقع دریافت نمایند تا بتوانند بر اساس آنها تصمیم سازی و تصمیم گیری نمایند. بازار سرمایه به اخبار مختلف شرکتها از جمله اعلان سود حسابداری واکنش نشان می دهد. در صورتی که بازار کارا باشد، قیمت سهام به ارزش منصفانه نزدیک می شود. در غیر این صورت قیمت ها از ارزش منصفانه فاصله گرفته و کسب بازده غیرعادی امکان پذیر می شود. در چنین شرایطی سرمایه گذاران ممکن است بصورت واکنش سریع (اطلاعات پیش بینی شده و پیش از زمان اعلان)، واکنش کارا (همزمان با زمان اعلان)، واکنش کمتر از حد انتظار و یا واکنش بیش از اندازه (پس از زمان اعلان) نشان دهند. (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۲)

واکنش بازار سهام به اخبار و اطلاعات مالی منتشر شده از سوی شرکت متفاوت است، این واکنشها همیشه منطقی و بر مبنای واقعیات نبوده و موجب ناهنجاری هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت ها می شود که نمی توان آنرا پیش بینی نمود. باید در نظر داشت شفافیت و افشای اطلاعات به دلیل نشان دادن عملکرد گذشته مدیران، می تواند به عنوان ابزاری برای ارزیابی آن شرکت و پیش بینی آینده بر اساس روند گذشته می تواند در تصمیم گیری و تصمیم سازی ذینفعان و سرمایه گذاران تاثیر داشته باشد. از نظر تجربی ثابت شده است که وقتی شرکتها گزارش های دقیق و به موقع در مورد عملکرد خود ارائه می دهند، می توانند اعتماد سهامداران خود را جلب کنند (بهی واریو و راستوگی، ۲۰۲۰).

بازار سرمایه، از بازار های مهم فعال در بخش خصوصی است که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن مؤثر است. نقصان اطلاعات موجب افزایش هزینه مبادلات و ناتوانایی بازار در تخصیص بهینه منابع و باعث ایجاد بازده های غیر عادی میشود. اطلاعات که جزء جدایی ناپذیری فرآیند تصمیم گیری است، هر چه شفاف تر و قابل دسترس تر باشد، میتواند منجر به اتخاذ تصمیمات صحیح تری در زمینه تخصیص بهینه منابع شود. (نوری، ۱۳۹۶)

افشای داوطلبانه، ارائه اطلاعاتی فراتر از تعهدات قانونی است که به وسیله نهادهای قانونگذار تدوین شده است. شرکت هایی که به طور داوطلبانه اطلاعاتی را افشاء می کنند که به وسیله مراجع قانونگذار اجباری برای افشای آن وجود ندارد، برای برآورده کردن انتظارات فعالان بازار تلاش می کنند و از این رو به واسطه افشای اطلاعات اضافی می توانند معامله گران بیشتری را جذب خود کنند (مدهانی، ۲۰۰۹). شرکت هایی که به طور داوطلبانه اطلاعاتی را افشا می کنند که به وسیله مراجع قانونگذار اجباری برای ارائه آنها وجود ندارد، برای شکل دادن توقعات مشارکان بازار تلاش می کنند و از این رو به واسطه افشای اطلاعات اضافی از شرایط معامله با این اشخاص منفعت می برند. افشای داوطلبانه، نبود تقارن اطلاعاتی میان سرمایه گذاران و مدیران شرکتها و همچنین نبود تقارن اطلاعاتی میان گروه های مختلف سرمایه گذاری را از طریق ایجاد توازن میان میزان آگاهی، کاهش می دهد. میزان افشای داوطلبانه ای که نبود تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد، وابسته به میزان مفید بودن این اطلاعات است. بر اساس چارچوب نظری گزارشگری مالی، اطلاعاتی مفید هستند که مربوط، اتکاپذیر، مقایسه پذیر، به موقع و فهمیدنی باشند. تحقیقات نشان داده است که

افشای داوطلبانه اثر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد و بر حفظ منافع سهامداران و اشخاص ذینفع اثرگذار است. به عبارتی دیگر، نبود شفافیت اطلاعات و ابهام در گزارشگری ممکن است به بدگمانی و رفتارهای غیراخلاقی در راستای کاهش ارزش شرکت منجر شود (همان). در اثر افشای شفاف اطلاعات مالی انتظار می رود عدم تقارن اطلاعاتی به حداقل رسیده، احتمال تقلب کاهش یابد و کشف آن آسانتر شود. از سوی دیگر شفافیت اطلاعات مالی عدم اطمینان را کاهش داده و موجب افزایش ارزش شرکت می گردد. مزیت اطلاعاتی مرتبط با شفافیت گزارشگری مالی این است که آگاهی سرمایه گذاران افزایش یافته و منجر به ایجاد اعتماد در بین سهامداران می شود. برای اینکه اطلاعات مالی واضح و شفاف باشد، نباید بصورت گمراه کننده ارائه شوند. شرکت هایی که اصول گزارشگری و افشای شفاف اطلاعات را رعایت می کنند در اصل بر افشای به موقع، صحیح، کامل و باکیفیت که پاسخگوی نیازهای ذی نفعان باشد اقدام کرده اند (جلالی، ۱۳۹۷). دلیل اصلی در تاکید بر افشا و شفافیت این است که این دو زیربنای اصلی برای حفظ منافع سهامداران محسوب می شوند. رویکردهای افشای کامل به همراه شفافیت در گزارشگری مالی می تواند شرایط مطمئنی را پدید آورد و اطمینان از حمایت از منافع سرمایه گذاران را افزایش دهد. بنابراین رسیدگی به موضوع واکنش بازار سهام به افزایش شفافیت مالی با اهمیت به نظر می رسد. بنا براین این تحقیق با هدف شناسایی عوامل موثر بر بازار سهام شرکت و ارائه پیشنهادات کاربردی به استفاده کنندگان درون سازمانی و برون سازمانی انجام پذیرفته است.

۳- پیشینه پژوهش

الف) تحقیقات داخلی:

صیادی (۱۴۰۱) در تحقیق خود با عنوان "بررسی واکنش بازار به افزایش سرمایه شرکت بر گزارشگری مالی" به واکنش بازار سرمایه در مقابل افزایش سرمایه شرکتها پرداخته است و یافته این پژوهش از طریق رگرسیون به روش اینتر وبا نرم افزار آماری اس پی اس انجام شده است و به طور کلی نشان می دهد که بین بررسی واکنش بازار به افزایش سرمایه شرکت بر گزارشگری مالی رابطه معنا دار وجود دارد.

رهروی و همکاران (۱۴۰۰) تحقیقی با عنوان "تأثیر حجم افشای اطلاعات بر کارایی فرایند قیمت گذاری سهام" انجام دادند. نتایج این پژوهش علاوه بر گسترش ادبیات حسابداری در حوزه های «افشا» و «کارایی بازار»، حاوی دستاوردهای مهمی برای سیاست گذاران، تحلیل گران، سهامداران و مدیران شرکتها پیرامون حجم افشای اطلاعات است. توان استفاده کننده و همچنین کیفیت افشا نیز از جمله عواملی هستند که باید در زمان تصمیم گیری راجع به افزایش حجم افشا مد نظر قرار گیرند.

نیک کار و همکاران (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان "بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس شکست روندهای کاهشی بلندمدت و کوتاه مدت معیارهای عملکردی شرکت، در زمان افزایش سود نقدی" به این نتیجه رسیده اند که برای معیارهای عملکردی سود هر سهم، سود عملیاتی هر سهم و جریان نقد عملیاتی هر سهم، واکنش رفتاری بازار به افزایش همزمان معیار عملکردی و سود تقسیمی، برای الگوهای بلندمدت نسبت به الگوهای کوتاه مدت بیشتر است. از سوی دیگر، نتایج موید آن است که برای معیار عملکردی تغییر در خالص دارایی های تعدیل شده هر سهم، واکنش رفتاری بازار به افزایش همزمان معیار عملکردی و سود تقسیمی، برای الگوهای بلندمدت و الگوهای کوتاه مدت غیرمعنادار است. همچنین نتایج نشان داد، واکنش بازار به معیارهای عملکردی جریان نقد عملیاتی هر سهم و سود عملیاتی هر سهم برای الگوهای کوتاه مدت نسبت به دو الگوی دیگر عملکردی بیشتر است. علاوه بر این، نتایج موید آن است که برای الگوهای بلندمدت واکنش بازار یکسان نیست و بازار در تضاد با مبانی تئوریک برای هر معیار عملکردی واکنش متفاوتی نشان می دهد.

حاجیها و اورادی (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی در شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیده اند که بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، هزینه بدهی در شرکت های خانوادگی نسبت به شرکت های غیرخانوادگی بالاتر است. در ادامه و با بررسی فرضیه دوم پژوهش مشخص گردید که شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی اثر منفی و معناداری دارد. در نتیجه می توان اذعان کرد که در شرکت های خانوادگی با سطح شفافیت اطلاعاتی بالاتر، هزینه بدهی کاهش می یابد.

نوری و همکاران (۱۳۹۶) تحقیقی با عنوان "بررسی واکنش بازار سرمایه به ساختار، مالکیت و شفافیت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده اند و به واکنش بازار اوراق بهادار به اثر تغییر مالکیت شرکت ها و افزایش سرمایه شرکت ها و در نتیجه توسعه عملیات تجاری آنها پرداخته اند و نتیجه تحقیق نشانگر آن بوده است که تاثیر متغیر درصد سهامداران نهادی بر بازده غیر عادی سهام مستقیم و معنی دار است.

بهبهانی و ولی زاده (۱۳۹۶) تحقیقی با عنوان "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در واکنش سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده اند و نتیجه تحقیق نشانگر بهبود مدل واکنش به سود و معناداری هم زمان سودهای پیش بینی شده بود.

ب) تحقیقات خارجی:

تروونگ و همکاران (۲۰۲۲) در تحقیق خود با عنوان "تأثیر شفافیت اطلاعات و افشا بر ارزش شرکت های فهرست شده: شواهدی از ویتنام" تأثیر شفافیت اطلاعات و افشا را بر ارزش شرکت های فهرست شده در بازار سهام ویتنام بررسی کردند. یافته های تحقیق نشان داده است که سطح شفافیت و افشای شرکت ها بر ارزش شرکت که توسط Q Tobin اندازه گیری شده است، اثر مثبت معناداری دارد.

بهی و اراپو و همکاران (۲۰۲۲) در تحقیقی با عنوان "آیا تأثیر شفافیت و افشا بر ارزش شرکت به نقش محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت بستگی دارد؟" هدف اصلی این مطالعه اندازه گیری تأثیر شفافیت و افشا بر ارزش گذاری شرکت های غیرمالی در هند و بررسی نقش محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت به عنوان یک متغیر تعدیل کننده در تعیین ارزش شرکت است. رگرسیون داده های تابلویی روشی است که برای تجزیه و تحلیل داده ها در مطالعه اتخاذ شده است. داده های پانل هفتاد و شش شرکت غیر مالی برای ده سال (۲۰۱۱-۲۰۲۰) جمع آوری شد. ارزش بازار به عنوان متغیری برای ارزش گذاری در نظر گرفته می شود. نتایج مطالعه نشان می دهد که شفافیت و افشا تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت ها دارد. استنباط اینکه درجه بالاتر شفافیت و افشا ارزش شرکت را کاهش می دهد. در عین حال، ترم برهمکنش شفافیت و افشا و نقش محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت یک ارتباط مثبت و معنادار را نشان می دهد. این یافته نشان می دهد که نقش محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت بالا تأثیر منفی شفافیت و افشا بالا بر ارزش گذاری را کاهش می دهد.

کریشن و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان "بررسی واکنش بازار سهام به افزایش شفافیت مالی" به این نتیجه رسیده اند که کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار است. شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار است. بازار واکنش تهاجمی تری به کاهش شفافیت نشان می دهد.

لینگ و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان "مؤلفه های مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش حقوق صاحبان سهام" به این نتیجه رسیده اند که سهامداران به دلیل ریسک ذاتی فعالیت ها، تمایلی به افزایش ارزش فعالیت ها از طریق تفاوت های دائمی و تفاوت های موقتی ندارند. علاوه بر این، این مطالعه نشان می دهد که قدرت روابط اولیه بین تفاوت های دائمی، تفاوت های موقت و ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت بستگی دارد.

هاسکن و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان "بررسی واکنش بازار سرمایه نسبت به اجتناب مالیاتی" به این نتیجه رسیده اند که واکنش بازار سرمایه نسبت به فعالیتهای اجتناب مالیاتی مثبت می باشد. همچنین آنان دریافتند که بازار سرمایه در شرکتهای بزرگ تمایل بیشتری نسبت به فعالیتهای اجتناب مالیاتی دارد.

دیز و سوتورو (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان "بررسی نقش تعدیل گری شفافیت اطلاعات حسابداری بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و شهرت شرکت" به این نتیجه رسیده اند که بین مسئولیت اجتماعی و شهرت شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین شفافیت اطلاعات حسابداری بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و شهرت شرکت تأثیرگذار است.

اگستر و واگنر (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان "ارتباط بین کیفیت افشای داوطلبانه، عملکرد و ارزشیابی بازار سهام" به این نتیجه رسیده اند که کیفیت بالای افشای داوطلبانه و شفافیت در گزارشگری مالی منجر به عملکرد بهتر و افزایش نسبت ارزشیابی می شود. بنابراین بین افشای داوطلبانه، شفافیت اطلاعات مالی و عملکرد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

۴- فرضیه و سوالات تحقیق

با توجه به هدف این تحقیق، مبنی بر شناسایی عوامل موثر بر بازار سهام شرکت و ارائه پیشنهادات کاربردی به استفاده کنندگان درون سازمانی و برون سازمانی، سوالات و فرضیه های تحقیق بصورت زیر بیان شده است.

الف) سوال های تحقیق:

- سوال اصلی: تأثیر افزایش شفافیت مالی بر واکنش بازار سهام چگونه است؟
- سوال فرعی ۱: تأثیر کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام چگونه است؟
- سوال فرعی ۲: تأثیر شفافیت سود بر واکنش بازار سهام چگونه است؟

ب) فرضیه های تحقیق:

- فرضیه اصلی: افزایش شفافیت مالی بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار است.
- فرضیه فرعی ۱: کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار است.
- فرضیه فرعی ۲: شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار است.

۵- روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظر روش گردآوری داده ها، توصیفی- علی محسوب می شود. توصیفی از آن جهت که یافته ها به همان صورت که جمع آوری شده اند، بدون هیچگونه دستکاری توصیف می گردند و روابط بین متغیرها بررسی شده و رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته مورد بررسی قرار می گیرد. این تحقیق از لحاظ طبقه بندی بر مبنای هدف، کاربردی بوده، چراکه می تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد.

در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده شده است. برای نگارش و جمع آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری به گونه عمده از مجلات و مقالات تخصصی داخلی و خارجی، و برای گردآوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری می شود. جامعه مطالعاتی تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ می باشد و روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک می باشد.

۵-۱- مدل تحقیق

با توجه به تحقیق کریشان و همکاران (۲۰۲۰) مدل تحقیق به شرح زیر است:

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Disclosure_{it} + \alpha_2 Transparency_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Leverage_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

CAR_{it} : واکنش بازار سهام شرکت i در سال t

$Disclosure_{it}$: کیفیت افشا شرکت i در سال t

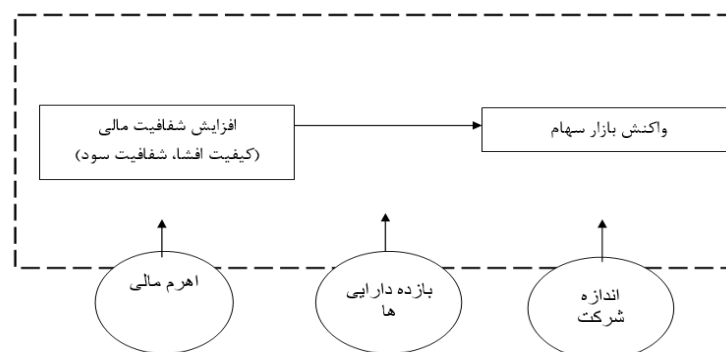
$Transparency_{it}$: شفافیت سود شرکت i در سال t

$Size$: اندازه شرکت i در سال t

$Leverage_{it}$: اهرم مالی شرکت i در سال t

ROA_{it} : بازده دارایی های شرکت i در سال t

ε_{it} : سطح خطای مدل



شکل ۱- مدل مفهومی تحقیق (نگارندگان)

۵-۲- روش تجزیه و تحلیل داده ها

به منظور تجزیه و تحلیل داده های آماری شرکت ها، ابتدا آمار توصیفی هر یک از متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گرفت و آزمون های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر و آزمون هاسمن به عنوان پیش آزمون انجام شده است. در نهایت، به منظور بررسی هر یک از فرضیه های تحقیق از آزمون رگرسیون حداقل مربعات معمولی استفاده شد. نرم افزارهای مورد استفاده در این تحقیق Excell و Eviews می باشد.

۵-۳- متغیرهای تحقیق

الف) متغیر وابسته: متغیر وابسته، متغیر اصلی مورد توجه محقق است. این متغیر، متغیر پاسخ، برون داد یا ملاک است و عبارت است از وجهی از رفتار یک ارگانیسم که تحریک شده است. متغیر وابسته، مشاهده یا اندازه گیری می شود تا تأثیر متغیر

مستقل بر آن معلوم و مشخص شود. هدف محقق آن است که تغییرپذیری متغیر وابسته را تشریح و پیش بینی کند. واکنش قیمت سهام در این تحقیق متغیر وابسته است. برای بررسی واکنش بازار سهام از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران استفاده می شود. به این صورت که اگر بازده مورد انتظار سهامداران کاهش یابد این نشان می دهد تغییرات متغیرهای بیرونی و درونی باعث واکنش منفی بازار سهام می گردد و اگر بازده مورد انتظار سهامداران افزایش یابد تغییرات متغیرهای بیرونی و درونی باعث واکنش مثبت بازار سهام می گردد.

ب) متغیر مستقل: متغیر مستقل، متغیر محرک درون داد است که به وسیله پژوهشگر اندازه گیری، دستکاری یا انتخاب می شود تا تأثیر یا ارتباط آن با متغیر دیگری معین شود. در تحقیق آزمایشی، متغیر مستقل به وسیله آزمایش کننده دستکاری می شود تا تأثیر تغییرات آن بر متغیر دیگری که وابسته فرض شده است، مشاهده و اندازه گیری شود. افزایش شفافیت مالی (کیفیت افشا، شفافیت سود) در این تحقیق متغیرهای مستقل هستند.

برای سنجش متغیر کیفیت افشا از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعاتیه "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" منتشر می شود. سهامداران در مقاطع تعیین شده در دستورالعمل افشای اطلاعات و لحاظ نمودن تعداد روزهای تاخیر، با توجه به مهلت مقرر در دستورالعمل صورت می گیرد. همچنین معیار قابلیت اتکا با توجه به میزان نوسان و تغییرات در پیش بینی های ارسالی و نیز تفاوت بین پیش بینی ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، مورد ارزیابی قرار می گیرد. متغیر دو مقداری با میانه گیری از امتیازات شفافیت مستخرج از سامانه رتبه بندی بورس، شرکتهای با رتبه بالاتر از میانه رتبه ها در گروه شرکت های با شفافیت اطلاعات مالی زیاد (ارزش یک) و بقیه شرکت ها در گروه شرکتهای با شفافیت کم (ارزش صفر) جای گرفتند.

ج) متغیر کنترلی: در یک تحقیق اثر تمام متغیرها را بر یکدیگر نمی توان به طور همزمان مورد مطالعه قرار داد. بنابراین محقق اثر برخی از متغیرها را کنترل نموده، آن ها را خنثی می کند. فرق این گونه متغیرها با متغیر تعدیل کننده، این است که محقق، اثر متغیر تعدیل کننده را اندازه گیری می کند، ولی اثر متغیر کنترل را از میان می برد. اندازه شرکت، بازده دارایی ها و اهرم مالی در این تحقیق متغیرهای کنترلی هستند.

جدول ۱- خلاصه متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت اختصاری	نوع	نحوه محاسبه
واکنش بازار سهام	CAR_{it}	وابسته	$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS_t + SO_t + SR_t}{P_{t-1}}$ R_{it}: بازده شرکت i در دوره زمانی t. P_t: قیمت هر سهم در پایان دوره زمانی t. P_{t-1}: قیمت هر سهم در پایان دوره زمانی t-1. DPS_t: سود تقسیمی متعلق به هر سهم در دوره t. SO_t: ارزش گواهینامه اختیار خرید سهم اعطا شده در دوره زمانی t. SR_t: ارزش حق تقدم خرید سهام اعطایی در دوره زمانی t.
کیفیت افشا	$Disclosure_{it}$	مستقل	متغیر دو مقداری با میانه گیری از امتیازات شفافیت مستخرج از سامانه رتبه بندی بورس، شرکتهای با رتبه بالاتر از میانه رتبه ها در گروه شرکت های با شفافیت اطلاعات مالی زیاد (ارزش یک) و بقیه شرکت ها در گروه شرکتهای با شفافیت کم (ارزش صفر) جای گرفتند

متغیر	علامت اختصاری	نوع	نحوه محاسبه
شفافیت سود	$Transparency_{it}$	مستقل	$R_{i,t} = a_0 + a_1 \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} + a_2 \frac{\Delta EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$ $R_{i,t}$ = بازده سالانه سهام i در سال t $EPS_{i,t}$ = سود هر سهم قبل از اقلام غیرعادی شرکت i در سال t $P_{i,t-1}$ = قیمت سهام در پایان سال $t-1$ $\Delta EPS_{i,t}$ = تغییر در سود هر سهم قبل از اقلام غیرعادی از سال $t-1$ تا t برای محاسبه بازده سالانه سهام شرکت از رابطه زیر استفاده شده است: $R_{i,t} = \frac{P_t(1+\alpha+\beta) - (P_{t-1} + C\alpha) + D_t}{P_{t-1} + C\alpha} \quad (3)$ P_t : قیمت سهام در پایان دوره t P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای دوره t یا پایان دوره $t-1$ D_t : سود نقدی پرداختی در سال t
اندازه شرکت	$Size_{it}$	کنترلی	لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت
بازده دارایی ها	ROA_{it}	کنترلی	نسبت سود خالص به دارایی های شرکت
اهرم مالی	$Leverage_{it}$	کنترلی	نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت

در مواردی که بررسی بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل مدنظر باشد و محقق بخواهد بر اساس این ارتباط و با استفاده از داده های تاریخی، پارامترهایی برای متغیر مستقل برآورد کرده و با ارائه مدل اقدام به پیش بینی نماید از سه نوع داده به شرح زیر می توان استفاده نمود :

۱. داده های سری زمانی
۲. داده های مقطعی
۳. داده های ترکیبی

داده های سری زمانی، مقادیر یک متغیر را در نقاط متوالی در زمان، اندازه گیری می کند. این توالی می تواند سالانه، فصلی، ماهانه، هفتگی یا حتی به صورت پیوسته باشد. داده های مقطعی، مقادیر یک متغیر را در زمان معین و روی واحدهای متعدد اندازه گیری می کند. داده های ترکیبی روشی برای تلفیق داده های مقطعی و سری زمانی است. به طور کلی باید گفت داده های ترکیبی تحلیل های تجربی را به شکلی غنی می سازند که در صورت استفاده از داده های سری زمانی یا مقطعی این امکان وجود ندارد (ابریشمی، ۱۳۸۷). به همین خاطر پژوهشگر با استفاده از داده های ترکیبی اقدام به تخمین مدل ها خواهد نمود.

۶- یافته ها

تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص های مرکزی مثل میانگین، میانه، نما (مد) و شاخص های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام گرفته است. میانگین، متوسط داده ها را نشان می دهد. میانه، نشان دهنده این است که ۵۰ درصد داده ها کمتر عدد وسط جامعه و ۵۰ درصد داده ها بیش از عدد وسط جامعه هستند. نزدیک بودن مقدار میانگین و میانه، تقارن داده ها را نشان می دهد. انحراف معیار، پراکندگی را نشان می دهد و در نهایت چولگی، شاخص تقارن داده ها است (سکاران، ۱۳۸۶). آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول زیر ارائه شده است.

در جدول ۲ برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده ها به عنوان شاخص های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص های توزیعی ارائه شده است. اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. برای مثال مقدار میانگین متغیر اهرم مالی عدد ۰/۵۷۲، بازده دارایی ها ۰/۳۲۴، و واکنش بازار سهام ۰/۵۰۶ و شفافیت سود ۰/۱۳۳ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همان طور که نتایج نشان می دهد میانه متغیر واکنش بازار سهام برابر با ۰/۵۳۴ می باشد که بیانگر این است که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ بیشترین مقدار این

پارامتر برای متغیر اندازه شرکت برابر با $1/169$ می باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. ضریب کشیدگی میزان کشیدگی منحنی فراوانی را نسبت به منحنی نرمال استاندارد نشان می دهد. اگر کشیدگی حدود سه باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار بزرگتر از عدد ۳ باشد منحنی برجسته و اگر کمتر از عدد ۳ باشد منحنی پهن می باشد. در این تحقیق بیشترین کشیدگی مربوط به متغیر شفافیت سود و کمترین کشیدگی مربوط به متغیر اهرم مالی می باشد.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	واکنش بازار سهام	شفافیت سود	کیفیت افشا	اهرم مالی	اندازه شرکت	بازده دارایی ها
میانگین	۰/۵۰۶	۰/۱۳۳	۰/۶۱۲	۰/۵۷۲	۱۲/۴۴۸	۰/۳۲۴
میانه	۰/۵۳۴	۰/۱۲۹	۱	۰/۶۱۵	۱۲/۳۰۶	۰/۳۱۷
حداکثر	۰/۹۷۵	۰/۳۴۳	۱	۰/۹۳۸	۱۴/۹۱۶	۰/۸۳۹
حداقل	۰/۰۶۴	-۰/۰۰۴۵	۰	۰/۰۸۸	۱۰/۹۰۸	-۰/۴۰۹
انحراف معیار	۰/۲۷۷	۰/۰۳۰۸	۰/۰۰۹	۰/۲۸۹	۱/۱۶۹	۰/۰۷۱
چولگی	-۰/۱۰۹	۲/۰۱۱	۱/۱۷۱	-۰/۳۵۷	۰/۶۷۵	۰/۰۰۴
کشیدگی	۱/۸۹۴	۷/۶۸۹	۳/۶۱۷	۱/۸۷۵	۲/۷۱۶	۲/۰۱۲
مشاهدات	۵۵۰					

۱-۶- آزمون نرمال بودن داده های متغیر وابسته

اولین مرحله جهت آغاز فرآیند آزمون فرضیه ها، بررسی نرمال بودن داده ها است. برای بررسی نرمال بودن داده ها فرضیاتی به شکل زیر صورت بندی شده است:

H_0 : توزیع داده ها نرمال است.

H_1 : توزیع داده ها نرمال نیست.

برای آزمون فرضیه فوق از آزمون جاک - برا استفاده شده است که نتایج در جدول (۴-۲) ارائه شده است. اگر سطح اهمیت آماره این آزمون بیشتر از ۰,۰۵ باشد ($> 0,05$ سطح معناداری) فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر پذیرفته می شود.

جدول ۳- آزمون جاک - برا

نام متغیر	آماره	سطح معناداری
واکنش بازار سهام	۱/۰۵۸۰۰۱	۰/۵۸۹

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول فوق از آنجایی که سطح معناداری متغیر واکنش بازار سهام از ۰,۰۵ بزرگتر می باشد بنابراین توزیع این متغیر نرمال است.

۲-۶- آزمون مانایی

در داده های اقتصادی فرض بر این است که بین متغیرهای مطرح در یک تئوری اقتصادی، رابطه بلندمدت و تعادلی برقرار است. در تحلیل های اقتصادسنجی کاربردی، جهت برآورد روابط بلندمدت بین متغیرها، میانگین و واریانس آنها را طی زمان ثابت و مستقل از عامل زمان در نظر می گیرند و در نتیجه به طور ضمنی ثبات رفتاری برای آنها فرض می شود. با وجود این در تحقیقات کاربردی معلوم شده است که در بیشتر موارد ثبات رفتار با متغیرهای سری زمانی تحقق نمی یابد. با توجه به مطالب فوق وجود متغیرهای ناپایستا در مدل سبب می شود تا آزمون های کلاسیک F و t از اعتبار لازم برخوردار نباشند. در چنین حالتی رگرسیون انجام گرفته، رگرسیون کاذبی بیش نخواهد بود. به دلیل اینکه سری های زمانی اقتصادی عموماً ناپایستا هستند، لازم است تا محققان به عواقب و مشکلات استفاده از داده های سری زمانی ناپایستا و امکان بروز رگرسیون کاذب واقف باشند.

یک متغیر سری زمانی وقتی ماناست که میانگین، واریانس و ضریب خود همبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند. مانایی دو حالت دارد: ضعیف و قوی. ما معمولاً حالت ضعیف را بررسی می کنیم. اگر تمامی گشتاورها در طول زمان ثابت باشد، سری، مانای قوی است؛ ولی اگر گشتاورهای مرتبه اول و دوم ثابت باشد سری مانای ضعیف است. یکی از آزمون های ایستایی رایج

در مطالعات کاربردی آزمون ریشه واحد لین - لوین می باشد که فرض اساسی آن مستقل بودن واحدهای مقطعی از همدیگر می باشد. آزمون ریشه واحد سری های زمانی به گونه ای است که ایستایی یا نایستایی متغیرها را با استفاده از یک معادله بررسی می کند. لوین، لین و چو استدلال می کنند که در داده های پانلی، استفاده از آزمون ریشه واحد برای ترکیب داده ها دارای قدرت بیشتری نسبت به استفاده از آزمون ریشه واحد برای هر مقطع بصورت جداگانه است. فرضیه صفر در این آزمون بیانگر این است که سری زمانی دارای ریشه واحد بوده و فرضیه مخالف ایستایی سری زمانی را نشان می دهد. در این پژوهش برای بررسی مانایی از آزمون لین و لوین استفاده می گردد. فرضیه صفر آزمون، بیانگر وجود ریشه واحد متغیرهاست.

جدول ۳- آزمون لین و لوین

نام متغیر	آماره	سطح معناداری
واکنش بازار سهام	-۵/۳۱۳۲	۰/۰۰۰۷
شفافیت سود	-۸/۰۱۶۱	۰/۰۰۶۹
کیفیت افشا	-۳/۵۵۴۷	۰/۰۰۶۳
بازده دارایی ها	-۷/۲۶۵۱	۰/۰۰۱۷
اندازه شرکت	-۳/۶۰۱۱	۰/۰۰۰۵
اهرم مالی	-۶/۳۸۱۷	۰/۰۰۱۴

* سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول فوق چون سطح معناداری همه متغیرها از ۰,۰۵ کوچکتر است؛ فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند.

۳-۶ آزمون F لیمر

همانطور که در بالا بیان شد برای تخمین بهترین مدل با استفاده از یکی از روش های اثرات مشترک، اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون F لیمر و در صورت لزوم از آزمون هاسمن استفاده می شود. در ابتدا برای انتخاب بین روش داده های ترکیبی و روش داده های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است و فرضیه های آن به صورت زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0 = \text{روش داده های ترکیبی} \\ H_1 = \text{روش داده های تابلویی} \end{cases}$$

جدول ۴- نتایج آزمون لیمر

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
۷/۱۶۵۴۴۱	(۱۰۹/۱۱)	۰/۰۰۰۶	Panel

برای انتخاب از بین دو نوع الگو برآورد (تلفیقی و پانل) نخست آزمون اف لیمر را برازش می کنیم. در داده های تلفیقی فرض بر این است که عرض از مبداها با هم برابراند. در الگوی پانل فرض بر این است که حداقل یکی از مبداها با بقیه متفاوت است. در آزمون اف لیمر، اگر فرضیه صفر رد نشود از الگوی تلفیقی برای برازش داده ها استفاده می کنیم. با توجه به اینکه P-value بدست آمده از آزمون F لیمر در فرضیه های پژوهش کوچکتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل ها از مدل داده های پانل (Panel) استفاده خواهد شد. نتایج کامل این آزمون در پیوست در انتهای پایان نامه نشان داده شده است.

۴-۶ آزمون هاسمن

بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد و تفاوت های فردی قابل لحاظ کردن است و روش داده های ترکیبی برای برآورد مدل پژوهش مناسب است، باید مشخص شود که خطای تخمین، ناشی از تغییر در مقاطع است یا این که در طی زمان رخ داده است. در نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهایی با دو اثر ثابت و اثر تصادفی استفاده می شود. در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول زیر انعکاس یافته است.

جدول ۵- آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	روش
هاسمن	۴/۷۱۵۱۶۳	۵	۰/۰۰۵۷	اثرات ثابت

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به نتایج آزمون انجام شده (هاسمن) احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

۵-۶- بررسی ناهمسانی واریانس

در این قسمت به تخمین ناهمسانی واریانس^۱ که ناشی از ویژگی‌های متفاوت شرکت‌ها می‌باشد می‌پردازیم. زمانی که در واحدهای مقطعی دارای واریانس همسان باشد، اما واریانس آن در سرتاسر واحدها متفاوت باشند، ما ناهمسانی واریانس گروهی^۲ خواهیم داشت. همانند بررسی ایستایی متغیرها در اینجا نیز نیاز به بکارگیری روش مناسب برای داده‌های تلفیقی داریم. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس آرج LM به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول ۶- نتایج آزمون ناهمسانی آرج LM مدل تحقیق

آزمون	شرح	مقدار آماره	سطح معناداری
آرج	F-statistic	۰/۵۴۶۱۱۵	۰/۱۰۶۵
	Obs*R-squared	۵/۳۰۲۱۶۹	۰/۱۰۶۵

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول آماره F آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نیست، بنابراین فرض همسانی واریانس تایید شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلال رد می‌شود.

۶-۶- آزمون رگرسیون تحقیق

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Disclosure_{it} + \alpha_2 Transparency_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 Leverage_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۷- آزمون رگرسیون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۶۰۳	۰/۱۳۲	۴/۵۶۸	۰/۰۲۲۶
کیفیت افشا	۰/۴۶۱	۰/۰۸۲	۵/۶۲۱	۰/۰۱۵۸
شفافیت سود	۰/۶۲۵	۰/۱۱۲	۵/۵۸۱	۰/۰۱۶۲
بازده دارایی‌ها	۰/۲۰۳	۰/۰۹۸	۳/۰۲۵	۰/۰۳۱۴
اهرم مالی	-۰/۷۱۴	۰/۳۰۲	-۱/۴۲۲	۰/۰۸۲۳
اندازه شرکت	۰/۳۷۱	۰/۰۷۱	۴/۶۰۲	۰/۰۲۵۱
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱,۹	۰/۶۷	۰/۶۶	۵۱/۲۰۳۱۳	۰/۰۰۰**

*سطح خطای ۵ درصد و **سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول فوق آماره دوربین - واتسون برابر با ۱/۹ می‌باشد و این نشان می‌دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۶۶ می‌باشد، که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می‌توانند ۶۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته (واکنش بازار سهام) را پیش بینی نمایند. تاثیر متغیر اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها بر واکنش بازار سهام مثبت است. متغیر اهرم مالی به دلیل سطح معناداری بزرگتر از ۰,۰۵ بر واکنش بازار

1 Heteroskedasticity

2 Group wise heteroskedasticity

سهام تاثیرگذار نیست. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می باشد.

فرضیه اول

H0 = کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار نیست.

H1 = کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام برابر با ۰/۴۶۱ می باشد که نشان می دهد بین متغیر کیفیت افشا و واکنش بازار سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی در شرکتها با کیفیت افشای بالاتر، واکنش بازار سهام مثبت می باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچک تر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد بیان کرد کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است.

فرضیه دوم

H0 = شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار نیست.

H1 = شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر شفافیت سود بر واکنش بازار سهام برابر با ۰/۴۲۵ می باشد که نشان می دهد بین متغیر شفافیت سود و واکنش بازار سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی در شرکتها با شفافیت سود بالاتر، واکنش بازار سهام مثبت می باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچک تر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد بیان کرد شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است.

۷- نتیجه گیری

در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده شد. در بخش داده های پژوهش از طریق جمع آوری داده های شرکت های نمونه با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۱۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده ها ابتدا پیش آزمون های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه های تحقیق استفاده گردیده است. خلاصه نتایج تحقیق به صورت زیر می باشد :

جدول ۸- خلاصه نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه گیری
اول	کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است.	تایید شد
دوم	شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است	تایید شد

نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است. به عبارت دیگر کیفیت بالای افشای داوطلبانه و شفافیت در گزارشگری مالی منجر به عملکرد بهتر و افزایش نسبت ارزشیابی می شود و اطلاعاتی را در اختیار استفاده کنندگان قرار می دهد که می تواند بر تصمیم گیری و تصمیم سازی آنها تاثیر بگذارد. بنابراین بین افشای داوطلبانه، شفافیت اطلاعات مالی و عملکرد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

نتیجه آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان داد شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است. اگرچه افشای بیشتر اطلاعات توسط شرکتها باعث ارزش گذاری بیشتر توسط سرمایه گذاران می گردد ولی باید توجه داشت که سود یک عامل برای سنجش عملکرد شرکت و مدیران آن می باشد و نظر به اینکه سود را می توان با روشهای هموار سازی سود دستخوش تغییر نمود، پس شفافیت سود گزارش شده برای تصمیم گیری بسیار مفید است و می تواند تاثیر زیادی در برخورد بازار با شرکتهای دارای شفافیت بیشتر داشته باشد.

۸- پیشنهادها مبتنی بر نتایج تحقیق

- با توجه نتیجه آزمون فرضیه اول "کیفیت افشا بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است." لذا پیشنهاد می گردد کاربران گزارش های مالی در هنگام تصمیم گیری بر اساس اطلاعات مندرج در صورتهای مالی، احتمال عدم افشای اطلاعات مالی را مدنظر قرار دهند. استفاده از فعالیت های عدم افشای اطلاعات مالی در شرکتهای مختلف

می تواند پیامدهایی را در بر داشته باشد. به عنوان مثال، مدیران با استفاده از جلوگیری از جریان اطلاعات، می توانند باعث افزایش هزینه ها گردند. همچنین به هیات مدیره شرکت ها پیشنهاد می شود مدیرانی را بکار بگمارند که در پی عدم افشای اطلاعات مالی نباشند چرا که مشکلات نمایندگی را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می دهند که خود می تواند عاملی برای کاهش گرایشات رفتاری سرمایه گذاران (بدبینی سرمایه گذاران نسبت به آینده شرکت) گردد که می تواند بازده سهام را نیز دستخوش نوسانات نماید.

۲. با توجه نتیجه آزمون فرضیه دوم "شفافیت سود بر واکنش بازار سهام تاثیرگذار است." بنابراین سازمان بورس اوراق بهادار می تواند شرکت ها را بر اساس شفافیت سود رتبه بندی نماید تا افراد و گروه های ذینفع بتوانند آگاهانه تصمیم گیری نمایند. همچنین به هیات مدیره شرکت ها پیشنهاد می شود مدیرانی را بکار بگمارند که به دنبال شفافیت سود باشند چرا که می تواند منجر به افزایش کارایی سرمایه گذاری شود.

۹- پیشنهادها برای تحقیقات آتی

۱. پیشنهاد می شود به بررسی ارتباط بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و شفافیت مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.
۲. پیشنهاد می شود به بررسی ارتباط بین کارایی سرمایه گذاری و شفافیت مالی با توجه به فساد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.
۳. پیشنهاد می شود به بررسی ارتباط بین نرخ بازده مورد انتظار و شفافیت مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

منابع

۱. حاجیها، زهره، اورادی، جواد. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و هزینه بدهی. دانش سرمایه گذاری، ۷(۲۶)، ۸۳-۹۸.
۲. ریاحی نژاد، محدثه. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات ارومیه
۳. رهروی دستجردی، علیرضا. (۱۴۰۰). تأثیر حجم افشای اطلاعات بر کارایی فرایند قیمت گذاری سهام. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۸(۷۰)، ۷۹-۱۱۲
۴. سکاران، اوما (۱۳۸۶) روشهای تحقیق در مدیریت، تهران، انتشارات مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت برنامه ریزی.
۵. صیادی، سجاد، ۱۴۰۱، بررسی واکنش بازار به افزایش سرمایه شرکت بر گزارشگری مالی، دهمین کنفرانس بین المللی مدیریت، تجارت جهانی، اقتصاد، دارایی و علوم اجتماعی،
۶. طاهری نیا، مسعود، جعفری، محمد، حسوند، علی. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر تمرکز زدایی مالی بر رابطه بین اهرم مالی و گزارشگری مالی متهورانه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار،
۷. طاهری نیا، مسعود، رشیدی، محسن، عموزاده، ایت، منصوری، زهرا. (۱۴۰۰). بررسی واکنش بازار به کیفیت کار شرکاء حسابرسی. پژوهش های تجربی حسابداری، ۱۱(۱)، ۲۱۷-۲۴۰.
۸. کاشانی پور، محمد؛ زنجیردار، مجید؛ پارچینی پارچین، سیدمهدی و بابازاده، سیدجواد. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین افشای اختیاری و حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۴۳-۶۸
۹. کردستانی، غلامرضا، سپیددست، سپیده، لاریجانی، ریحانه. (۱۳۹۲). بررسی واکنش کمتر از حد انتظار بازار به اخبار اعلان سود حسابداری: مدل مرزی تصادفی. راهبرد مدیریت مالی، ۲(۱)، ۱-۱۴.
۱۰. نوری نرجه، آرزو و صادقی، جهانبخش و آقاها، رضا و رضایی، زهرا، ۱۳۹۶، بررسی واکنش بازار سرمایه به ساختار، مالکیت و شفافیت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس سالانه پژوهش در علوم انسانی و مطالعات اجتماعی، تهران،
۱۱. نیک کار، جواد، خدادادی، ولی، سینیایی، حسنعلی، فرازمند، حسن. (۱۳۹۸). بررسی واکنش رفتاری بازار سهام، بر اساس شکست روندهای کاهشی بلندمدت و کوتاه مدت معیارهای عملکردی شرکت، در زمان افزایش سود نقدی. پژوهش های تجربی حسابداری، ۹(۲)، ۲۹۳-۳۲۲.

12. Bhimavarapu, V.M.; Rastogi, S.; Gupte, R.; Pinto, G.; Shingade, S. Does the Impact of Transparency and Disclosure on the Firm's Valuation Depend on the ESG? *J. Risk Financial Manag.* 2022, 15, 410. <https://doi.org/10.3390/jrfm15090410>
13. Bhimavarapu, Venkata Mrudula, and Shailesh Rastogi. 2020. Valuation of Transparency—A Systematic Literature Review Paper. *Test Engineering and Management* 83: 9092–102.
14. Diez EB., Sotorrio LL. (2018), "The mediating effect of transparency in the relationship between corporate social responsibility and corporate reputation", *Review of business management*, vol.20, no.1, pages 5-21
15. Eugster, F; and A. F Wanger. (2013). Voluntary Disclosure Quality, Operating Performance, and Stock Market Valuations, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1879804.
16. Elsharkawy, A. and Garrod, N. (1996). "The Impact of Investor Sophistication on Price Responses to Earnings News", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol, 23, Pp. 221-236.
17. Fama, E.F. (1970). "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25, Pp. 383-417.
18. Fama, E.F. (1991). "Efficient Capital Markets: II", *Journal of Finance*, Vol. 46, Pp. 1575-1617.
19. Gajewski, J.-F. and Que'ré, B.P. (2001). "The Information Content of Earnings and Turnover Announcements in France", *European Accounting Review*, Vol. 10. Pp. 679-704.
20. Huesecken, Birgit and Overesch, Michael and Tassius, Alexander, Effects of Disclosing Tax Avoidance: Capital Market Reaction to LuxLeaks (February 28, 2018). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2848757> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2848757>
21. Hoang, T. C., Pham, H., Ramiah, V., Moosa, I., & Le, D. V. (2020). The effects of information disclosure regulation on stock markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 51, 101082. doi:<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101082>
22. Krishnan, K., Mukherji, A., & Basu, S. (2020). Market responses to increased transparency: An Indian narrative. *International Review of Economics & Finance*, 69, 663-677. doi:<https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.06.033>
23. Khan, A.Q and Ikram, Sana (2010). "Testing Semi-Strong Form of Efficient Market Hypothesis in Relation to the Impact of Foreign Institutional Investors' Investments on Indian Capital Market", *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol.1, No.4, pp.373-379.
24. Lewellen, C.M. Tax haven incorporation and financial reporting transparency. *Rev Account Stud* (2022). <https://doi.org/10.1007/s11142-022-09676-2>
25. Liang, L. (2003). "Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants' Information Processing Biases", *Review of Accounting Studies*, Vol 8, Pp. 321-345.
26. Ling, T. W., & Abdul Wahab, N. S. (2019). Components of book tax differences, corporate social responsibility and equity value. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1617024. doi:10.1080/23311975.2019.1617024
27. Larent, B, Sabri, B, Amal, H, & Bernardin, S. (2014). Corporate governance efficiency and internet financial reporting quality. *Review of accounting and finance*, vol 13. No 1, pp 43-64
28. Lars, O, & Marcus, T. (2013). Market determinants of voluntary disclosure of macroeconomic effects on corporate performance. *Midwest finance association 2013 annual meeting paper*
29. Madhani, P. M, (2009), "Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting", *The Accounting World*, 7(6), PP. 63-66.
30. Zaman, R, Arslan, M, & Siddiqui, M. (2015). Corporate governance and firm performance: The role of transparency and disclosure in banking sector of Pakistan. *International letters of social and humanistic science*, vol 2. No2, pp 152-266

