

## بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت

دکتر فرزانه نصیرزاده\*

سید علی موسوی گوکی\*\*

### چکیده

بر اساس ماده ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات برای شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ناشران موظف به افشای فوری اطلاعات مهم هستند. این پژوهش به بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت موضوع ماده فوق می‌پردازد. روش انجام پژوهش، مطالعه رویدادی با استفاده از تحلیل محتوا بوده که در این راستا تعداد ۲۱۳ اطلاعیه طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ مربوط به این نوع افشا، مورد بررسی قرار گرفته است و با توجه به تحلیل محتوا، در سه طبقه اطلاعیه‌های مثبت، منفی و شفاف‌ساز طبقه‌بندی شدند. در این پژوهش بازده غیرعادی انباشته برای بازه‌های کوتاه‌مدت هفتگی (۵+ تا ۱-)، پنج‌روزه (۳+ تا ۱-)، سه‌روزه (۱+ تا ۱-)، یک‌روزه (روز اعلان)، دوروزه (۰ تا ۱-) و بازه هفتگی (۵- تا ۱) محاسبه شده است. نتایج حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعیه‌های منفی در روزهای پیش از انتشار اطلاعیه، واکنش مثبت و معنادار نشان می‌دهند، اما پس از تاریخ انتشار واکنش معناداری

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: دکتر فرزانه نصیرزاده (Email: nasirzadeh@um.ac.ir)

تاریخ پذیرش: ۹۶/۵/۲۸

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۱/۱۴

نشان نمی‌دهند. همچنین سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی مثبت و شفاف‌ساز واکنش مثبت و معناداری دادند.

**واژه‌های کلیدی:** افشای اجباری، اطلاعات بااهمیت، واکنش بازار، بازده غیرعادی، اطلاعاتی‌ها.

#### مقدمه

افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از ابزارهای مهم مدیران به منظور انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد و هدایت شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر ذی‌نفعان است. امروزه افشای اطلاعات نقش حیاتی را در عملکرد کارایی بازار سرمایه ایفا می‌کند (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). شرکت‌ها از طریق صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش مجمع عمومی، رسانه‌ها و سایت‌های اینترنتی، اطلاعات را افشا می‌کنند. در برخی موارد شرکت‌ها علاوه بر افشای حداقل اطلاعات براساس استانداردهای مربوط و سایر قوانین و مقررات به افشای اضافی اطلاعات به صورت اختیاری می‌پردازند. از این رو، می‌توان افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها را به دو دسته افشای اجباری و اختیاری تقسیم نمود. با توجه به اهمیت افشای اطلاعات در بازارهای سرمایه، تحقیقات بسیاری در این رابطه صورت گرفته است که به بررسی عوامل مؤثر بر افشای اطلاعات، چه به صورت اجباری و چه به صورت اختیاری پرداخته‌اند. همچنین تحقیقات زیادی نیز در رابطه با پیامدهای اقتصادی افشای اطلاعات در بازارهای سرمایه انجام شده است. این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت واکنش نشان می‌دهد یا خیر؟

#### مبانی نظری پژوهش

امروزه وجود اطلاعات شفاف یکی از ارکان اساسی پاسخگویی و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی آگاهانه محسوب می‌شود. افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از منابع مهم و ارزشمند اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر ذی‌نفعان است. هر قدر ارائه اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان اتخاذ تصمیمات آگاهانه و پاسخگویی بخش خصوصی و دولتی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع بیشتر می‌شود و امکان رشد

فساد کاهش می‌یابد (بلور و کافمن، ۲۰۰۵). از بازارهای مهم فعال در بخش خصوصی، بازار سرمایه است که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت مؤثر است. به عبارتی نقصان اطلاعات، باعث افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می‌گردد. اطلاعات هر چه شفاف‌تر و قابل دسترس‌تر باشد می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیمات صحیح‌تری در زمینه تخصیص بهینه منابع شود که در نهایت منجر به رسیدن به کارایی تخصیصی می‌شود که هدف نهایی بازار سرمایه است (تجویدی، ۱۳۸۷). از این رو افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها، نقش حیاتی را در میزان کارایی بازار سرمایه ایفا می‌کند.

انجمن حسابداری آمریکا<sup>۱</sup> افشا را به صورت «جریان اطلاعات از قلمرو خاص به قلمرو عام» تعریف کرده است. افشا در حسابداری واژه‌ای فراگیر بوده و تقریباً تمامی فرایند گزارشگری مالی را در برمی‌گیرد و به عنوان یکی از اصول اساسی تحت عنوان اصل افشا شناخته می‌شود. اصل مزبور ایجاب می‌کند که صورت‌های مالی به گونه‌ای تهیه و ارائه شوند که از لحاظ هدف‌های گزارشگری مالی، قابل فهم، آگاه‌کننده و حتی الامکان کامل باشند. به بیان دیگر، گزارشگری مالی بر ارائه اطلاعات کافی و مفهوم در صورت‌های مالی تأکید دارد و خواستار افشای اطلاعات مربوط در صورت‌های مزبور به گونه‌ای است که از یک طرف، امکان اتخاذ تصمیمات آگاهانه را برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی فراهم کند و از طرف دیگر باعث گمراهی آنان نشود.

ریاحی بلکویی (۱۹۷۸) در کتاب تئوری‌های حسابداری اهداف افشای اطلاعات را

به شرح زیر بیان نموده است:

ارائه شرحی از اقلام شناسایی (ثبت) شده و ارائه مقادیر «مربوط» این اقلام؛ غیر از مقادیر ارائه شده در صورت‌های مالی.

شرح اقلام شناسایی (ثبت) نشده و ارائه اطلاعات «سودمند» در مورد این اقلام.

ارائه اطلاعات به منظور کمک به اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران جهت ارزیابی

ریسک‌ها و توانایی‌های بالقوه اقلام شناسایی (ثبت) شده و اقلام شناسایی (ثبت) نشده.

ارائه اطلاعات مهم برای استفاده کنندگان صورت‌های مالی به منظور مقایسه مقادیر متعلق به دو سال (یا دوره‌های درون یکسال) با مقادیر متعلق به یک سال. ارائه اطلاعات درباره جریان‌های نقدی ورودی یا خروجی آینده. کمک به سرمایه‌گذاران در ارزیابی بازده سرمایه‌گذاری‌ها.

با توجه به وجود یا عدم وجود قوانین و مقررات در رابطه با افشای اطلاعات، می‌توان افشا را به دو دسته افشای اجباری<sup>۲</sup> و افشای اختیاری<sup>۳</sup> تقسیم کرد. در صورتی که شرکت‌ها توسط قوانین و مقررات مربوطه، مراجع ذیصلاح حرفه‌ای و یا استانداردهای موضوعه به افشای اطلاعات ملزم شوند افشای اجباری نامیده می‌شود که از طریق صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و سایر ضوابط و مقررات تعیین شده صورت می‌پذیرد و هنگامی که شرکت‌ها به صورت داوطلبانه به افشای اطلاعات اضافی مانند پیش‌بینی‌های عملکرد آتی، تجزیه و تحلیل‌های مالی و ... پردازند، افشای اختیاری نامیده می‌شود که از طریق یادداشت‌های توضیحی، جراید، رسانه‌ها و ... صورت می‌پذیرد.

مبنای تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که بورس‌ها، ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و واسطه‌های فعال در این بازارها منتشر می‌کنند. بهره‌گیری از این اطلاعات و به عبارتی تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان‌پذیر است که اطلاعات مزبور به موقع، مربوط، بااهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد. چنانچه اطلاعات افشاشده از ویژگی‌های فوق یا بعضی از آنها برخوردار نباشند، بدون تردید سازوکار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد. در نتیجه، واقعی بودن قیمت‌ها و پیش‌بینی منطقی روند آتی آن و به‌طور کلی شفافیت و عادلانه بودن بازار مورد سؤال خواهد بود. از این رو، نهادهای ناظر بر بازارهای اوراق بهادار به منظور شفاف کردن بازار، فراهم آوردن امکان دسترسی یکسان فعالان بازار به اطلاعات و به‌طور کلی ایجاد بازاری شفاف و منصفانه برای مبادله اوراق بهادار، قوانین، مقررات، آیین‌نامه و دستورالعمل‌های

متعددی تدوین کرده‌اند. در این قوانین و مقررات هر یک از نهادهای بازار یعنی بورس، ناشران اوراق پذیرفته شده و واسطه‌های بازار به افشای اطلاعات معینی درباره امور و فعالیت‌های خود مکلف شده‌اند (کیانی و صفاریان، ۱۳۸۶).

دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان در اجرای بند ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ و ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به تصویب رسید. این دستورالعمل شامل مواردی است که ناشران بازار اوراق بهادار را ملزم به افشای اطلاعات می‌نماید. فصل سوم این قانون با عنوان موارد افشا، شامل سه بخش است. بخش اول، گزارش‌ها و صورت‌های مالی سالانه و میان‌دوره‌ای؛ بخش دوم، مجامع عمومی؛ و بخش سوم، اطلاعات مهم است.

ماده ۱۳ دستورالعمل فوق‌الذکر ناشران را موظف به افشای فوری اطلاعات مهم می‌نماید. رویدادهای زیر جزء موارد بااهمیت ذکر شده است:

- رویدادهای مؤثر بر فعالیت، وضعیت مالی و نتایج عملکرد ناشر.
- تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین مالی ناشر.
- تغییر در ساختار مالکیت ناشر.
- سایر اطلاعات مهم و مؤثر بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیمات سرمایه‌گذاران.

تصویب قوانین و تدوین دستورالعمل‌ها در زمینه افشای اطلاعات، نشان از تأثیرگذار بودن اطلاعات برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان دارد که به دلیل اهمیت داشتن این گونه اطلاعات، افشای آنها از طریق قوانین و دستورالعمل‌ها، جنبه اجباری گرفته است. با توجه به این موارد و اهمیت افشا، انتظار می‌رود که این گونه افشاهای اجباری دارای محتوای اطلاعاتی باشد؛ به این معنی که سرمایه‌گذاران نسبت به انتشار اطلاعاتی، واکنش نشان دهند.

### پیشینه پژوهش

یعقوب نژاد و ذبیحی (۱۳۹۰) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین کیفیت افشای شرکت و نقد شوندگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنها برخلاف نتایج سایر کشورها که نشان دادند بهبود کیفیت افشا باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی نقدشوندگی سهام افزایش پیدا می‌کند، بیانگر این بود که رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقد شوندگی سهام وجود ندارد. همچنین ستایش و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های آنها نشان داد که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا با عملکرد جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

همت‌فر و مقدسی (۱۳۹۲) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین کیفیت افشا (شامل قابلیت اتکا و به‌موقع بودن) بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنها نشان داد بین کیفیت افشای شرکت‌ها و ارزش سهام تورمزدایی شده، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین آنها بین قابلیت اتکا و به‌موقع بودن با ارزش سهام بازار تورمزدایی شده نیز رابطه معناداری پیدا نکردند. کردستانی و حسینی (۱۳۹۲) در پژوهش خود با عنوان بررسی رابطه بین کیفیت افشا و محتوای سود حسابداری به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت افشا و محتوای سود حسابداری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فدایی نژاد و کامل‌نیا (۱۳۹۲) در پژوهش خود با عنوان واکنش بازار به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار، با روش تحلیل رویدادی و با استفاده از اعلامیه‌های سودهای سه‌ماهه نشان دادند که اعلامیه‌های سود حاوی اطلاعات مربوطی برای بازار سهام است و زمانی که سود واقعی سه‌ماهه بیش از پیش‌بینی شرکت باشد، در پنج روز بعد بازدهی غیرعادی مثبت معناداری مشاهده می‌شود. همچنین در اعلامیه‌های سودی که سود واقعی کمتر از پیش‌بینی است، بازدهی غیرعادی مشاهده نمی‌شود.

**پورحیدری و همکاران (۱۳۹۳)** در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا شرکت‌های بزرگ‌تر در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر، افشای بیشتری دارند یا خیر؟ نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که رابطه منفی و معناداری بین افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های بزرگ وجود دارد و برای شرکت‌های کوچک این رابطه معنادار نیست. **خواجهی و ممتازیان (۱۳۹۳)** در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام، با کنترل کردن اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به بازار، تأثیر کیفیت افشا را بر بازده سهام مطالعه نمودند. یافته‌های پژوهش نشان داد که کیفیت افشا بر بازده جاری و آتی سهام شرکت‌ها تأثیر مثبتی دارد.

**فروغی و آیسک (۱۳۹۴)** در پژوهشی با عنوان بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده، به بررسی واکنش بازار به تعدیل منفی در سود هر سهم پیش‌بینی شده (خبر بد) و اعلام دیرنگام این خبر پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که بازار به اخبار بد واکنش منفی نشان می‌دهد. اما اعلام دیرنگام، با واکنش مثبت بازار روبرو می‌شود. همچنین آنها یافتند که بین اخبار بد دیرنگام و زودنگام، از نظر واکنش بازار تفاوتی وجود ندارد، اما اعلام دیرنگام اخبار خوب با یک واکنش مثبت همراه بوده است. **مهرآذین و همکاران (۱۳۹۱)** نیز در پژوهشی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سود و سطوح شفافیت اطلاعات مالی را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های با شفافیت اطلاعاتی کم، سود محتوای اطلاعاتی بیشتری برای بازار دارد و همچنین در شرکت‌های با شفافیت زیاد، محتوای اطلاعاتی سود کمتر است. **بینبرج (۲۰۰۰)** در پژوهشی با عنوان افشای اجباری با تحلیل رفتاری، نتیجه گرفتند که عدم وجود قانون جهت ارائه افشای اجباری، می‌تواند منجر به شکست در بازار شود که این امر در بازارهای نوظهور به شدت بیشتر است.

**جردن و همکاران (۲۰۰۰)** در پژوهشی واکنش بازار را به افشای فعالیت‌های نظارتی پرداختند. جامعه هدف آنها بانک‌های آمریکا بود. نتایج آنها نشان داد که تغییر در کیفیت و به موقع بودن افشای بانک‌ها، توانایی توضیح واکنش بازار را دارد. آنها همچنین نتیجه گرفتند که این اعلامیه‌ها، می‌تواند اثرات جانبی در بر داشته باشد. نتایج جنبی آنها نیز نشان از این داشت که افشای بهتر می‌تواند تخصیص منابع را در سیستم بانکی بهبود بخشد.

**فیشمن و هنگرتی (۲۰۰۳)** در پژوهشی با عنوان افشای اجباری در مقابل افشای اختیاری در بازارهایی با مشتریان آگاه و ناآگاه به پاسخ به دو سؤال پرداختند که چرا فروشندگان به صورت اختیاری اطلاعات را افشا نمی‌کنند و چه کسانی از افشای اختیاری و اجباری متضرر یا منتفع می‌شوند؟ آنها نشان دادند که نسبت کسانی که افشا را درک می‌کنند، بسیار پایین است و افشای اختیاری ممکن است سودمند نباشد. در حالی که افشای اجباری برای مشتریان آگاه سودمند، برای مشتریان ناآگاه خنثی است. **وایزننت و همکاران (۲۰۰۳)** در پژوهش خود به بررسی واکنش بازار به افشای رویدادهای قابل گزارش موضوع استاندارد گزارشگری مالی ۳۱ پرداختند. نتایج آنها بیانگر این بود که رویدادهای قابل گزارش افشاشده در فرم 8-K در رابطه با تغییر حسابرس، برای سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی دارد و منجر به ایجاد بازده غیرعادی انباشته ۲/۷۵- و ۵/۵۳- درصدی به ترتیب در دوره‌های سه‌روزه و هفتگی حول انتشار اعلامیه می‌شود.

**اخترالدین (۲۰۰۵)** در پژوهشی با عنوان افشای اجباری شرکت‌ها در بنگلادش، به بررسی رابطه و ویژگی شرکت‌ها و افشای اجباری پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌ها در کشور بنگلادش به‌طور کلی چندان اهمیتی به افشای اجباری اطلاعات کافی نمی‌دهند و به‌طور متوسط شرکت‌ها فقط ۴۴ درصد از الزامات افشا



را رعایت می‌کنند. **همرزلی و همکاران (۲۰۰۸)** در پژوهش خود واکنش بازار را به افشای نقاط ضعف کنترل‌های داخلی و ویژگی‌های آن ضعف‌ها تحت بند ۳۰۲ قانون سابنز-آکسلی بررسی کردند و نتیجه گرفتند که افشای این اطلاعات دارای محتوای اطلاعاتی است و این میزان محتوای اطلاعاتی، به شدت ضعف وابسته است. آنها همچنین واکنش منفی به افشای نقاط ضعف کنترل داخلی را یافتند.

**گوردون و همکاران (۲۰۱۳)** در پژوهش خود به بررسی واکنش بازار به افشای اختیاری تجدید ارائه‌ها پرداختند. پژوهش آنها نشان داد که افشای مدیریت مربوط به تجدید ارائه‌ها منجر به واکنش بازار در زمان ارائه صورت‌های مالی تجدید ارائه شده می‌شود. آنها همچنین نتیجه گرفتند که ویژگی‌های افشای هم‌زمان و افشای سابق، قدرت توضیح دهنده‌گی برابر و نیز کامل‌کننده واکنش بازار را در زمان انتشار تجدید ارائه‌ها دارا هستند. **گروال و همکاران (۲۰۱۵)** در پژوهشی بین‌المللی، واکنش بازار به افشای اجباری اطلاعات غیرمالی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که به‌طور میانگین، واکنش بازار به افشای اطلاعات غیرمالی مثبت است و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران از این گونه افشاها، انتظار منافع آتی دارند.

**نگره و همکاران (۲۰۱۷)** در پژوهش خود با عنوان استراتژی‌های افشا و واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی‌های محدود کردن عملیات، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا سرمایه‌گذاران نسبت به این گونه اطلاعاتی واکنشی نشان می‌دهند یا خیر؟ آنها به بررسی ۲۲۷ اطلاعیه طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ به این نتیجه رسیدند که بازار نسبت به این اطلاعاتی‌ها واکنش منفی نشان می‌دهد. **کو و همکاران (۲۰۱۷)** به بررسی اثر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی بازار شرکت‌هایی که از توییتر استفاده می‌کنند، پرداختند. نتایج آنها حاکی از این بود که افشای این اطلاعات باعث

کاهش دامنه پیشنهادی قیمت خرید و فروش به میزان ۵٪ گردیده و میزان عدم تقارن اطلاعاتی را به طور معناداری کاهش داده است.

### فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا سرمایه‌گذاران نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت واکنش نشان می‌دهند؟ به منظور پاسخ به این سؤال فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی شفاف‌ساز، واکنش مثبت و معنادار نشان می‌دهند.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی مثبت، واکنش مثبت و معنادار نشان می‌دهند.

فرضیه سوم: سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی منفی، واکنش منفی و معنادار نشان می‌دهند.

### جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. شرکت‌های نمونه، شرکت‌هایی هستند که در طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ اطلاعاتی مربوط به افشای اطلاعات بااهمیت را در سایت کدال منتشر کرده باشند. با توجه به بررسی‌های صورت گرفته، تعداد ۱۷۰ شرکت اطلاعاتی خود را در قالب ۳۲۸ اطلاعاتی منتشر نموده‌اند. شیوه انتخاب نمونه در جدول شماره ۱ آمده است.

با توجه به جدول شماره ۱، پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۲۱۳ اطلاعاتی برای تجزیه و تحلیل انتخاب شدند. این اطلاعاتی‌ها با استفاده از تحلیل محتوا، به سه دسته اطلاعاتی مثبت، منفی و شفاف‌ساز طبقه‌بندی شدند. منظور از اطلاعاتی مثبت، اطلاعاتی است که به نحوی خبر از بازده آتی مثبت داشته باشد و سرمایه‌گذاران آن را خبر خوب تلقی کنند. اطلاعاتی منفی به نحوی خبر از بازده آتی منفی داشته و سرمایه‌گذاران آن را خبر

بد تلقی می‌کنند. اطلاعیه شفاف‌ساز اطلاعیه‌ای است که خبر از بازده آتی ندارد و صرفاً وضعیت فعلی را شفاف‌سازی می‌کند، اما با توجه به تئوری علامت‌دهی، انتظار می‌رود که افشای این اطلاعات با واکنش مثبت سرمایه‌گذاران همراه باشد. مشروح طبقه‌بندی اطلاعیه‌ها در جدول شماره ۲ آمده است.

جدول شماره ۱. نحوه انتخاب نمونه و تعداد آن

تعداد	شرح
۳۲۸	اطلاعیه‌های موجود در سایت کدال
(۵)	فایل‌های غیرقابل استفاده
(۳۲)	اطلاعیه‌هایی که در بازه ۲۵۰ روزه محاسبه بازده غیرعادی کمتر از ۶۰ روز معاملاتی داشته‌اند
(۴۵)	اطلاعیه‌های که در بازه ۱۰ روز قبل از انتشار اطلاعیه، کمتر از ۵ روز معاملاتی داشته‌اند
(۳۳)	اطلاعیه‌های که در بازه ۱۰ روز بعد از انتشار اطلاعیه، کمتر از ۵ روز معاملاتی داشته‌اند
۲۱۳	اطلاعیه‌های انتخاب‌شده به‌عنوان نمونه پژوهش

با توجه به جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود که در طی دوره پژوهش شرکت‌ها تعداد ۶۴ اطلاعیه منفی، ۵۶ اطلاعیه مثبت و ۹۳ اطلاعیه شفاف‌ساز منتشر نموده‌اند. همچنین بیشترین نوع اطلاعیه‌ها از نظر محتوای اطلاعیه مربوط به شفاف‌سازی اطلاعات بوده است که مشتمل بر ۱۱۴ اطلاعیه است.

جدول شماره ۲. اطلاعیه مربوط به پژوهش به منظور افشای اطلاعات با اهمیت

مجموع	نوع اطلاعیه			محتوای اطلاعیه
	شفاف‌ساز	مثبت	منفی	
۳۱		۳۱		افزایش سود هر سهم
۶	۱	۵		افزایش سرمایه
۳	۲		۱	تحقق درآمد
۵	۱		۴	تکذیب شایعه
۱			۱	توقف فعالیت
۴۲			۴۲	حبابی بودن قیمت
۲		۲		سرمایه‌گذاری
۱۱۴	۸۹	۱۷	۸	شفاف‌سازی اطلاعات
۱		۱		عرضه سهام
۸			۸	کاهش سود هر سهم
۲۱۳	۹۳	۵۶	۶۴	مجموع

### روش پژوهش

روش استفاده شده در این پژوهش، روش استاندارد مطالعات رویدادی است. فرض اساسی مطالعات رویدادی<sup>۴</sup> این است که می توان بخشی از بازده سهام را که صرفاً مربوط به یک رویداد خاص است، جدا نمود. این جداسازی با استفاده از تخمین بازده عادی سهام صورت می گیرد. منظور از بازده عادی، بازدهی است که در حالت عادی و عدم وجود رویداد به دست می آید. منظور از بازده غیرعادی، اختلاف بین کل بازده کسب شده و بازده عادی است که به واسطه وقوع رویداد مورد نظر قابل دست یابی است. از آنجایی که رویداد مورد نظر در یک تاریخ خاص اتفاق می افتد، از طریق ارزیابی بازده غیرعادی صورت گرفته در روزهای حول آن تاریخ، می توان واکنش بازار را اندازه گیری نمود. در این پژوهش تاریخ انتشار اطلاعیه در سایت کدال روز صفر در نظر گرفته شده ( $t = 0$ ).

به منظور برآورد بازده عادی و همچنین جداسازی بخش غیرعادی به عنوان معیار واکنش بازار، از الگوی بازار که در الگوی شماره ۱ آمده، استفاده می شود. روش کار به این صورت است که ابتدا به ازای هر یک از ۲۱۳ اطلاعیه منتشر شده در نمونه پژوهش، الگوی شماره ۱ با استفاده از داده های بازده روزانه تخمین زده شد. دوره تخمین بازه ۲۵۰ روزه و منتهی به ۲۰ روز پیش از انتشار اطلاعیه است. به بیان دیگر، در صورتی که روز انتشار اطلاعیه در سایت کدال، روز صفر در نظر گرفته شود، دوره تخمین شامل روزهای  $[-20; +270]$  است. بازده غیرعادی که در این پژوهش مورد بررسی قرار می گیرد، شامل روزهای  $[-5; +5]$  است. الگوی شماره ۱ به منظور برآورد بازده عادی و غیرعادی به شرح زیر است:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i RM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در الگوی فوق، متغیرها عبارت اند از:

$R_{it}$ : بازده روزانه لگاریتمی سهم  $i$  در تاریخ  $t$  است که از لگاریتم تقسیم قیمت روز  $t$  بر قیمت روز گذشته یعنی  $t-1$  به دست می آید:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right)$$

$RM_{it}$ : بازده پرتفوی بازار در تاریخ  $t$  است که از طریق لگاریتم تقسیم شاخص کل بازار در روز  $t$  بر شاخص کل بازار در روز گذشته یعنی  $t-1$  به دست می آید:

$$RM_{it} = \ln\left(\frac{Index_{it}}{Index_{it-1}}\right)$$

پس از تخمین الگوی فوق، ضرایب  $\alpha_i$  و  $\beta_i$  برای هر اطلاعیه برآورد می شود. این مقادیر برآورد شده به منظور اندازه گیری بازده عادی سهام استفاده می شود. با استفاده از رابطه ۲ بازده غیرعادی سهم در روز  $t$  اندازه گیری می شود:

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i RM_{i,t}) \quad (2)$$

در رابطه فوق:

$AR_{it}$ : بازده غیرعادی سهم  $i$  در تاریخ  $t$  است.

همان طور که از دو رابطه شماره ۱ و ۲ پیداست، الگوی بازار بازده سهام را به دو بخش تقسیم می کند. بخش عادی که از طریق بازده پرتفوی بازار تبیین می شود  $(\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i RM_{i,t})$  و بخش غیرعادی که توسط اطلاعات مربوط به شرکت قابل تبیین است. از این رو، رابطه ۲ که اختلاف بین بازده روزانه سهام و بازده عادی است، بیانگر بازده غیرعادی است که می توان آن را به اطلاعات منتشر شده توسط شرکت مربوط دانست.

### روش تخمین الگوی بازار

الگوی بازار با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات معمولی<sup>۵</sup> با استفاده از داده های بازده روزانه برآورد می شود. یکی مشکلات تخمین این الگو در بورس اوراق بهادار تهران، وجود سهام بدون معامله است. منظور از سهام بدون معامله، سهامی است که در بعضی از روزها، هیچ گونه معامله ای بر روی آن انجام نمی شود و به دلیل عدم انجام معامله، قیمتی نیز برای آن به ثبت نمی رسد و در نتیجه اندازه گیری بازده برای آن سهم، در آن روز خاص امکان پذیر نیست. سهام بدون معامله به دو دلیل نشات می گیرد: ۱. ناظر بازار به دلایل

مختلف از جمله شفاف سازی، اجازه معامله نماد آن سهم را ندهد که به اصطلاح به آن بسته بودن نماد گفته می شود. ۲. هیچ سرمایه گذاری در آن تاریخ، آن سهم را مبادله نکند. به منظور رفع این مشکل، از رویکرد تخصیص بازده اولین روز معاملاتی پس از روزهای بدون معامله، به روزهای گذشته استفاده می شود. ماینس و رامسی (۱۹۹۳) در این خصوص، سه رویکرد انباشته، یکسان و معامله به معامله را مورد بررسی قرار دارند. در این پژوهش، برای روزهای بدون معامله، از رویکرد یکسان استفاده شده است. در این رویکرد بازدهی روز معامله، به طور مساوی بین روز معامله و روزهای بدون معامله تقسیم می شود.

#### اندازه گیری واکنش بازار

هدف این پژوهش، پاسخ به این سؤال است که آیا بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت واکنش نشان می دهد یا خیر؟ بدین منظور میانگین بازده غیرعادی سهام در تاریخ های حول انتشار اطلاعیه در سایت کدال مورد بررسی قرار می گیرد. بازده غیرعادی اندازه گیری شده توسط الگوی بازار، نشان دهنده میزان واکنش بازار است. به این معنی که اگر میانگین بازده غیرعادی سهام، در تاریخ های حول انتشار اطلاعیه تفاوت معناداری با صفر داشته باشد، بازار به این نوع اطلاعیه ها واکنش نشان می دهد. در صورتی که میانگین بازده غیرعادی، عددی منفی باشد، واکنش منفی و در صورتی که عددی مثبت باشد، واکنش مثبت خواهد بود.

بازده غیرعادی انباشته از مجموع بازده های غیرعادی حاصل شده حول تاریخ انتشار اطلاعیه در کدال ( $t = 0$ ) اندازه گیری می شود. در این پژوهش بازده غیرعادی انباشته برای بازه های کوتاه مدت هفتگی (۵+ تا ۱-)، پنج روزه (۳+ تا ۱-)، سه روزه (۱+ تا ۱-) و یک روزه (روز اعلان) محاسبه شده است. همچنین به منظور استحکام نتایج بازده غیرعادی انباشته برای بازه دوروزه (۰ تا ۱-) نیز اندازه گیری شده است. با توجه به امکان وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار و نشت اطلاعات زودتر از تاریخ انتشار اطلاعیه، برای بازه هفتگی (۵- تا ۱) نیز بازده غیرعادی انباشته اندازه گیری شد. بازده غیرعادی انباشته از طریق رابطه ۳ محاسبه می شود.

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AR_{it} \quad (3)$$

در رابطه فوق  $t_1$  و  $t_2$  به ترتیب تاریخ شروع و پایان بازه مورد بررسی است. سپس میانگین بازده غیرعادی انباشته برای مشاهدات پژوهش در بازه  $t_1$  تا  $t_2$  از طریق رابطه ۴ محاسبه می‌شود.

$$CAAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (4)$$

پس از محاسبه بازده‌های غیرعادی انباشته از طریق رابطه ۴ برای بازه‌های مورد بررسی در این پژوهش، به آزمون این فرضیه پرداخته می‌شود که این بازده‌های غیر انباشته که بیانگر واکنش بازار هستند، به‌طور معناداری از صفر فاصله دارند یا خیر. کامینز و ویس (۲۰۰۴) به پژوهش‌های مختلفی اشاره می‌کنند که در تاریخ‌های نزدیک به وقوع رویداد مورد نظر، شاهد افزایش واریانس AR بوده‌اند. جهت حل این مشکل از رویکردی استفاده می‌شود که نخستین بار توسط میکلسون و پارچ (۱۹۸۸) ارائه شد و سپس هرینگتون و شرایدر (۲۰۰۷) و منتز و اسکیرک (۲۰۰۸) آن را تعدیل نمودند. بدین منظور آنها عامل استانداردسازی را ارائه نمودند که در رابطه ۵ نشان داده شده است:

$$SR_i = \frac{CAR_i(t_1, t_2)}{\hat{\sigma}_{ei} \sqrt{T_s + \frac{T_s^2}{T} + \frac{\sum_{t=t_i}^{t_2} (R_{Mt} - T_s(\bar{R}_M))^2}{\sum_{t=t_i}^{t_2} (R_{Mt} - (\bar{R}_M))^2}}} \quad (5)$$

در رابطه فوق؛  $\hat{\sigma}_{ei}$ : انحراف معیار بازده غیرعادی سهم  $i$  در بازه  $t_1$  تا  $t_2$ ؛  $T_s$ : تعداد روزهای در نظر گرفته شده در بازه  $t_1$  تا  $t_2$ ؛  $T$ : تعداد روزها در دوره تخمین؛  $R_{Mt}$ : بازده پرتفوی بازار در تاریخ  $t$ ؛ و  $\bar{R}_M$ : میانگین بازده بازار در بازه  $t_1$  تا  $t_2$  است. آماره Z پیشنهاد شده توسط منتز و اسکیرک (۲۰۰۸) از طریق رابطه ۶ محاسبه گردید.

$$Z = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SR_i}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SR_i - \sum_{i=1}^N \frac{SR_i}{N})^2}} \quad (6)$$

آماره Z فوق دارای توزیع t است که با استفاده از آن، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. مزیت استفاده از این آماره بدون تورش بودن آن است که باعث می‌شود نتایج به دست آمده قابل اتکا باشد.

### یافته‌های پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

#### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی بازده‌های غیرعادی در روزهای مختلف نسبت به انتشار اطلاعیه برای اطلاعیه‌های به ترتیب در جداول شماره ۳، ۴ و ۵ ارائه شده است. همچنین روند تغییرات بازده غیرعادی در دوره پژوهش نیز در نمودارهای ۱، ۲ و ۳ قابل مشاهده است.

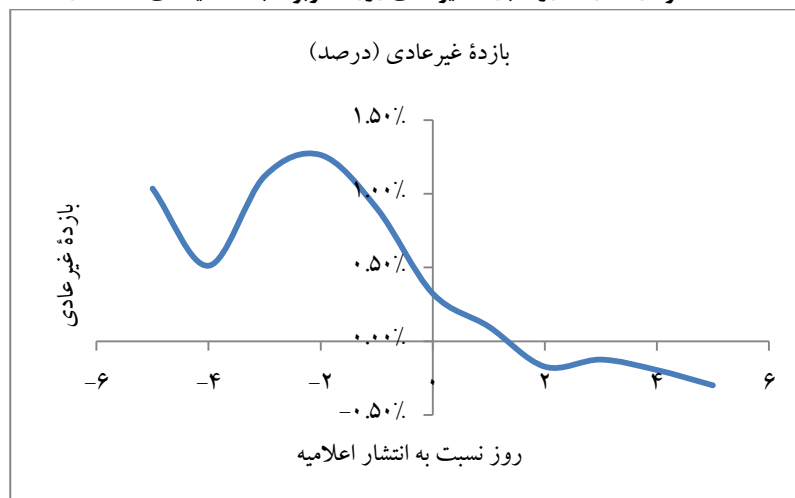
جدول شماره ۳. آمار توصیفی بازده غیرعادی اطلاعیه‌های شفاف‌ساز

بازه	بازده غیرعادی	انحراف معیار	میان	حداقل	حداکثر
-۵	۰/۰۱۰	۰/۰۲۷	۰/۰۱۳	-۰/۰۵۲	۰/۰۶۵
-۴	۰/۰۰۵	۰/۰۳۰	۰/۰۰۲	-۰/۰۵۰	۰/۰۶۹
-۳	۰/۰۱۱	۰/۰۲۷	۰/۰۱۷	-۰/۰۴۸	۰/۰۵۳
-۲	۰/۰۱۳	۰/۰۲۸	۰/۰۱۹	-۰/۰۵۲	۰/۰۷۴
-۱	۰/۰۰۹	۰/۰۲۷	۰/۰۱۲	-۰/۰۴۸	۰/۰۵۵
۰	۰/۰۰۳	۰/۰۲۸	۰/۰۰۷	-۰/۰۵۹	۰/۰۵۰
۱	۰/۰۰۱	۰/۰۳۴	-۰/۰۰۵	-۰/۰۶۳	۰/۱۶۶
۲	-۰/۰۰۲	۰/۰۲۸	-۰/۰۰۳	-۰/۰۶۸	۰/۰۵۸
۳	-۰/۰۰۱	۰/۰۲۸	۰/۰۰۳	-۰/۰۶۰	۰/۰۶۳
۴	-۰/۰۰۲	۰/۰۲۹	-۰/۰۰۲	-۰/۰۶۶	۰/۱۰۱
۵	-۰/۰۰۳	۰/۰۲۵	-۰/۰۰۵	-۰/۰۵۷	۰/۰۵۶
-۱ تا -۵	۰/۰۴۸	۰/۰۹۳	۰/۰۲۶	-۰/۱۴۳	۰/۲۶۲
۵ تا -۱	۰/۰۰۵	۰/۰۹۷	۰/۰۰۳	-۰/۲۱۸	۰/۲۵۵
۴ تا -۱	۰/۰۰۸	۰/۰۸۸	۰/۰۱۴	-۰/۱۹۳	۰/۲۱۶
۳ تا -۱	۰/۰۱۰	۰/۰۷۹	۰/۰۰۱	-۰/۲۰۱	۰/۱۹۸
۲ تا -۱	۰/۰۱۲	۰/۰۷۳	۰/۰۰۴	-۰/۱۴۵	۰/۱۹۲
۱ تا -۱	۰/۰۱۳	۰/۰۶۳	۰/۰۰۶	-۰/۱۱۰	۰/۱۹۸



بازه	بازده غیرعادی	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
۱ تا ۲	۰/۰۲۶	۰/۰۷۷	۰/۰۱۶	-۰/۱۵۹	۰/۱۹۷
۱ تا ۳	۰/۰۳۷	۰/۰۹۱	۰/۰۲۷	-۰/۱۵۳	۰/۲۱۹
۱ تا ۴	۰/۰۴۲	۰/۱۰۵	۰/۰۳۲	-۰/۱۷۸	۰/۲۵۹
۱ تا ۵	۰/۰۵۳	۰/۱۱۴	۰/۰۴۸	-۰/۱۷۰	۰/۲۷۶
۰ تا ۱	۰/۰۱۲	۰/۰۴۶	۰/۰۱۲	-۰/۰۸۹	۰/۰۸۶
۱ تا ۰	۰/۰۰۴	۰/۰۵۲	۰/۰۰۲	-۰/۱۰۲	۰/۱۷۹
۵ تا ۵-	۰/۰۴۵	۰/۱۴۲	۰/۰۳۸	-۰/۲۲۱	۰/۴۰۰

نمودار شماره ۱. روند بازده غیرعادی روزانه مربوط به اطلاعیه‌های شفاف‌ساز



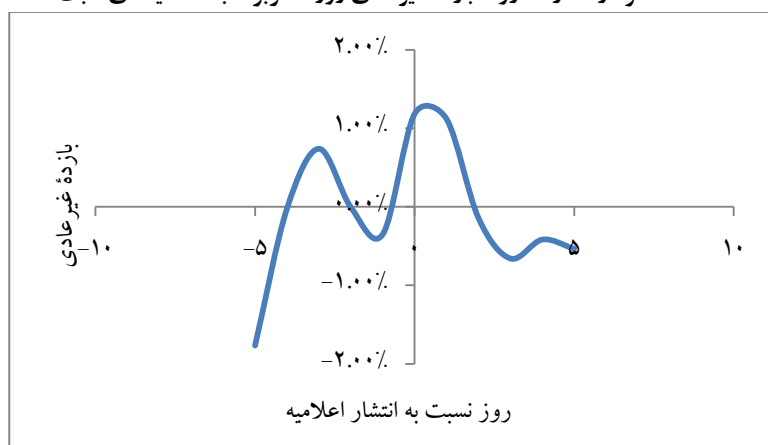
با نگاهی به نمودار شماره ۱ می‌توان دریافت که پیش از انتشار اطلاعیه‌های شفاف‌ساز، بازده غیرعادی مثبت بوده و این روال به صورت کاهشی تا روز اول بعد از انتشار ادامه داشته است؛ اما پس از آن بازده غیرعادی منفی شده و با شیبی ملایم ادامه پیدا می‌کند.

جدول شماره ۴. آمار توصیفی بازده غیرعادی اطلاعیه‌های مثبت

بازه	بازده غیرعادی	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
۵-	-۰/۰۱۸	۰/۱۳۲	-۰/۰۰۲	-۰/۹۶۵	۰/۰۵۸
۴-	۰/۰۰۰	۰/۰۲۴	-۰/۰۰۱	-۰/۰۴۷	۰/۰۴۵
۳-	۰/۰۰۷	۰/۰۲۸	۰/۰۰۶	-۰/۰۵۱	۰/۰۶۴
۲-	۰/۰۰۰	۰/۰۲۳	۰/۰۰۱	-۰/۰۶۰	۰/۰۳۹
۱-	-۰/۰۰۳	۰/۰۱۸	-۰/۰۰۵	-۰/۰۴۲	۰/۰۴۲
۰	۰/۰۱۲	۰/۰۲۷	۰/۰۱۵	-۰/۰۶۴	۰/۰۸۵

بازه	بازده غیرعادی	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
۱	۰/۰۱۱	۰/۰۲۸	۰/۰۱۳	-۰/۰۴۳	۰/۱۰۶
۲	-۰/۰۰۱	۰/۰۳۱	۰/۰۰۱	-۰/۱۱۲	۰/۰۵۳
۳	-۰/۰۰۷	۰/۰۲۶	-۰/۰۰۳	-۰/۰۷۰	۰/۰۳۸
۴	-۰/۰۰۴	۰/۰۲۶	-۰/۰۰۶	-۰/۰۶۸	۰/۰۵۱
۵	-۰/۰۰۵	۰/۰۲۹	-۰/۰۰۷	-۰/۰۶۰	۰/۰۷۸
۵- تا ۱-	-۰/۰۱۴	۰/۱۵۲	-۰/۰۰۳	-۰/۰۹۸۶	۰/۲۰۱
۵ تا ۱	۰/۰۰۲	۰/۰۸۰	۰/۰۰۴	-۰/۲۳۸	۰/۱۶۳
۴ تا ۱-	۰/۰۰۷	۰/۰۷۰	۰/۰۰۶	-۰/۱۷۹	۰/۱۶۷
۳ تا ۱-	۰/۰۱۲	۰/۰۶۲	۰/۰۱۳	-۰/۱۵۰	۰/۱۲۴
۲ تا ۱-	۰/۰۱۸	۰/۰۵۳	۰/۰۲۴	-۰/۱۱۳	۰/۱۱۱
۱ تا ۱-	۰/۰۲۰	۰/۰۴۵	۰/۰۲۲	-۰/۰۸۸	۰/۱۶۲
۱ تا ۲-	۰/۰۱۹	۰/۰۵۴	۰/۰۱۸	-۰/۱۰۶	۰/۱۵۹
۱ تا ۳-	۰/۰۲۷	۰/۰۶۱	۰/۰۲۹	-۰/۱۱۵	۰/۱۵۱
۱ تا ۴-	۰/۰۲۷	۰/۰۶۵	۰/۰۲۸	-۰/۱۴۷	۰/۱۹۶
۱ تا ۵-	۰/۰۰۹	۰/۱۵۸	۰/۰۲۹	-۱/۰۰۵	۰/۲۳۵
۰ تا ۱-	۰/۰۰۸	۰/۰۳۱	۰/۰۰۸	-۰/۰۸۴	۰/۰۶۶
۱ تا ۰	۰/۰۲۳	۰/۰۴۵	۰/۰۱۸	-۰/۰۷۸	۰/۱۵۹
۵ تا ۵-	-۰/۰۰۹	۰/۱۷۶	۰/۰۲۹	-۱/۰۸۹	۰/۲۷۶

نمودار شماره ۲. روند بازده غیرعادی روزانه مربوط به اطلاعیه‌های مثبت



با توجه به نمودار شماره ۲، می‌توان دریافت که بازده غیرعادی پیش از انتشار اطلاعیه دارای روند خاصی نبوده و از روز قبل از انتشار، روند صعودی آن آغاز شده و تا دو روز

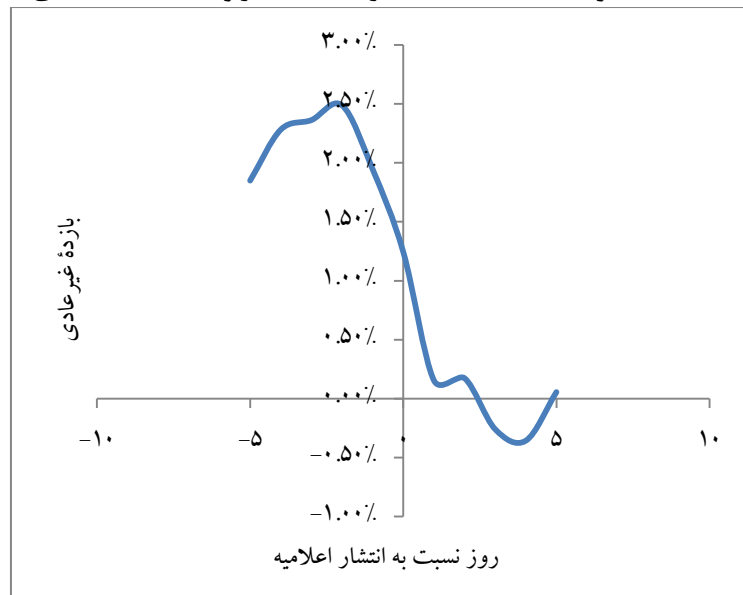
پس از انتشار ادامه دارد و پس از آن منفی می شود. به این معنی که سرمایه گذاران به اطلاعیه مثبت واکنش مثبت نشان داده اند، اما این واکنش پس از دو روز منفی می شود.

جدول شماره ۵. آمار توصیفی بازده غیرعادی اطلاعیه های منفی

بازه	بازده غیرعادی	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
-۵	۰/۰۱۸	۰/۰۲۹	۰/۰۱۸	-۰/۰۶۰	۰/۱۲۴
-۴	۰/۰۲۳	۰/۰۲۵	۰/۰۲۹	-۰/۰۴۱	۰/۰۷۰
-۳	۰/۰۲۴	۰/۰۲۴	۰/۰۲۹	-۰/۰۴۰	۰/۰۸۹
-۲	۰/۰۲۵	۰/۰۲۳	۰/۰۳۲	-۰/۰۴۱	۰/۰۵۸
-۱	۰/۰۱۹	۰/۰۳۲	۰/۰۳۱	-۰/۰۷۰	۰/۰۶۵
۰	۰/۰۱۲	۰/۰۲۹	۰/۰۱۹	-۰/۰۶۲	۰/۰۵۳
۱	۰/۰۰۲	۰/۰۳۶	۰/۰۰۴	-۰/۰۵۲	۰/۰۸۴
۲	۰/۰۰۲	۰/۰۳۵	۰/۰۰۴	-۰/۰۷۰	۰/۱۰۵
۳	-۰/۰۰۳	۰/۰۳۰	-۰/۰۰۱	-۰/۰۶۱	۰/۰۴۸
۴	-۰/۰۰۴	۰/۰۳۳	-۰/۰۰۳	-۰/۰۵۴	۰/۰۷۷
۵	۰/۰۰۱	۰/۰۳۴	۰/۰۰۱	-۰/۰۸۱	۰/۰۶۴
-۱ تا -۵	۰/۱۰۹	۰/۰۹۰	۰/۱۱۰	-۰/۱۲۲	۰/۲۶۳
۱ تا -۵	۰/۰۳۰	۰/۱۳۵	۰/۰۱۷	-۰/۲۳۸	۰/۳۳۵
۱ تا -۴	۰/۰۲۹	۰/۱۱۸	۰/۰۱۳	-۰/۲۶۷	۰/۲۸۷
۱ تا -۳	۰/۰۳۳	۰/۱۱۳	۰/۰۰۶	-۰/۲۷۷	۰/۲۴۸
۱ تا -۲	۰/۰۳۵	۰/۰۹۵	۰/۰۱۸	-۰/۲۱۵	۰/۲۳۹
۱ تا -۱	۰/۰۳۳	۰/۰۷۸	۰/۰۳۰	-۰/۱۴۶	۰/۱۷۹
۱ تا -۲	۰/۰۵۸	۰/۰۹۰	۰/۰۶۰	-۰/۱۲۸	۰/۲۱۲
۱ تا -۳	۰/۰۸۲	۰/۱۰۰	۰/۰۸۵	-۰/۱۶۸	۰/۲۵۷
۱ تا -۴	۰/۱۰۵	۰/۱۱۱	۰/۱۱۲	-۰/۲۰۹	۰/۳۰۶
۱ تا -۵	۰/۱۲۳	۰/۱۲۳	۰/۱۳۴	-۰/۱۸۳	۰/۳۴۳
۰ تا -۱	۰/۰۳۲	۰/۰۵۴	۰/۰۴۵	-۰/۰۹۴	۰/۱۱۴
۱ تا ۰	۰/۰۱۴	۰/۰۵۷	۰/۰۰۵	-۰/۱۱۴	۰/۱۲۴
-۵ تا ۵	۰/۱۱۹	۰/۱۶۶	۰/۰۹۶	-۰/۲۶۷	۰/۴۸۳

همان طور که نمودار شماره ۳ ملاحظه می‌شود، بازده غیرعادی تا پیش از انتشار اطلاعات مثبت بوده است و پس از انتشار میزان آن سیر نزولی را طی می‌کند، به طوری که در روز سوم تا پنجم این میزان منفی است. این بدین معنی است که پس از انتشار اطلاعات، بازار سرمایه قیمت سهام را اصلاح می‌کنند، اما پس از سه روز واکنش به آن منفی می‌شود. این امر می‌تواند به دلیل محدود بودن بازه مجاز معامله در بازار سهام ایران باشد. به این معنی که در بازار بورس، تا پایان اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۴ حداکثر و حداقل قیمت مجاز به ترتیب ۴ درصد بیشتر و کمتر از قیمت روز گذشته می‌تواند باشد که از ابتدای خردادماه ۱۳۹۴ این میزان با یک درصد افزایش، به ۵ درصد رسید (خبرگزاری تسنیم، ۱۳۹۴). همچنین این میزان در فرابورس، ۵ درصد است.

نمودار شماره ۳. روند بازده غیرعادی روزانه مربوط به اطلاعات منفی



#### نتایج آمار استنباطی

در جدول شماره ۶، نتایج تجزیه و تحلیل آماری پژوهش ارائه شده است. در این جدول، به تفکیک نوع اطلاعاتها و همچنین بازه اندازه‌گیری بازده غیرعادی انباشته که بیانگر واکنش بازار است، میزان بازده غیرعادی و همچنین معناداری آنها آمده است.

جدول شماره ۶. نتایج تجزیه و تحلیل رویدادی اطلاعاتیها

معناداری	آماره Z	بازده غیرعادی انباشته	بازده رویداد	نوع اطلاعاتی	
** ۰/۰۰۲	۳/۱۵۳	۰/۰۴۸	-۱ تا -۵	شفاف ساز	
۰/۲۸۸	۱/۰۶۸	۰/۰۰۵	۱ تا ۵		
۰/۱۲۲	۱/۵۶۱	۰/۰۰۸	۱ تا ۴		
* ۰/۰۷۳	۱/۸۱۵	۰/۰۱۰	۱ تا ۳		
** ۰/۰۱۵	۲/۴۷۲	۰/۰۱۲	۱ تا ۲		
** ۰/۰۲۶	۲/۲۶۴	۰/۰۱۳	۱ تا ۱		
** ۰/۰۱۵	۲/۴۶۹	۰/۰۲۶	۱ تا ۲		
*** ۰/۰۰۱	۳/۲۸۳	۰/۰۳۷	۱ تا ۳		
*** ۰/۰۰۱	۳/۳۹۰	۰/۰۴۲	۱ تا ۴		
*** ۰/۰۰۰	۴/۳۲۰	۰/۰۵۳	۱ تا ۵		
۰/۷۴۶	۰/۳۲۵	۰/۰۱۲	۱ تا ۰		
۰/۲۷۵	۱/۰۹۸	۰/۰۰۴	۱ تا ۰		
** ۰/۰۰۶	۲/۸۰۵	۰/۰۴۵	-۵ تا ۵		
۰/۲۰۵	۱/۲۸۳	-۰/۰۱۴	-۱ تا -۵		مخفی ساز
۰/۵۷۰	۰/۵۷۱	۰/۰۰۲	۱ تا ۵		
۰/۳۸۹	۰/۸۶۸	۰/۰۰۷	۱ تا ۴		
۰/۳۲۵	۰/۹۹۳	۰/۰۱۲	۱ تا ۳		
** ۰/۰۱۵	۲/۵۱۲	۰/۰۱۸	۱ تا ۲		
** ۰/۰۱۳	۲/۵۷۵	۰/۰۲۰	۱ تا ۱		
** ۰/۰۱۲	۲/۶۱۴	۰/۰۱۹	۱ تا ۲		
** ۰/۰۰۴	۲/۹۹۴	۰/۰۲۷	۱ تا ۳		
** ۰/۰۰۵	۲/۹۰۹	۰/۰۲۷	۱ تا ۴		
** ۰/۰۱۶	۲/۴۸۸	۰/۰۰۹	۱ تا ۵		
۰/۳۴۰	۰/۹۶۳	۰/۰۰۸	۱ تا ۰		
** ۰/۰۰۶	۲/۸۶۹	۰/۰۲۳	۱ تا ۰		
۰/۲۹۴	۱/۰۶۰	-۰/۰۰۹	-۵ تا ۵		

معناداری	آماره Z	بازده غیرعادی انباشته	بازه رویداد	نوع اطلاعیه
**۰/۰۰۳	۳/۰۷۱	۰/۱۰۹	۵ تا -۱	پیچ
۰/۲۵۴	۱/۱۵۲	۰/۰۳۰	۵ تا ۱	
۰/۲۵۸	۱/۱۴۳	۰/۰۲۹	۴ تا -۱	
۰/۲۰۷	۱/۲۷۶	۰/۰۳۳	۳ تا -۱	
۰/۱۹۵	۱/۳۱۰	۰/۰۳۵	۲ تا -۱	
۰/۱۶۰	۱/۴۲۲	۰/۰۳۳	۱ تا -۱	
۰/۲۰۰	۱/۲۹۵	۰/۰۵۸	۱ تا -۲	
**۰/۰۱۰	۲/۶۷۱	۰/۰۸۲	۱ تا -۳	
**۰/۰۰۵	۲/۸۸۴	۰/۱۰۵	۱ تا -۴	
**۰/۰۰۳	۳/۱۰۵	۰/۱۲۳	۱ تا -۵	
۰/۱۲۸	۱/۵۴۲	۰/۰۳۲	۰ تا -۱	
۰/۱۰۱	۱/۶۶۴	۰/۰۱۴	۱ تا ۰	
**۰/۰۰۶	۲/۸۳۰	۰/۱۱۹	-۵ تا ۵	

#### آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج حاصل از بررسی واکنش سرمایه گذاران به اطلاعیه‌های شفاف‌ساز، نشان می‌دهد که در تمامی بازه‌های مورد بررسی، بازده غیرعادی مثبت وجود دارد و این میزان نیز در تمامی بازه به جز دو مورد (۱- تا ۵) و (۱- تا ۴) در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ معنادار است و کسب بازده غیرعادی حداکثر تا ۳ روز پس از انتشار اطلاعیه شفاف‌ساز ممکن است و پس از آن بازده غیرعادی قابل‌دستیابی نیست. با توجه به این موارد، فرضیه اول پژوهش نیز پذیرفته می‌شود، به این معنی که سرمایه گذاران نسبت به اطلاعیه‌های شفاف‌ساز واکنش مثبت و معناداری را نشان می‌دهد.

#### آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج حاصل از بررسی اطلاعیه‌های مثبت نیز نشان می‌دهد که تمامی بازه‌های غیرعادی در تمامی بازه‌های مورد بررسی مثبت بوده است و این میزان در بازه‌های قبل از انتشار تا روز انتشار در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ معنادار است. همچنین در بازه (۱- تا ۲)

نیز که بیانگر بازده غیرعادی انباشته از روز قبل از انتشار تا دو روز بعد از آن است، این میزان معنادار است. با توجه به نتایج این بررسی، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود، به این معنی که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعیه‌های مثبت، واکنش مثبت و معناداری را نشان می‌دهند.

#### آزمون فرضیه سوم پژوهش

همان‌طور که مشاهده می‌شود، با توجه به علامت و سطح معناداری اطلاعیه‌های منفی، تمامی بازده‌های غیرعادی انباشته در تمامی بازه‌ها مثبت است؛ این میزان، در بازه رویدادی قبل از انتشار اطلاعیه (۵- تا ۱-)، آماره Z پژوهش در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ معنادار است و نشان از بازده غیرعادی مثبت و معنادار در این بازه دارد. همچنین در بازه‌های (۳- تا ۱)، (۴- تا ۱) و (۵- تا ۱) نیز که ترکیبی از روزهای قبل از انتشار تا یک روز بعد از انتشار اطلاعیه منفی است، بازده غیرعادی مثبت و معناداری وجود داشته است و در سایر بازه‌ها، میزان بازده غیرعادی معنادار نیست. با توجه به این موارد فرضیه سوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود، به این معنی که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعیه‌های منفی، واکنش منفی نشان نمی‌دهد.

#### خلاصه و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی واکنش بازار به افشای اطلاعات بااهمیت پرداخته شد. منظور از اطلاعات بااهمیت، اطلاعیه‌هایی که به موجب ماده ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان، ناشران ملزم به افشای آن هستند. با توجه به اعمال محدودیت‌ها، تعداد ۲۱۳ اطلاعیه از سایت کدال مورد بررسی قرار گرفت که با توجه به تحلیل محتوای آنها، به سه دسته اطلاعیه‌های مثبت، منفی و شفاف‌ساز طبقه‌بندی شدند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان بیان‌گر آن است که سرمایه‌گذاران در تمامی بازه‌های مورد بررسی نسبت به اطلاعیه‌های شفاف‌ساز، واکنش مثبت نشان می‌دهند و این میزان نیز در تمامی بازه‌ها جز دو مورد (۱- تا ۵) و (۱- تا ۴) در سطح

اطمینان بیش از ۹۵٪ معنادار است و کسب بازده غیرعادی حداکثر تا ۳ روز پس از انتشار اطلاعاتی شفاف‌ساز ممکن است و پس از آن سرمایه‌گذاران واکنشی نشان نمی‌دهد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود؛ به این معنی که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی شفاف‌ساز، واکنش مثبت و معناداری را نشان می‌دهد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نتایج فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲) و اخترالدین (۲۰۰۵) ناسازگار و با نتایج فروغی و آیسک (۱۳۹۴)، فیشمن و هنگرتی (۲۰۰۳) سازگار است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران در تمامی بازه‌های پژوهش، به انتشار اطلاعاتی مثبت، واکنش مثبت نشان می‌دهد که این میزان در بازه‌های قبل از انتشار تا روز انتشار در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ معنادار است. همچنین در بازه (۱- تا ۲) نیز که بیان‌گر بازده غیرعادی انباشته از روز قبل از انتشار تا دو روز بعد از آن است، این میزان معنادار است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نتایج فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲) و اخترالدین (۲۰۰۵) ناسازگار و با نتایج فروغی و آیسک (۱۳۹۴)، فیشمن و هنگرتی (۲۰۰۳) سازگار است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی منفی پس از انتشار اطلاعاتی، علی‌رغم منفی بودن نوع اطلاعاتی، واکنش مثبت نشان می‌دهند که در تمامی بازه‌های قبل از انتشار تا روز انتشار و همچنین بازه روزهای قبل از انتشار (۵- تا ۱-)، این میزان معنادار است. در نتیجه فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی‌شود، به این معنی که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی منفی، واکنش منفی و معنادار نشان نمی‌دهد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، با نتایج فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲) و اخترالدین (۲۰۰۵) سازگار و با نتایج فروغی و آیسک (۱۳۹۴)، فیشمن و هنگرتی (۲۰۰۳) ناسازگار است.

از جمله دلایل توجیهی جهت رد آزمون فرضیه سوم می‌توان به وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه و نشت اطلاعات زودتر از تاریخ انتشار اشاره کرد. به این معنی



که افرادی که این اطلاعات را در دست داشتند، در روزهای پیش از انتشار اقدام به بیش قیمت گذاری سهام نمودند و از این طریق توانستند بازده غیرعادی مثبت کسب نمایند. بازده غیرعادی مثبت و معنادار در بازه (۵- تا ۱-) نشان از وجود کسب چنین بازده غیرعادی پیش از انتشار اطلاعات دارد. همچنین با توجه به جدول شماره ۲ می توان مشاهده کرد که بیش از ۶۵٪ از اطلاعات منفی (۴۲ اطلاعیه از ۶۴ اطلاعیه) از نوع حسابی بودن قیمت است که شرکت پس از مشاهده چنین وضعیتی، اقدام به صدور اطلاعیه نمود و در نتیجه می توان علت بروز این بازده غیرعادی مثبت پیش از انتشار اطلاعیه را، وجود معامله گران شایعه ساز و قیمت گذاری سهام بدون هیچ گونه اطلاعات تأثیر گذار دانست.

### پیشنهادهای کاربردی پژوهش

- با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می شود:
- سرمایه گذاران با مراجعه به سایت کدال، اقدام به مطالعه و تحلیل اطلاعیه های مربوط به افشای اطلاعات بااهمیت نمایند و با استفاده از آن تصمیم گیری نمایند، چراکه این اطلاعیه ها دارای محتوای اطلاعاتی هستند.
- با توجه به عدم پذیرش فرضیه اول پژوهش، پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران در صورت مشاهده افزایش ناگهانی قیمت، نسبت به حسابی بودن آن پژوهش نمایند و منتظر باشند تا شرکت، اطلاعیه مربوط به آن را منتشر نماید. زیرا در بسیاری از موارد انتشار اطلاعیه ها به دلیل حسابی بودن قیمت ها است.

### یادداشت ها

- |                                    |                         |
|------------------------------------|-------------------------|
| 1. American Accounting Association | 2. Mandatory Disclosure |
| 3. Voluntary Disclosure            | 4. Event Study          |
| 5. Ordinary Least Square (OLS)     | 6. Noisy Traders        |

### منابع

- پورحیدری، امید؛ یوسف زاده، نسرین؛ اعظمی، زینب. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۵(۱۸)، ۹۱-۱۱۱.
- ستایش، محمدحسین؛ کاظم نژاد، مصطفی؛ سروستانی، امیر. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد جاری و آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹(۳)، ۲۰-۱.

- خبرگزاری تسنیم (۱۳۹۴). افزایش دامنه نوسان بورس به ۵ درصد از دوم خرداد. قابل دسترس از: <http://tn.ai/744077>. تاریخ دسترسی: ۱۸ فروردین ۱۳۹۶.
- خواجوی، شکراله؛ ممتازیان، علیرضا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام. *مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی*، ۱(۱)، ۲۷-۹.
- فدایی نژاد، محمداسماعیل؛ کامل نیا، مجتبی. (۱۳۹۲). واکنش بازار به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۴(۱۸)، ۹۰-۷۱.
- فروغی، داریوش؛ مهرداد آیسک، سیدسعید. (۱۳۹۴). بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده. *پژوهشی‌های تجربی حسابداری*، ۵(۱۷)، ۱۶۲-۱۳۹.
- کردستانی، غلامرضا؛ حسینی، نیرالسادات. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری. *بررسی‌های حسابداری*، ۱(۱)، ۱۴۰-۱۲۰.
- مهرآذین، علیرضا؛ مسیح آبادی، ابوالقاسم؛ دهنوی، محمدعلی. (۱۳۹۱). شفافیت اطلاعات مالی و محتوای اطلاعاتی سود. *مجله دانش حسابداری*، ۳(۸)، ۱۳۰-۱۱۳.
- همت‌فر، محمود؛ مقدسی، منصور. (۱۳۹۲). بررسی کیفیت افشا (قابلیت اتکا و به‌موقع بودن) بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۰(۲)، ۱۴۷-۱۳۳.
- یعقوب نژاد، احمد؛ ذیحی، علی. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش ملی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۰، ۲۱۷-۲۳۵.
- Akhtaruddin, M. (2005). Corporate mandatory disclosure practices in Bangladesh. *International Journal of Accounting*, 40(4), 399-422.
- Bainbridge, S. (2000). Mandatory disclosure: A behavioral analysis. University of Cincinnati, *Law Review*, 68, 1023-1060.
- Riahi Belkaoui, A., Kahl, A. (1978). Corporate financial disclosure in Canada. *Canadian Certified General Accountants Association*.
- Bellver, A., Kaufmann, D. (2005) Transparenting transparency: Initial empirics and policy applications, draft discussion paper presented at the IMF conference on transparency and integrity 6-7 July 2005, World Bank, Washington, D.C. <http://www.worldbank.org>.
- Fadayinejad, M., Kamelnia, M. (2013). Market reaction to quarterly earnings announcement in Tehran Stock Exchange. *Journal of financial Accounting Researches*, 18(4), 71-90 [In Persian].
- Fishman, M., Hangerty, K. (2003). Mandatory versus voluntary disclosure in markets with informed and uninformed customers. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1(19), 45-63.

- Foroughi, D., Mehrdad, S., (2015). Investigating the market reaction on announce time of predicted EPS. *Accounting Empirical Researches*, 17(5), 139-162 [In Persian].
- Gordon, E., Henry, E., Peytcheva, M. (2013). Discretionary disclosure and the market reaction to restatements. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41(1), 75-110.
- Grewal, J., Riedl, E., Serafeim, G. (2015). Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure. *Working Paper*, Harvard Business School, 16-025.
- Hammersley, J., Myers, L., Shakespeare, C. (2008). Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002. *Review of Accounting Studies*, 13, 141-165.
- Harrington, S.E., Shrider, D.G. (2007). All events induce variance: analyzing abnormal returns when effects vary across firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 229-256.
- Healy, P., Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 3(1-3), 405-440.
- Hemmatfar, M., Moghaddasi, M. (2012). Relationship between disclosure quality (including reliability and timeliness) on stock value of companies listed on the Tehran exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 20(2), 133-147 [In Persian].
- Jordan, J., Peek, J., Rosengren, E. (2000). The market reaction to the disclosure of supervisory actions: Implications for bank transparency. *Journal of Financial Intermediation*, 9(3), 298-319.
- Khajavi, S., Momtazian, A. (2014). Investigating the impact of quality of financial information disclosure on the stock current and future return. *Financial Accounting Knowledge*, 1(1), 9-27 [In Persian].
- Kiani, R., Saffarian, M. (2007). Process and requirements of information disclosure in stock market. *Economics Journal*, 71(72), 27-40 [In Persian].
- Kordestani, G., Hosseini, N. (2013). Investigating the relationship between disclosure quality and accounting earnings contents. *Iranian Accounting Reviews*, 1(1), 120-140 [In Persian].
- Maynes, E., Rumsey, J. (1993). Conducting event studies with thinly traded stocks. *Journal of Banking and Finance*, 17(1), 145-157.
- Mehrazin, A., Masihabadi, A., Dehnavi, M. (2012). Financial information transparency and earning informative contents. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(8), 113-130 [In Persian].
- Mentz, M., Schiereck, D. (2008). Cross-border mergers and the cross-border effect: the case of the automotive supply industry. *Review of Managerial Science*, 2(3), 199-218.

- Mikkelson, W.H., Partch, M.M. (1988). Withdrawn security offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 232(2), 119-133.
- Negre, E., Verdier, M., Cho, C., Pattern D. (2017). Disclosure strategies and investor reactions to downsizing announcements: A legitimacy perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 239-257.
- Pourheidari, O., Yousefzadeh, N., Azami, Z. (2014). Investigating the impact of firm size on relationship between disclosure and cost of equity in firms indexed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 18(5), 91-111 [In Persian].
- Qu, Q., Wang L., Qin, L., Zhao X., Wang L. (2017). The impact of information disclosure on market liquidity: Evidence from firms' use of Twitter. *Statistical Mechanics and its Applications*, 465, 644-654.
- Setayesh, M., Kazemnezhad, M., Sarvestani, A. (2012). Investigating the impact of quality of disclosure on the stock current and future performance of firms indexed on Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 19(3), 1-20 [In Persian].
- Tajvidi, E. (2008). Transparency and market efficiency. *Journal of Accountant*, 196, 34-43.
- Tasnim News (2015). Increasing of Tehran Stock Exchange price range to 5 percent from 2<sup>nd</sup> of khordad. Available from: <http://tn.ai/744077>. Accessed April 16, 2017 [In Persian].
- Whisenant, J., Sankaraguswamy, S., Raghunadan, K. (2003). Market reactions to disclosure of reportable events. *Journal of Practice & Theory*, 22(1), 181-194.
- Yaghubnejad, A., Zabihi, Y (2011). Investigating the relationship between disclosure quality and stock liquidity of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Knowledge of Stocks*, 10, 217-235 [In Persian].