فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال هشتم/ شماره ۲۹ /بهار ۹۵/صفحات ۷۸- ۵۵

رویداد پژوهی تأثیر کیفیت افشاء بر رفتار بازده غیرعادی

سبحان اسکینی *
سید جلال صادقی شریف**
مهدی زرینی ***
علیرضا صفری****

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۷/۲۱ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۲/۲۱

چکیده:

پژوهش‌ها نشان داده است که افزایش کیفیت افشاء، عامل تأثیرگذاری در کاهش نوسان بازده غیرعادی در اعلام سود است. این پژوهش، تأثیر کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار می‌دهد. متفاوت از مطالعات صورت گرفته، نخست از روش پژوهش رویداد پژوهی استفاده شده تا رفتار بازده غیرعادی به‌خوبی نمایان شود. دوم، با واکاوی از توزیع آماری امتیاز کیفیت افشاء، ابتدا

* دانشجوی دکترای مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران
Email: Eskini.sobhan@gmail.com

** استادیار مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران
Email: j_sadeghisharif@sbu.ac.ir

*** کارشناس ارشد مدیریت مالی،دانشگاه علوم تحقیقات، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
Email: mehdizarrini83@yahoo.com

*** دانشجوی دکترای حسابداری ،دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
Email: alirezasafari@ase.tui.ac.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

پرتفوی‌هایی بر اساس امتیاز کیفیت افشاء ایجاد و سپس بازده غیرعادی بررسی شده است. با آزمون ۲۶۸ اطلاعیه اعلام سود طی دوره ۱۳۹۳-۱۳۸۸، نتایج نشان می‌دهد پرتفوی‌های باکیفیت افشاء بالاتر، سطح پایین‌تری از بازده غیرعادی دارند. همچنین مطالعات، ویژگی‌های شرکت نظیر اندازه، سطح مالکیت نهادی و فرصت رشد را عامل مؤثری بر بازده غیرعادی توصیف می‌کند. لذا تأثیر کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی با حضور این متغیرها بررسی شد. نتایج، حاکی از عدم تأثیر معنادار ویژگی‌های شرکت بر رابطه کیفیت افشاء و بازده غیرعادی پیرامون روزهای اعلام سود است.

واژه‌های کلیدی: اعلام سود، بازده غیرعادی، رویداد پژوهی، کیفیت افشاء

۱- مقدمه

مفهوم کارایی بازار که توسط فاما (۱۹۷۰) ارائه شد، نقش بارزی در فعالیت‌های عملی و پژوهشی بازار سرمایه داشته است. در بیان فاما، بازاری کارا است که قیمت سهام انعکاس‌دهنده اطلاعات تأثیرگذار بر سهم باشد. کارایی اطلاعاتی بازار، زمینه ساز کارایی تخصیصی است تا سرمایه‌گذاری‌های موجود در اقتصاد، به شرکت‌هایی اختصاص یابد که بازدهی بیشتری خلق می‌کنند. لازمه تحقق بازار کارا، شفافیت مالی شرکت‌ها و انتشار اطلاعات بااهمیت در قیمت سهم است. لذا مقامات بازار، الزامات سخت‌گیرانه‌ای بر نحوه انتشار اطلاعات وضع می‌کنند.

بازار سرمایه کشور ما نیز از این قاعده مستثنا نیست. در این راستا، "بندهای ۱۱ و ۱۸ مادهٔ ۷ و همچنین مادهٔ ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب مجلس شورای اسلامی به تاریخ آذرماه ۱۳۸۴" و نیز "دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوب مردادماه ۱۳۸۶"، مقررات نظارت و نحوه افشاء اطلاعات را تبیین می‌کند. بر مبنای همین قوانین، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، ملزم به ارائه پیش‌بینی‌های درآمد، صورت‌های مالی ادواری و افشای هر نوع اطلاعات بااهمیت و تأثیرگذار در نحوه ارزش‌گذاری سهام می‌باشند تا زمینه تصمیم‌گیری درست سرمایه‌گذاران و تعیین عادلانه قیمت فراهم شود.

اما بسیاری شرکت‌ها به‌طور کامل به این مقررات عمل نمی‌کنند و سازمان بورس و اوراق بهادار برای ارائه آگاهی لازم، اقدام به انتشار "رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ازنظر کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی مناسب" می‌کند. این رتبه می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد. شرکت‌هایی که کیفیت افشاء پایینی دارند و اطلاعات را به‌موقع در

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

اختیار فعالان بازار قرار نمی‌دهند، ممکن است موجب زیان سرمایه‌گذاران شوند. بسیاری از سرمایه‌گذاران، زمان‌سنجی مبادلات را به اعلام گزارش‌ها گره می‌زنند و اگر کیفیت افشاء گزارش‌ها پایین باشد یا به‌موقع در اختیار قرار نگیرد، زیان احتمالی آن‌ها را در پی دارد.

سینها و گاداروفسکی[1] (۲۰۱۰) نشان دادند که افشاء، عامل اثرگذاری بر واکنش بازار به تغییر در اطلاعات بااهمیت در زمان اعلام سود است. انتظار می‌رود واکنش بازار به اعلام سود شرکت‌های باکیفیت افشاء بالاتر، متفاوت از شرکت‌های باکیفیت افشاء پایین‌تر باشد. این واکنش متفاوت، در قالب بازده غیرعادی نمود پیدا می‌کند. بازده غیرعادی، بازده مازاد بر بازده مورد انتظار است. اگر کیفیت افشاء پایین باشد، گزارش‌های مالی به‌دوراز انتظارات بوده و واکنش غیرمنتظره سرمایه گذاران را در پی دارد. این نیز به‌نوبه خود، منجر به ایجاد بازده غیرعادی می‌شود (بیلی[2] و همکاران، ۲۰۰۳).

اهمیت کیفیت افشاء، بسیاری از پژوهش‌ها را معطوف به بررسی تأثیر این متغیر بر سایر متغیرها ساخته است. این پژوهش، جزو اولین پژوهش‌های داخلی است که ارتباط کیفیت افشاء و بازده غیرعادی در زمان اعلام سود را بررسی می‌کند و به دنبال پاسخ به این سؤال است که چگونه در روز اعلام سود، کیفیت افشاء بازده غیرعادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ به‌عنوان یک دانش‌افزایی نسبت به پژوهش‌های قبلی، در این مطالعه از رویداد پژوهی[3] و تفکیک حدی بین پرتفوی‌های کیفیت افشاء استفاده شده است. با توجه به توزیع امتیاز کیفیت افشاء، ضروری است شرکت‌ها با روش مطالعه پرتفوی[4] دسته‌بندی شده و بازده غیرعادی پرتفوی‌های حدی (پرتفوی متشکل از شرکت‌های با بالاترین و کمترین کیفیت افشاء) مقایسه شود.

۲- پیشینه پژوهش

۲-۱- مطالعات خارجی

بیور[5] (۱۹۶۸) به نقل از هنری تیل، اطلاعات را تغییر در انتظارات پیرامون یک واقعه تعریف می‌کند. ازجمله مهم‌ترین اطلاعاتی که باید گزارش شود، اطلاعات تغییر در روند سودآوری است. پنمن[6] (۲۰۱۲) ضمن مهم دانستن ارزش اطلاعاتی سود نسبت به سایر متغیرها، معتقد است آنچه سرمایه‌گذاران درازای آن پول پرداخت می‌کنند، سودآوری آتی است. اگر اعلام سود،

1 Sinha and Gadarowski
2 Bailey
3 Event study
4 Portfolio Study
5 Beaver
6 Penman

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

رویدادی باشد که تغییر انتظارات از بازده آتی را رقم بزند، تغییر در انتظارات به‌صورت واکنش به قیمت جاری نمایان می‌شود (بیور، ۱۹۶۸).

بال و براون[1] (۱۹۶۸)، بیور (۱۹۶۸) و ایستن و زمیسکی[2] (۱۹۹۳)، نشان دادند محتوای اطلاعاتی اعلام سود عامل مؤثری بر واکنش بازار است؛ اما سرمایه‌گذاران نمی‌توانند تمامی اثر محتوای اطلاعاتی سود را در قیمت تأثیر دهند. علاوه بر محتوای اطلاعاتی سود، عوامل بسیاری در واکنش بازار به اعلام سود دخیل است (برنارد[3] و همکاران، ۱۹۸۹). برد[4] و همکاران (۲۰۱۴) سطح عدم اطمینان موجود در بازار و احساسات سرمایه‌گذاران را عامل مؤثری در واکنش به اعلام سود مطرح کردند. بارتون[5] و همکاران (۲۰۱۴) ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار، موقعیت موقعیت سرمایه‌گذاری و قابلیت پیش‌بینی سود را در واکنش به اعلام سود مؤثر دیدند.

در مطالعاتی مرتبط با پژوهش حاضر، شین[6] و همکاران (۲۰۰۱) نتایجی ارائه دادند که با افزایش الزامات افشاء اطلاعات تحت قانون افشای عادلانه، فرایند کشف قیمت سهام بهبود یافته است. بیلی و همکاران (۲۰۰۳) اجرای الزامات افشاء را عامل مؤثری بر حجم مبادلات پیرامون روزهای اعلام سود تشخیص دادند. السوارپیو[7] و همکاران (۲۰۰۴) نشان دادند افزایش کیفیت افشای اطلاعات، کاهش هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های مبادلات را در پی دارد. سینها و گاداروفسکی (۲۰۱۰) عنوان داشتند اجرای الزامات افشای اطلاعات، بازده غیرعادی اعلام سود را بسته به اخبار خوب و بد، بین ۲۱/۴-۲۶/۱ درصد کاهش داده است.

اما احتمال دارد در اعلام سود، رابطه بازده غیرعادی و افشای اطلاعات نه به دلیل کیفیت افشا، بلکه ناشی از ویژگی‌های شرکت باشد. پژوهش‌ها نشان داده است که سه ویژگی اندازه، فرصت‌های رشد و میزان مالکیت نهادی، نسبت به سایر ویژگی‌ها از اهمیت بالاتری برخوردار است. آتیاس[8] (۱۹۸۵) نشان داد با توجه سطح گسترده پیگیری سرمایه‌گذاران از شرکت‌های بزرگ‌تر، پیش افشای اطلاعات (سطحی که اطلاعات قبل از اعلام در اختیار بازار است) در شرکت‌های بزرگ‌تر، بیشتر است. کایل[9] (۱۹۸۵) نتیجه گرفت با توجه گستردگی اطلاعات،

1 Ball and Brown
2 Easton and Zmijewski
3 Bernard
4 Bird
5 Barton
6 Shane
7 Eleswarapu
8 Atiase
9 Kyle

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

دارندگان اطلاعات نهانی قادر به ایجاد تغییرات قیمتی بالا در شرکت‌های بزرگ نیستند. پارک[1] و همکاران (۲۰۱۳) اندازه شرکت را عامل مؤثری بر رابطه بازده غیرعادی و کیفیت افشاء ارزیابی کردند. کورتیس[2] و همکاران (۲۰۱۴) نیز اندازه شرکت را عامل تأثیرگذاری بر افشای اطلاعات غیر از اطلاعات مطابق با اصول پذیرفته‌شده حسابداری در نظر گرفتند.

وجود فرصت‌های رشد نیز عامل مؤثری بر واکنش سرمایه‌گذاران در روزهای اعلام سود است. سرمایه‌گذاران انتظار اعلام سود بالاتری از شرکت‌های رشدی دارند و این انتظارات، بر رفتار بازده غیرعادی تأثیر می‌گذارد. کولینز[3] و همکاران (۱۹۸۹) عنوان داشتند که فرصت‌های رشد، عامل مؤثری بر محتوای اطلاعاتی سود در روزهای پیرامون اعلام سود است. چون[4] و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند با افزودن متغیرهای فرصت رشد و حساسیت به فرصت‌های رشد، از قدرت توضیحی سایر متغیرها بر بازده غیرعادی کاسته می‌شود. رویچادری و اسلتن[5] (۲۰۱۲) نیز ضمن مهم تشخیص دادن تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه افشاء و محتوای اطلاعاتی سود، متغیرهای مربوط به فرصت‌های رشد را در تحقق خود لحاظ کردند.

تئوری‌ها، سطح مالکیت نهادی را نیز عامل مؤثری در رفتار بازده غیرعادی در اعلام سود برشمرده‌اند. سرمایه‌گذاران نهادی دارای نفوذ قابل‌ملاحظه‌ای بر شرکت‌های زیرمجموعه هستند و می‌توانند محتوای اطلاعاتی سود و به‌تبع آن واکنش سرمایه‌گذاران به اعلام سودهای فصلی را تحت تأثیر قرار دهند. الگازر[6] (۱۹۹۸) ارتباط منفی بین سطح مالکیت نهادی و بازده غیرعادی سهام در اعلام سود شناسایی کرد. آکینز[7] و همکاران (۲۰۱۲) نیز نشان دادند که مالکیت نهادی عامل مؤثری بر رفتار قیمتی سهم در روزهای اعلام سود است.

۲-۲- مطالعات داخلی

مطالعات داخلی از جنبه‌های مختلف به واکنش بازار به اعلام سود، کیفیت افشاء و بازده پرداخته‌اند. دارابی و مرادلو (۱۳۹۰) در پژوهشی از نوع همبستگی، با بررسی ۱۰۷ شرکت طی دوره ۱۳۸۸-۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه مثبتی بین شفافیت اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود شناسایی نکردند. پژوهشگران برای اندازه‌گیری محتوای اطلاعاتی سود، از بازده

1 Park
2 Curtis
3 Collins
4 Cheon
5 Roychowdhury and Sletten
6 El-Gazzar
7 Akins

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

غیرعادی استفاده کردند. مهرآذین و همکاران (۱۳۹۱) با نمونه‌ای از ۱۸۴ شرکت طی سال مالی ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷، نتیجه گرفتند محتوای اطلاعاتی سود برای شرکت‌هایی با شفافیت اطلاعات کمتر، بالاتر است. حقیقت و علوی (۱۳۹۲) رابطه بین بازده غیرعادی و شفافیت سود حسابداری طی دوره ۱۳۸۹-۱۳۸۴ را برای ۹۲ شرکت بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. در این پژوهش، رابطه منفی و معناداری بین شفافیت سود حسابداری و بازده غیرعادی شناسایی شد. خواجوی و ممتازیان (۱۳۹۳) تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام را مطالعه کردند. با لحاظ کردن رتبه‌های افشای اعلام‌شده توسط سازمان بورس به‌عنوان شاخص کیفیت افشای اطلاعات، محققان کیفیت افشای اطلاعات را عامل مؤثری بر بازده جاری و آتی سهام معرفی کردند.

همچنان که عنوان شد، احتمال دارد رابطه کیفیت افشا و بازده غیرعادی در روزهای اعلان سود تحت تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت قرار بگیرد. مطالعات داخلی از جنبه‌های مختلف به بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر اعلام سود فصلی و رفتار بازده غیرعادی پرداخته‌اند. خوش‌طینت و براری نوکاشتی (۱۳۸۵) تأثیر اندازه بر محتوای اطلاعاتی سود را بررسی و نشان دادند محتوای اطلاعاتی سود برای شرکت‌های کوچک‌تر و متوسط، قوی‌تر است. هاشمی و ساعدی (۱۳۸۸) فرصت‌های رشد را عامل تأثیرگذاری بر رابطه ویژگی‌های شرکت و محتوای اطلاعاتی سود تشخیص دادند. کرمی (۱۳۸۸) با بررسی رابطه مالکیت نهادی و محتوای سود، به این نتیجه رسید که سطح مالکیت نهادی ممکن است موجب افزایش محتوای اطلاعاتی سود شود. بولو و ابراهیمی میمند (۱۳۹۰) و ناظمی و نصیری (۱۳۹۳) رابطه مثبتی بین کیفیت افشاء و مالکیت نهادی شناسایی کردند.

۳- فرضیه‌ها

پژوهش‌های داخلی، عمدتاً امتیاز کیفیت افشاء اعلام‌شده از سوی سازمان بورس را به‌عنوان متغیر افشاء استفاده کرده و میانه امتیازها یا امتیاز ۵۰ را نقطه تفکیک در نظر می‌گیرند (دارابی و مرادلو، ۱۳۹۰، مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۱، مهرانی و پروائی، ۱۳۹۳)؛ اما توزیع آماری این امتیاز، نشان می‌دهد به دلیل عدم تقارن و بالا بودن میانگین و میانه بیش از امتیاز ۵۰، چنین تفکیکی مناسب نیست. از طرف دیگر، تأثیر یک عامل بر بازده غیرعادی، با انجام رویداد پژوهی استاندارد مشخص می شود (اسپانهلتز[1]، ۲۰۰۸). این پژوهش در تلاش است با تفکیک حدی (تقسیم داده‌ها به دهک و ایجاد پرتفوی حدی از شرکت‌های باکیفیت افشاء بالاتر و کیفیت

1 Sponholtz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

افشاء کمتر) و نه تفکیک میانه داده‌ها و نیز استفاده از روش رویداد پژوهی به‌جای مطالعه روند زمانی، به بررسی ارتباط بازده غیرعادی و کیفیت افشاء بپردازد. همچنین، در ادبیات موضوعی به تأثیرگذاری برخی متغیرهای مبتنی بر ویژگی شرکت بر رفتار بازده غیرعادی در اعلام سود اشاره شده است. اگر کیفیت افشاء نسبت به سایر متغیرها، قدرت توضیح بیشتری برای بازده غیرعادی پرتفوی‌های حدی (مبتنی بر کیفیت افشاء) داشته باشد، انتظار می‌رود پرتفوی‌های حدی مبتنی بر این متغیر دارای تفاوت قابل‌ملاحظه‌ای به لحاظ سایر ویژگی‌های شرکت نباشند. بر اساس مطالبی که بیان شد، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تعریف می‌شود:

فرضیه اصلی: بازده غیرعادی پرتفوی شرکت‌های باکیفیت افشاء پایین‌تر، بیشتر از بازده غیرعادی پرتفوی شرکت‌های باکیفیت افشاء بالاتر در روزهای اعلام سود است.

فرضیه‌های فرعی:

فرضیه فرعی اول: تفاوت معناداری بین اندازه شرکت در پرتفوی باکیفیت افشاء بالاتر و پرتفوی باکیفیت افشاء پایین‌تر وجود ندارد.

فرضیه فرعی دوم: تفاوت معناداری بین مالکیت نهادی در پرتفوی باکیفیت افشاء بالاتر و پرتفوی باکیفیت افشاء پایین‌تر وجود ندارد.

فرضیه فرعی سوم: تفاوت معناداری بین فرصت‌های رشد در پرتفوی باکیفیت افشاء بالاتر و پرتفوی باکیفیت افشاء پایین‌تر وجود ندارد.

۴- روش پژوهش

روش پژوهش مقاله، رویداد پژوهی مطابق با بیلی و همکاران (۲۰۰۳) و سینها و گادارفسکی (۲۰۱۰) است. با این روش می‌توان تأثیر اعلام یک خبر بر روند قیمت سهم در بازه اعلام را بررسی کرد. ابتدا باید قسمتی از بازده که مرتبط به یک خبر است (بازده غیرعادی) را از بازده مورد انتظار (عادی) تفکیک کرد. برای این تفکیک، لازم است بازده مورد انتظار را با یک مدل تخمین زده و سپس با کسر بازده واقعی از آن، بازده غیرعادی را به دست آورد. سپس با مطالعه رفتار بازده غیرعادی در تاریخ اعلام خبر، محتوای اطلاعاتی خبر را بررسی کرد.

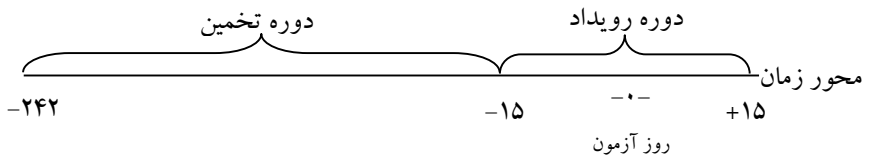
در رویداد پژوهی علاوه بر تفکیک بازده، تفکیک زمانی نیز لازم است. ابتدا طی یک دوره میان یا بلندمدت، پارامترهای بازده را تخمین زده و سپس طی یک دوره کوتاه‌مدت، رفتار بازده غیرعادی پیرامون اعلام خبر بررسی می شود. دوره بلندمدت را دوره تخمین[1] و دوره کوتاه‌مدت

1 Estimation Period

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

را دوره رویداد (پنجره رویداد[1]) می‌نامند (ا سپانهلتز،۲۰۰۸). مطابق پژوهش ا سپانهلتز (۲۰۰۸)، در این پژوهش بازده مورد انتظار طی دوره تخمینی متشـــکل از ۲۴۲ روز (برابر یک ســـال مبادلاتی) پیش از دوره رویداد (روز اعلام سود در دوره رویداد (۱۵+ -t- ۱۵-)) به‌دست‌آمده و با تفکیک بازده غیرعادی از بازده مورد انتظار طی دوره رویداد، رفتار بازده غیرعادی بررســـی می‌شود. شکل ۱ این مورد را به تصویر می‌کشد:

شکل۱: دوره تخمین و دوره رویداد



۱-۴- ملاحظاتی در مورد رویداد پژوهی

برخورد با وقفه معاملاتی و محاسبه بازده غیرعادی. در مقایسه با بازارهای بالغ، بورس تهران حجم مبادلات کمتر و وقفه‌های مبادلاتی بیشـــتری دارد (قائمی و همکاران، ۱۳۹۰). در رویداد پژوهی وجود وقفه، محاسبات بازده مورد انتظار و غیرعادی را با مشکل مواجه می سازد. ادبیات موضـوعی سـه روش انباشـته، یکسـان و مبادله تا مبادله را برای پر کردن بازده روزهای وقفه پیشـنهاد کرده اسـت. در روش انباشـته، بازده روزهای وقفه صـفر در نظر گرفته‌شـده و بازده‌های مشاهده نشده این روزها به‌صورت انباشته به اولین روز مبادلاتی بعد از وقفه تخصیص می یابد. در روش یکســـان، کل بازده بین روزهای وقفه و اولین روز مبادلاتی بعد از وقفه به‌طور یکسان تقسیم می شود. در روش مبادله تا مبادله، بازده بین روزهای وقفه تخصیص نمی‌یابد، بلکه با استفاده از روش رگرسیونی (روابط ۱ تا ۴)، نسبت به بازده بازار مقایسه شده و برای دوره زمانی بین دو روزی که مبادله انجام شده (ابتدا و انتهای دوره وقفه) محاسبه می‌شود.

ماینز و رامزی[2] (۱۹۹۳) ضـمن بررسـی سـه روش مذکور، روش مبادله تا مبادله را کاراتر تشخیص دادند. در مطالعات داخلی نیز قائمی و همکاران (۱۳۹۰) تحت مدل بازار، نشان دادند که روش مبادله تا مبادله در سـنجش بازده غیرعادی با شـرایط وقفه مبادلاتی (برای سـهام با گردش متوسط به پایین)، قدرت تشریحی بیشتری دارد. بر همین اساس در این پژوهش برای پر کردن بازده در روزهای وقفه مبادلات، از روش مبادله تا مبادله استفاده می‌شود.

1 Event Window
2 Maynes and Rumsey

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

برای محاسبه بازده غیرعادی، باید بازده مورد انتظار را به دست آورد. پژوهش‌ها مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، مدل‌های عاملی و مدل بازار را برای محاسبه بازده مورد انتظار پیشنهاد داده‌اند. این پژوهش مطابق کار قائمی و همکاران (۱۳۹۰) مدل بازار را متناسب با روش مبادله تا مبادله به کار برده است. در الگوی بازار، بازده سهام برابر است با:

$$r_{jt}=\alpha_j+\beta_{jt}r_{mt}+\varepsilon_{jt}$$ رابطه (۱)

r_{jt} لگاریتم طبیعی بازده سهم j (اعمال افزایش سرمایه و سود نقدی) در روز t، r_{mt} لگاریتم طبیعی بازده بازار (حاصل از تغییرات شاخص کل) در روز t، β_{jt} حساسیت بازده سهم به بازده بازار است. با داشتن n بازده مشاهده نشده طی زمان t و t-n به خاطر n-1 روز وقفه، بازده سهم j در روز t با مدل بازار تحت روش مبادله تا مبادله برابر است با:

$$R_{jt}=an+\beta_{jt}R_{mt}+\sum_{s=t-(n-1)}^{t}\varepsilon_{js}$$ رابطه (۲)

تفاوت مدل (۱) با مدل (۲) در این است که اثر وقفه مبادلات (n-1 روز وقفه) در مدل بازار در قالب مدل (۲) لحاظ شده است. برای حذف اثر ناهمسانی واریانس که ناشی از جمع اجزای خطا در مدل است، اجزای رابطه (۲) بر $\sqrt{n}$ تقسیم می‌شود:

$$\frac{1}{\sqrt{n}}R_{jt}=a\sqrt{n}+\beta\frac{1}{\sqrt{n}}R_{mt}+\frac{1}{\sqrt{n}}\sum_{s=t-(n-1)}^{t}\varepsilon_{js}$$ رابطه (۳)

با به دست آوردن α و β از مدل فوق، بازده مورد انتظار از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$E(R_{jt})=n\bar{a}+\bar{\beta}R_{mt}$$ رابطه (۴)

نهایتاً بازده غیرعادی(AR_{jt}) از تفاضل بازده مورد انتظار از بازده واقعی به دست می آید:

$$AR_{jt}=R_{jt}-E(R_{jt})$$ رابطه (۵)

متغیر مورد آزمون. در رویداد پژوهی، با توجه به هدف پژوهش از میانگین بازده غیرعادی تفکیک شده به بازده مثبت یا منفی، واریانس بازده غیرعادی یا قدر مطلق بازده غیرعادی در دوره آزمون استفاده می‌شود. اگر علامت بازده در پژوهش مهم باشد، تفکیک بازده غیرعادی منفی و مثبت ضروری است، زیرا میانگین‌گیری بازده‌های مثبت و منفی، منجر به خنثی شدن اثر واقعی آن‌ها می‌شود. اگر جهت علامت مهم نباشد، با واریانس یا قدر مطلق اثر بازده‌های غیرعادی بررسی می‌شود. در این پژوهش مطابق کار چون و همکاران (۲۰۰۱) و بیلی و همکاران (۲۰۰۳) از قدر مطلق بازده غیرعادی استفاده می‌شود. لذا قدر مطلق بازده غیرعادی شرکت j (حاصل از رابطه (۵)) در دوره رویداد عبارت است از:

$$AV_{jt}=\left|AR_{jt}\right|$$ رابطه (۶)

در رابطه فوق t=0.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

رویدادهای موردمطالعه و حذف رویدادهای هم‌زمان. در این پژوهش روی اعلام سود بااهمیت، مطابق "ماده ۱۶ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران" تمرکز می‌شود. عاملی مهم در رویداد پژوهی کنترل اثر رویدادهای هم‌زمان در دوره رویداد است، زیرا ممکن است تغییر رفتار بازده غیرعادی در این دوره نه به خاطر اعلام سود، بلکه ناشی از رویدادهای دیگر باشد. اسپانهلتز (۲۰۰۸) نشان داد حذف رویدادهای هم‌زمان، معناداری بازده غیرعادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در پژوهش حاضر اعلام سودی که تحت تأثیر رویدادهای هم‌زمان در حدود دوره رویداد قرار بگیرد، از داده‌های پژوهش حذف می‌شود. رویدادهای هم‌زمان بااهمیت عبارت‌اند از:

- مجمع عمومی عادی سالیانه به‌منظور تصویب صورت‌های مالی و تقسیم سود
- مجمع فوق‌العاده به‌منظور تصمیم‌گیری در خصوص افزایش سرمایه
- مجمع عمومی عادی به‌طور فوق‌العاده مبنی بر انتخاب اعضای هیئت‌مدیره
- اطلاعیه‌های عرضه عمده حدود دوره رویداد
- وجود اعلام تعدیل سود دیگری در حدود دوره رویداد

۲-۴- تشکیل پرتفوی

در مطالعه دارابی و مرادلو (۱۳۹۰)، مهرآذین و همکاران (۱۳۹۱) و مهرانی و پروائی (۱۳۹۳)، امتیازهای کیفیت افشاء به‌عنوان متغیر مستقل مجازی لحاظ شد. بدین معنی که امتیاز ۵۰ یا میانه داده‌ها نقطه تفکیک در نظر گرفته شده و شرکت‌هایی که امتیاز بالای نقطه تفکیک داشته‌اند شرکت‌های باکیفیت افشاء بالاتر و شرکت‌هایی که امتیاز پایین‌تر از نقطه تفکیک دا شته‌اند به‌عنوان شرکت‌های باکیفیت اف شاء کمتر، طبقه‌بندی شده ا ست؛ اما در این پژوهش با بررسی توزیع امتیازها و ذکر دلایل ذیل، به‌جای استفاده از رتبه کیفیت افشاء به‌عنوان متغیری مستقل، پرتفوی‌هایی بر اساس این رتبه ایجاد می‌شود. برای تحلیل حساسیت، از رابطه رگرسیونی با حضور متغیر کیفیت افشاء به‌عنوان متغیر مستقل و بازده غیرعادی به‌عنوان متغیر وابسته (و ویژگی‌های شرکت به‌عنوان متغیرهای کنترل) بهره گرفته شده است.

در جدول ۱ علی‌رغم نزدیکی میانه و میانگین، آماره آزمون جارک-برا در تمامی سال‌ها معنادار است و نشان می‌دهد توزیع امتیاز کیفیت افشاء نرمال نیست. این آماره چولگی و ک شیدگی توزیع را با توزیع نرمال (دارای چولگی صفر و ک شیدگی ۳) مقای سه می کند. میانه و میانگین در بی شتر سال‌ها بیش از ۵۰ ا ست. اختلاف میانگین امتیاز دهک بالا و میانه نیز بالا و

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

به لحاظ آماری معنادار ا ست. نتایج ن شان می‌دهد وقتی امتیاز ۵۰ نقطه تفکیک ا ست، بی شتر شرکت‌ها (با توجه به میانه و میانگین بالای ۶۸-۶۴) در د سته باکیفیت افشاء بالاتر طبقه‌بندی می شود. همچنین اختلاف میانگین امتیاز بین دهک بالا و میانه، ن شان‌دهنده حـ سا سیت بالای رتبه تفاضلی بین دهک‌های موجود است. این خود مهم‌ترین دلیل بر این نکته است که تفکیک جامعه به دو قسمت (کیفیت افشای بالاتر و کمتر)، تأثیر امتیازدهی کیفیت افشاء بر متغیرهای مطرح در تئوری را نمایان نمی سازد. لذا باید با دهک بندی (ایجاد پرتفوی) و تق سیم داده‌ها به گروه‌های بیشتر، اثر واقعی کیفیت افشاء را با روش مطالعه پرتفوی مورد بررسی قرار داد.

جدول ۱: آمار توصیفی امتیاز کیفیت افشاء شرکت‌ها

سال	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹	۱۳۸۸
تعداد شرکت‌ها	۲۹۶	۲۹۲	۲۹٤	۳۲٤	۳۱۱
میانگین امتیاز	٦۸	٦۵	٦٦	٦۲	۵۸
میانه امتیاز	٦۸	٦۸	٦۸	٦٤	٦٤
انحراف معیار	۱۹	۲۱	۲۳	۲۳	۲۵
حداکثر امتیاز	۱۰۰	۹۹	۹۹	۹۷	۹۹
حداقل امتیاز	۰	٦	-۱	-۲۰	-۲۸
چولگی	-۰/٦۵	-۰/٦۷	-۰/٦۵	-۰/۷۸	-۰/۵۵
کشیدگی	۳/۳۵	۲/٦۹	۲/۷۲	۳/۳٤	۲/۵٦
آماره جارک-برا	۲۲/۷	۲۳/٤	۲۱/۹	۳٤/۵	۱۸/٦
p-value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اختلاف میانگین دهک بالا و میانه	۲۳	۱۸	۲۲	۲۰	۱۰
p-value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۹

منبع: یافته‌های پژوهش

حجازی و همکاران (۱۳۸۹) نشـان دادند بعد از اعمال مقررات افشـاء، اعلام رسـمی سـود شرکت‌ها به‌موقع تر شده، اما کاهشی در خطای پیش‌بینی سود مشاهده نشده است. با توجه به یافته‌های آمار توصـیفی و نتایج حجازی و همکاران (۱۳۸۹)، ابتدا میانگینی از امتیازات کیفیت به‌موقع بودن افشـاء اطلاعات طی دوره سـه‌ماهه اول ۱۳۹۰ تا نه‌ماهه منتهی به آذر ۱۳۹۳ به د ست آورده و ضمن د سته‌بندی (ت شکیل پرتفوی)، عوامل مؤثر بر پرتفوی‌های حدی (پرتفوی بالاترین کیفیت افشاء در مقابل پایین‌ترین کیفیت افشاء) بررسی می‌شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

۳-۴- داده‌ها و مدل پژوهش

۱-۳-۴- داده‌ها

جامعه پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران و دوره آن از ۱۳۸۸/۱۰/۱-۱۳۹۳/۱۱/۳۰ است (انتخاب این دوره با توجه به تاریخ انتشار اطلاعیه‌های امتیاز کیفیت افشاء و همچنین رعایت الزامات دوره تخمین صورت گرفته است). ابتدا، میانگینی از امتیاز کیفیت افشاء سه‌ماهه شرکت‌هایی که به‌طور مستمر دارای امتیاز افشاء بوده‌اند از سایت کدال[1] گرفته و دسته‌بندی شده است. اعلام سود بااهمیت شرکت‌ها نیز مطابق همین دوره از سایت کدال دریافت شده است. برای انجام پژوهش غربال زیر ضروری است:

- شرکت‌ها از ۲۴۲ روز مبادلاتی قبل از اعلام سود (دوره تخمین) در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده و مورد مبادله قرار گرفته باشند. برای مثال شرکتی که در ۱۳۹۰/۱/۶ اعلام سود داشته، از حدود ۱۳۸۸/۱۰/۱ دارای آمار مبادلات باشد.
- شرکت‌ها دارای وقفه مبادلاتی پیوسته بیش از سه ماه طی دوره تخمین نباشند.
- طی دوره مذکور، برخی شرکت‌ها در بورس پذیرفته‌شده و تا ماه‌ها بعد دارای امتیاز کیفیت افشاء نبوده‌اند. همچنین برخی از بازار بورس حذف و به بازار پایه فرابورس یا بازار توافقی انتقال یافته‌اند. شرکت‌هایی با این ویژگی از جامعه آماری حذف شد.

نهایتاً ۲۷۰ شرکت بر اساس امتیاز کیفیت افشاء رتبه‌بندی شده و در ۹ پرتفوی دسته‌بندی شده است. دلیل تفکیک شرکت‌ها به ۹ پرتفوی این است که اگر تعداد پرتفوی‌ها بیشتر شود، تعداد سهام در هر پرتفوی کاهش یافته و نتایج آماری تحت تأثیر نمونه اندک قرار می‌گیرند. افزایش سهام در پرتفوی نیز منجر به کاهش پرتفوی‌ها شده و با توجه به معناداری اختلاف میانگین بین امتیاز کیفیت افشاء در بین پرتفوی‌ها، نمی‌توان اثر افشاء را به‌درستی بررسی کرد. بعد از تفکیک، مطالعه روی پرتفوی‌های حدی شامل ۳۰ شرکت با بالاترین امتیاز کیفیت افشاء و ۳۰ شرکت با پایین‌ترین امتیاز کیفیت افشاء انجام شده است.

علاوه بر سایت کدال، داده‌های مربوط به شاخص و قیمت سهام از سایت شرکت بورس اوراق بهادار تهران[2] استخراج شده است. برای تحلیل‌های آماری نرم‌افزار Excel و Eviews8

1 www.codal.ir
2 www.tse.ir

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

به کار رفته است. لازم به ذکر است برای کنار گذاشتن داده‌های پرت، بسته به نوع متغیر، داده‌ها از سطح ۳٪-۰/۱٪ وینزورایز[1] شده است. متغیرهای پژوهش عبارت‌اند از:

بازده غیرعادی (AV_{jt}). متغیر وابسته پژوهش، قدر مطلق بازده غیرعادی شرکت j درروز اعلام سود (t=0) است که با رابطه (۶) محاسبه می‌شود. این متغیر توسط چون و همکاران (۲۰۰۱) و بیلی و همکاران (۲۰۰۳) نیز استفاده شده است. پژوهش‌ها، قدر مطلق بازده غیرعادی را در انواع مختلفی نظیر قدر مطلق بازده غیرعادی در روز اعلام سود، قدر مطلق بازده غیرعادی در روز اعلام سود و یک روز قبل از آن و سایر موارد، استفاده کرده‌اند. چون در بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها تنها در روز اعلام سود با مکانیسم بدون دامنه نوسان کشف قیمت می‌شوند، بازده غیرعادی در روزهای قبل و بعد از اعلام سود، تحت تأثیر دامنه نوسان قرارگرفته و نمی‌تواند اثر کامل خود را نشان دهد.

امتیاز کیفیت (DIS_{jt}). متغیر مستقل پژوهش، میانگین سالانه امتیاز کیفیت افشاء اعلام‌شده از سوی سازمان بورس اوراق بهادار برای شرکت j در دوره آزمون است. این امتیاز در پژوهش های مختلفی نظیر دارابی و مرادلو (۱۳۹۰)، مهرآذین و همکاران (۱۳۹۱)، خواجوی و ممتازیان (۱۳۹۳) استفاده شده که از جنبه‌های مختلف به بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر داده‌های مالی پرداخته‌اند. مطابق پژوهش سینها و گادارگادارووفسکی (، انتظار می‌رود رابطه معکوسی بین افزایش کیفیت افشاء و بازده غیرعادی وجود داشته باشد.

اندازه شرکت (MV_{jt}). متغیر کنترل و لگاریتم میانگین سالانه ارزش بازار شرکت j طی دوره آزمون است. آتیاآتیاس () اندازه شرکت را عامل مؤثری بر سطح پیش افشای اطلاعات مطرح کرد. شرکت‌های بزرگ به دلیل پیگیری بیشتر فعالان بازار، سطح پیش افشاء بیشتری دارند و در اعلام سود، بازده غیرعادی کمتری دارند. قائمی و همکاران (۱۳۹۰) از این متغیر بررسی تأثیر اندازه بر اعلام سودهای فصلی بهره بردند.

سطح مالکیت نهادی (IN_{jt}). متغیر کنترل و میانگین سالانه درصد مالکیت نهادی شرکت j در دوره آزمون است. مالکیت نهادی بر نوع گزارشگری مالی، محتوای اطلاعاتی سود و بازده غیرعادی تأثیرگذار است (الگازر،۱۹۹۸، کرمی،۱۳۸۸، بولو و ابراهیمی میمند،۱۳۹۰). در قوانین بازار سرمایه[2]، سرمایه‌گذار نهادی هر شخص حقیقی و حقوقی است که بیش از ۵ درصد

---

۱ داده‌های پرت (با توجه به نوع داده‌ها بیشتر یا کمتر از ۳٪-۰/۱٪)حذف شده و به‌جای آنها از داده‌های حدی استفاده شده است.

۲ مصوبه تعریف سرمایه‌گذار نهادی بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار سرمایه، مصوب هیئت مدیره سازمان بورس، ۱۳۸۶/۰۶/۲۸

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند. لذا بر این سرمایه‌گذاران به‌عنوان سرمایه‌گذاران نهادی تمرکز می‌شود. فخاری و طاهری (۱۳۸۹) از این متغیر برای بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر نوسان بازده سهام استفاده کردند.

فرصت‌های رشد (M/B_{jt}). متغیر کنترل و معادل میانگین سالانه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت j طی دوره آزمون است. چون و همکاران (۲۰۰۱) وجود فرصت‌های رشد و حساسیت بازار به این مسئله را عوامل مؤثری بر بازده غیرعادی در روزهای اعلام سود بر شمردند. گریفین و همکاران (۲۰۱۱) نیز در پژوهش خود M/B را به عنوان متغیر کنترل در بررسی رابطه بهبود کیفیت افشاء و واکنش به اعلام سود به کار بردند.

۲-۳-۴- مدل پژوهش

در این پژوهش مطابق با پژوهش بیلی و همکاران (۲۰۰۳) و سینها و گاداروفسکی (۲۰۱۰)، برای تجزیه و تحلیل یافته‌ها از آزمون آماری اختلاف میانگین دو جامعه استفاده شده است؛ اما برای انجام تجزیه و تحلیل حساسیت و اطمینان از قابلیت اتکاء نتایج از هر حیث، آزمون قابلیت اتکای نتایج[1] با رگرسیون چند متغیره زیر انجام شده است:

$$AV_{jt}=a+\beta_1 DIS_{jt}+\beta_2 MV_{jt}+\beta_3 IN_{jt}+\beta_4 M/B_{jt} \qquad \text{مدل (۱)}$$

این مدل برگرفته از مدل استفاده شده توسط چون و همکاران (۲۰۰۱) است. متغیرهای مدل در بخش قبل تعریف شد.

۴-۴- آمار توصیفی داده‌های پژوهش

جدول ۲، آمار توصیفی داده‌های پژوهش را ارائه می‌دهد. تعداد اعلام سود شرکت‌های باکیفیت افشاء کمتر از تعداد اعلام سود شرکت‌های باکیفیت افشاء بالاتر بیشتر است. دلیل این مسئله می‌توان در عدم شفافیت اطلاعات جست. درحالی‌که مطابق با ادبیات موضوعی انتظار می‌رود با افزایش تعداد اعلام سود، اطلاعات بیشتری در دست بازار قرار بگیرد و از محتوای اطلاعاتی سود کاسته شود (قائمی و همکاران، ۱۳۹۰)، شرکت‌های با امتیاز افشای پایین‌تر از تعداد اعلان سود بیشتر با محتوای اطلاعاتی بالاتر (بازده غیرعادی) برخوردار هستند. لذا در هر اعلان سود، اطلاعاتی به بازار ارائه داده‌اند که برای بازار غیرمنتظره بوده و منجر به تغییر معنادار بازده شده است. امتیازات افشاء پرتفوی‌های بالا حدود دو برابر پرتفوی‌های پایین است که رقم

1 Robustness Test

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

قابل‌ملاحظه‌ای اســت. انحراف معیار پرتفوی‌های کیفیت افشــاء پایین‌تر، بیشــتر از پرتفوی‌های کیفیت افشاء بالاتر است. این مورد حاکی از نوسان امتیازات کیفیت افشاء پرتفوی‌های پایین طی دوره‌های مختلف است که آشفتگی گزارشگری مالی شرکت‌های با امتیاز پایین را نشان می‌دهد؛ اما انحراف معیار در سایر متغیرها اندک و در بیشتر موارد مشابه است. این موضوع نشان‌دهنده همسانی شرکت‌ها به تفکیک پرتفوی‌های بالا و پایین است. عدم اختلاف چشم‌گیر بین میانه و میانگین متغیرها (سوای از بازده غیرعادی) در پرتفوی‌های بالا و پایین، نشان‌دهنده عدم چولگی و توزیع متقارن هر پرتفوی است.

جدول ۲: آمار توصیفی داده‌های پژوهش

پرتفوی		پرتفوی با بالاترین کیفیت افشاء	پرتفوی با کمترین کیفیت افشاء
تعداد شرکت		۳۰	۳۰
تعداد اعلام سود		۱۲۰	۱۴۸
رتبه کیفیت افشاء (DIS)	میانگین	۹۵	۴۸
	میانه	۹۵	۴۸
	انحراف معیار	۱/۷۴	۱۹
بازده غیرعادی (AV)	میانگین	۰/۰۶۷	۰/۱۰۷
	میانه	۰/۰۴	۰/۰۶۳
	انحراف معیار	۰/۰۷۸	۰/۱۱
اندازه شرکت (MV)	میانگین	۸/۹۶	۹/۰۹
	میانه	۸/۹۰	۸/۸۰
	انحراف معیار	۰/۶۴	۰/۸۵۶
مالکیت نهادی (IN)	میانگین	۰/۷۳۵	۰/۷۰
	میانه	۰/۷۷	۰/۷۲
	انحراف معیار	۰/۱۷	۰/۱۷
فرصت‌های رشد (M/B)	میانگین	۷/۱۸	۵
	میانه	۵/۵۲	۲/۸
	انحراف معیار	۴/۸۵	۴/۶۲

منبع: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

۵- یافته‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه اصلی، از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه با آماره t بهره گرفته شده است. نتایج آزمون (تفاوت میانگین بازده غیرعادی پرتفوی‌های باکیفیت افشاء بالاتر در مقابل پرتفوی‌های باکیفیت افشاء کمتر) در جدول ۳ ارائه‌شده است:

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی

میانگین بازده غیرعادی پرتفوی باکیفیت افشاء بالاتر (۱۲۰ اعلام سود)	میانگین بازده غیرعادی پرتفوی باکیفیت افشاء پایین‌تر (۱۴۸ اعلام سود)	تفاوت بازده غیرعادی دو پرتفوی	آماره t	P-value
٦/٧٪	۱۰/۷٪	٤٪	۳/٤٤	۰/۰۰۱

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نشان می‌دهد آماره t بالا بوده و با توجه به P-value، حتی در سطح ۱ درصد معنی‌دار است. لذا فرض صفر با اطمینان بالایی رد شده و می‌توان گفت به لحاظ آماری، بازده غیرعادی پرتفوی باکیفیت افشاء پایین، بیشتر از بازده غیرعادی پرتفوی باکیفیت افشاء بالا است. نتایج از معنی‌داری اقتصادی نیز برخوردار است. میزان بازده اختلاف پرتفوی‌ها ۴٪ است که حتی بعد از کسر هزینه مبادلات، رقم بالایی محسوب می‌شود.

علاوه بر معناداری آماری، نتیجه به‌دست‌آمده سازگار با نتایج حاصل از تئوری است. انتظار می‌رود با افزایش کیفیت افشاء، انتظارات سرمایه‌گذاران از عملکرد شرکت واقعی‌تر شده و بازده غیرعادی کاهش یابد. مشابه نتایج آزمون فرضیه اصلی، مطالعه سینها و گاداروفسکی (۲۰۱۰) نشان داد با اجرای الزامات کیفیت افشاء، بازده غیرعادی تا سطح ۲۱/۴-۲۶/۱ درصد بسته به اخبار خوب و بد کاهش می‌یابد. شین و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند که با افزایش سطح کیفیت افشاء، فرایند کشف قیمت بهبود می‌یابد. در مطالعه‌ای مشابه، بیلی و همکاران (۲۰۰۳) گزارش دادند که افزایش کیفیت افشاء عامل مؤثری بر حجم مبادلات در اعلام سود است.

برای آزمون فرضیه‌های فرعی نیز از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه با آماره t استفاده شده است. در این آزمون، ویژگی شرکت‌های پرتفوی باکیفیت افشاء بالاتر و کیفیت افشاء کمتر بررسی شده است. جدول ۴ نتایج را ارائه می‌دهد.

ویژگی‌ها شامل اندازه شرکت، مالکیت نهادی و فرصت‌های رشد است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد به‌جز متغیر فرصت‌های رشد، تفاوت معناداری بین پرتفوی‌های باکیفیت افشاء بالاتر و کیفیت افشاء کمتر برای سایر متغیرها مشاهده نمی‌شود. مقدار آماره t برای اندازه

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

شرکت و سطح مالکیت نهادی بسیار پایین بوده و سطح p-value گواه عدم معناداری آماری این متغیرها است. متغیر فرصت رشد نیز اگرچه به لحاظ آماری در سطح پایینی معنی‌دار است (در حدود ۱۰٪)، اما این معناداری با تئوری های مطرح‌شـــده هم‌خوانی ندارد. لذا با تفکیک مناســب بین امتیازات افشــاء در قالب پرتفوی‌های حدی، هیچ‌یک از ویژگی‌های شــرکت دارای تأثیر قابل‌ملاحظه‌ای بر پرتفوی‌های کیفیت افشاء نیست.

جدول ٤: نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های فرعی

متغیر	میانگین پرتفوی باکیفیت افشاء بالاتر	میانگین پرتفوی باکیفیت افشاء پایین‌تر	اختلاف میانگین دو پرتفوی	آماره t	p-value
اندازه شرکت (MV)	۸/۹۶	۹/۰۹	۰/۱۳	۰/٦۷	۰/۵۰
سطح مالکیت نهادی (IN)	٪۷۳,۵	٪۷۰	٪۳/۵	۰/۷۹	۰/٤۳۳
فرصت‌های رشد (M/B)	۷/۱۸	۵	۲/۱۸	۱/۷۸	۰/۰۸

منبع: یافته‌های پژوهش

همچنین نتایج آزمون فر ضیه‌های فرعی مطابق با انتظارات پژوهش ا ست. برخی آزمون‌های تجربی ن شان داده با ح ضور متغیر کیفیت اف شاء، اثر سایر متغیرها کم‌رنگ می‌گردد (سینها و گادارو فسکی، ۲۰۱۰). بدون شک چنین نتیجه‌گیری بی‌ارتباط به عدم دقت در نوع توزیع متغیر کیفیت افشاء نیست. تفکیک حدی و ایجاد پرتفوی‌های کیفیت افشاء در مقاله حاضر، اثر واقعی داده‌های کیفیت اف شاء را به‌خوبی نمایان ساخته ا ست. در مورد متغیر اندازه، نتایج با یافته‌های آتیاس (۱۹۸۵) سازگاری ندارد، اما مطابق با یافته‌های بیلی و همکاران (۲۰۰۳) است. یافته‌های به‌دســت‌آمده در مورد متغیر ســطح مالکیت نهادی مشــابه مطالعه هو[1] (۱۹۹۳) اســت. چون و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند بازده غیرعادی در روزهای اعلام سود، برای شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر، بالاتر است.

در مورد عدم قدرت توضــیح دهندگی متغیرها برای متغیر بازده غیرعادی، دو احتمال می‌توان در نظر گرفت. احتمال اول اینکه مطابق یافته های موجود در تئوری ها، واقعاً این متغیرها قادر به تو ضیح بازده غیرعادی نی ستند. احتمال دوم اینکه متغیر کیفیت اف شاء، عاملی قوی‌تر از این متغیرها بوده و قدرت توضــیح دهندگی بیشــتری برای بازده غیرعادی دارد. برای

1 Ho

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

تجزیه‌وتحلیل بیشتر در این زمینه از رگرسیون چند متغیره مدل (۱) استفاده می شود. نتایج مدل برای ۲۶۸ اعلام سود و بازده غیرعادی حاصل از آن‌ها در جدول ۵ ارائه شده است. در این مدل بازده غیرعادی متغیر وابسته و امتیاز افشاء متغیر مستقل است. سه متغیر تأثیرگذار بر بازده غیرعادی در روزهای اعلام سود شامل اندازه شرکت، سطح مالکیت نهادی و فرصت‌های رشد، به‌عنوان متغیر کنترل به این مدل اضافه شده است:

جدول (۵): نتایج حاصل از رگرسیون مدل (۱)

متغیر	ضریب	آماره t	p-value	انحراف استاندارد
امتیاز کیفیت افشاء (DIS_{jt})	-۰/۰۰۱	-۳/۸۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت (MV_{jt})	۰/۰۰۲	۰/۱۷	۰/۸۶	۰/۰۰۹
مالکیت نهادی (IN_{jt})	۰/۰۲۵	۰/۶۹	۰/۴۸	۰/۰۳۷
فرصت رشد (M/B_{jt})	۰/۰۰۱	۰/۹۰	۰/۳۶	۰/۰۰۱
آماره F: ۴/۱۱؛ سطح معناداری: ۰/۰۰۳		R^2: ۰/۰۶ و adjusted R^2: ۰/۰۴۵		تعداد مشاهدات: ۲۶۸

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌ها نشان می‌دهد سطح کیفیت افشاء عامل مهم و تأثیرگذاری بر بازده غیرعادی در روز اعلام سود است. آماره F در جدول فوق، نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیون است. علی‌رغم پایین بودن ضریب کیفیت افشاء به‌عنوان متغیر مستقل، بالا بودن آماره t حاکی از معناداری ضریب است. علامت ضریب مطابق پیش‌بینی‌های انجام شده آزمون‌های تجربی، منفی و بیان‌گر رابطه معکوس کیفیت افشاء و بازده غیرعادی روزهای پیرامون اعلام سود است. قدرت معناداری این ضریب وقتی بیشتر نمایان می شود که متغیرهای کنترل فاقد معناداری لازم بوده و قادر به اثرگذاری خاصی بر رابطه کیفیت افشاء و بازده غیرعادی نیستند. نتایج به دست آمده در مورد متغیر کیفیت افشاء، موافق با یافته پژوهش‌های انجام شده در بازارهای بالغ نظیر مطالعات شین و همکاران (۲۰۰۱)، السوارپیو و همکاران (۲۰۰۴) و سینها و گاداروفسکی (۲۰۱۰) است. نتایج به دست آمده در مورد ضریب متغیر اندازه مشابه نتایج بایرد و شاو[1] (۲۰۰۳) و مطابق انتظارات پژوهش است، اما معناداری آن کمتر است. این نتایج همچنین با نتایج قائمی و همکاران (۱۳۹۰) در مورد تأثیر اندازه بر محتوای اطلاعاتی سود سازگار است.

1 Byard and Shaw

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

نتایج به د ست آمده برای متغیر فر صت‌های ر شد با نتایج مطالعه رویچادری و ا سلتن (۲۰۱۲) هم‌خوانی دارد.

۶- نتیجه‌گیری

افزایش کیفیت افشا، قدرت تصمیم‌گیری بازار را بالا برده و واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار اعلام سود را منطقی‌تر می‌کند. پژوهش حاضر به بررسی افزایش اثر کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی در روزهای اعلام سود پرداخته است. متفاوت از مطالعات داخلی، برای انجام پژوهش از روش رویداد پژوهی ا ستفاده شده ا ست. تنها با رویداد پژوهی می‌توان تأثیر یک رویداد را بر متغیرهای مالی نمایان ساخت. همچنین با مداقه‌ای در آمار توصیفی و بهره‌گیری از روش مطالعه پرتفوی، اقدام به تشکیل پرتفوی‌های حدی بر اساس کیفیت افشاء شده است. سازگار با یافته‌ها برای بازارهای بالغ، نتایج، حاکی از رابطه منفی و معنادار بین افزایش سطح کیفیت افشاء و بازده غیرعادی در اعلام سود است. نتایج به لحاظ آماری و اقتصادی معنی‌دار است. آماره t بزرگ و معنی‌دار بوده و بازده تفاضلی حتی با پوشش هزینه مبادلات بالا است.

همچنین تئوری‌های ارائه شده، برخی ویژگی‌های شرکت (اندازه شرکت، سطح مالکیت نهادی و فر صت‌های ر شد) را عامل تأثیرگذاری بر رفتار بازده غیرعادی تشخیص داده ا ست. لذا رابطه کیفیت افشاء و بازده غیرعادی با حضور این متغیرها برای پرتفوی‌های باکیفیت افشاء بالا و کیفیت افشاء پایین بررسی شد. همچنین برای تحلیل حساسیت بیشتر، رابطه رگرسیونی بین بازده غیرعادی و کیفیت اف شاء باوجود متغیرهای کنترل برقرار گردید. نتایج حاکی از این ا ست که رابطه کیفیت افشاء و بازده غیرعادی معکوس و قوی است.

۷- پیشنهادهای پژوهش

۷-۱- پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت افشا، عاملی قابل‌توجه برای سرمایه‌گذاران است. وجود نوسان بالای بازده در روزهای اعلام سود برای شرکت‌های باکیفیت افشا پایین‌تر، حکایت از ریسک بالاتر آن‌ها دارد. لذا سرمایه‌گذاران باید کیفیت افشا را در نظر گرفته و صرف ریسکی از این بابت مطالبه نمایند. در بین گروه‌های سرمایه‌گذار، تحلیل‌گران بیش از سایرین درصدد مدل سازی ریسک و بازده بر می‌آیند و اعمال چنین صرف ریسکی در مدل‌های تحلیلی، ممکن است به نتایج ارزش‌گذاری تازه‌ای منجر شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

یافته‌های پژوهش نکات قابل‌تأملی را به مدیران نیز گوشـــزد می‌کند. تأمین مالی با ارزش منصفانه از بازار سرمایه، نیازمند شفافیت اطلاعاتی بیشتر است. عدم شفافیت اطلاعاتی مناسب، ریسک سرمایه‌گذاران و درنتیجه هزینه اخذ وجوه را افزایش می‌دهد.

۲-۷- پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

برای بررســی تأثیر کیفیت افشــا بر رفتار بازده غیرعادی، بســیاری از متغیرها و شــرایط را می‌توان در نظر گرفت که در قالب یک پژوهش نمی‌گنجد.

این پژوهش را می‌توان در شــرایط رونق یا رکود اقتصــادی انجام داد. مطالعات نشــان داده واکنش به اعلام سود در شرایط رونق و رکود متفاوت است.

پژوهش حاضر رابطه کیفیت افشا و بازده غیرعادی را در شرایط کلی مورد بررسی قرار داد. ممکن است تفکیک نوع افشا (نظیر افشای اختیاری یا اجباری) نتایج جالبی به دست دهد.

پژوهش‌ها تعاریف متفاوتی از متغیرهای عملیاتی پژوهش حاضــر داشــته‌اند. برای مثال برای متغیر افشــا به جای امتیازات ســازمان بورس از شــاخص جنســن؛ برای مالکیت نهادی به جای ســـطح مالکیت، تعداد مالکان نهادی؛ برای اندازه شـــرکت به جای ارزش بازار، ارزش دارایی‌ها استفاده شده است. احتمال دارد بهره‌گیری از این متغیرها نتایج دیگری ایجاد کند.

۸- محدودیت‌های پژوهش

این پژوهش با محدودیت‌هایی نظیر مسائل ساختاری بازار سرمایه همراه است که بر کیفیت نتایج تأثیرگذار ا ست. برخی شرکت‌ها با رتبه اف شاء پایین، به دلیل عدم ارائه به‌موقع اطلاعات، دارای وقفه‌های طولانی بوده که به‌ناچار از نمونه حذف می‌شود.

همچنین با اعلام خبر تعدیل سود، اکثر نمادها برای چند روزی ب سته و سپس بازگ شایی می‌شود که باعث کوچک‌تر شدن دوره رویداد در رویداد پژوهی می‌شود.

در مقایسه با مطالعات خارجی، نبود پایگاه داده داخلی برای برخی متغیرها نظیر پیش‌بینی تحلیل‌گران، ازجمله سایر محدودیت‌ها است؛ زیرا گزارش‌های تحلیل‌گران عامل بسیار مهمی در رفتار بازده غیرعادی است.

منابع

۱- بولو، قاســم و ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۰)، "رابطه ســاختار مالکیت باکیفیت افشــا در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، ۱۲، ۶۹-۵۰.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

۲- حجازی، رضوان؛ رحمانی، علی و مظفری، زهرا (۱۳۸۹) "بررسی اثر مقررات افشای اطلاعات بر کیفیت اطلاعات منتشره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران**، ۱۰، ۳،ص ۳۶-۲۳.

۳- حقیقت، حمید و علوی، سید مصطفی (۱۳۹۲)"بررسی رابطه شفافیت سود حسابداری و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پژوهش‌های حسابداری مالی**، ۱۵، ص ۱۲-۱.

۴- خواجوی، شکرالله و ممتازیان، علیرضا (۱۳۹۳) "بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام"، **دانش حسابداری مالی**،۱، ۱، ص ۲۷-۹.

۵- خوش‌طینت، محسن و براری نوکا شتی، صغری (۱۳۸۵) "تأثیر اندازه شرکت بر محتوای اطلاعاتی اعلام سود"، **فصلنامه مطالعات حسابداری**، ۱۶، ص ۱۸-۱.

۶- دارابی، رؤیا و مرادلو، حسین (۱۳۹۰) "بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری مدیریت**، ۱۱، ص ۵۱-۴۱.

۷- فخاری، حسین و طاهری، عصمت‌السادات (۱۳۸۹)"بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، **پژوهش‌های حسابداری مالی**، ۶، ۱۷۲-۱۵۹.

۸- قائمی، محمدحسین؛ معصومی، جواد و آزادی، محمدرضا (۱۳۹۰)" سنجش بازده غیرعادی در شرایط وقفه معاملاتی"، **پژوهش‌های حسابداری مالی**، ۹، ۱۲۶-۱۱۳.

۹- قائمی، محمدحسین؛ بیات، علی و اسکندرلی، طاهر (۱۳۹۰)"بررسی عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی اعلام سودهای فصلی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۶۵، ص ۱۳۰-۱۱۵.

۱۰- کرمی، غلامرضا (۱۳۸۸) " بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود"، **بررسی حسابداری و حسابرسی**، ۵۴، ص۱۰۰-۸۱.

۱۱- مهرآذین؛ علیرضا؛ مسیح آبادی، ابوالقاسم و دهنوی، محمدعلی (۱۳۹۱) "شفافیت اطلاعات مالی و محتوای اطلاعاتی سود"، **دانش حسابداری**، ۸، ص ۱۳۰-۱۱۳.

۱۲- مهرانی، کاوه و علی‌اکبر پروائی (۱۳۹۳)، کیفیت افشاء در شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۲۱، ۵۲۷-۵۴۰.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

۱۳- ناظمی، امین و نصیری، طاهره (۱۳۹۳)، "بررسی ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی با افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، ۲۴، ۱۲۰-۹۹.

۱۴- هاشمی، سیدعباس و ساعدی، رحمان (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام"، **فصلنامه حسابداری مالی**، ۴، ۱۳۰-۱۰۸.

15- Akins, Jeffrey Ng, and Verdi (2012), "Investor Competition over Information and the Pricing of Information Asymmetry". **The Accounting Review**: 87, 35-58.

16- Atiase, R. K. (1985), "Predisclosure Informational, Firm Capitalization and Security Price Behavior Around Earning Announcements", **Journal of Accounting Research**, 23, 21-36.

17- Bailey, Mao, Zhong (2003) "Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses", **The Journal of Finance**, 582487-2514.

18- Ball, R. and P. Brown. (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", **Journal of Accounting Research,** 6, 159-178.

19- Barton. J, Gregory .B, and Brooks. A (2014)"The Neuroscience Behind the Stock Market's Reaction to Corporate Earnings News" **The Accounting Review**, 89, 1945-1977.

20- Beaver, W. (1968) "The Information Content of Annual Earnings Announcements". **Journal of Accounting Research**, 6, 67-92.

21- Bernard, V. and J. Thomas. (1989), "Post-Earnings Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium". **Journal of Accounting Research,** 27, 1-36.

22- Bird. R, Choi. F, and Yeung. D (2014) "Market Uncertainly, Market Sentiment, and The Post-Earnings Announcement Drift", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 43, 45-73.

23- Byard and Shaw (2003) "Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts' Information Environment", **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 18, 355-378.

24- Cheon, Y. S., T. E. Christensen, and L. S. Bamber, (2001), "Factors Associated with Differences in the Magnitude of Abnormal Returns

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

around NYSE versus Nasdaq Firms' Earnings Announcements", **Journal of Business Finance & Accounting**, 28, 1-36.

25- Curtis, McVay, and Whipple (2014) "The Disclosure of Non-GAAP Earnings Information in the Presence of Transitory Gains", **The Accounting Review**, 89, 933-958.

26- El-Gazzar, S. M. (1998), "Predisclosure Information and Institutional Ownership: A Cross- Sectional Examination of Market Revaluations During Earnings Announcement Periods", **The Accounting Review**, 73, 119-129.

27- Easton, P. D. and M. E. Zmijewski. (1993). "SEC Form 10K/10Q Reports and Annual Reports to Shareholders: Reporting Lags and Squared Market Model Prediction Errors." **Journal of Accounting Research**, 31, 127-129.

28- Eleswarapu, Thompson, Venkataraman, Kumar (2004). "The Impact of Regulation Fair Disclosure: Trading Costs and Information Asymmetry**," Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 39, 209-225.

29- Grant, E. B. (1980), "Market Implications of Differential Amounts of Interim Information", **Journal of Accounting Research**, 18, 255-268.

30- Griffin, Lont and Segal (2011), "Enforcement and disclosure under regulation fair disclosure: an empirical analysis", **Accounting & Finance**, 51, 947–983.

31- Ho, L (1993), "Option Trading and the Relation Between Price and Earnings: A Cross-sectional Analysis," **The Accounting Review**, 68, 368-384.

32- Kyle, A. S. (1985) "Continuous auctions and insider trading", **Econometrica**, 53, 1315–1336.

33- Maynes and Rumsey (1993) "Conducting Event Studies with Thinly Traded Stocks", **Journal of Banking and Finance**, 17145-157.

34- Park, Song, Yang and Koo (2013) "The effect of fair disclosure regulation on timeliness and informativeness of earnings announcements", **China Journal of Accounting Research**, 6, 35–49.

35- Penman (2012), **Financial Statement Analysis and Security Valuation**, McGraw-Hil (edition 5).

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]

36- Roychowdhury and Sletten (2012), "Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness". **The Accounting Review**, 87, 1679-1708.
37- Shane, Sonderstrom, and Yoon, (2001) "Earnings and price discovery in the Post Reg FD environment: A preliminary analysis," **Working paper**, **University of Colorado**.
38- Sinha and Gadarowski (2010) "The Efficacy of Regulation Fair Disclosure", **The Financial Review**, 45, 331–354.
39- Sponholtz (2008), "The Information Content of Earnings Announcements in Denmark", **International Journal of Managerial Finance** ,*4, 4-36*

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-21]