

بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات بر حجم و ارزش سهام معامله شده در بورس اوراق بهادار (دوره مورد بررسی ۱۳۸۸-۱۳۹۳)

عبدالمجید دهقان^۱

خالد عیسی نژاد بهمنشیری^۲

چکیده

مبانی نظری موجود بیان می‌کند که افراد از اطلاعات مالی شرکت‌ها و افشاء آنها برای تصمیمات سرمایه‌گذاری خود استفاده می‌کنند، و بالا بودن کیفیت اطلاعات افشاء شده آنها می‌تواند تأثیرات بسزایی در افزایش مطلوبیت سهام آنها و از قبل آن افزایش حجم معاملات آنها داشته باشد. به طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ بیانگر این نتیجه بوده است که با بهبود کیفیت افشای اطلاعات، شاهد افزایش حجم معاملات انجام شده بوده‌ایم. نتایج بدست آمده در خصوص تفکیک حجم معاملات انجام شده به افراد حقیقی و حقوقی نشان می‌دهد که کیفیت افشاء در هر دو مورد تأثیری مثبت بر حجم معاملات داشته و با بهبود کیفیت اطلاعات، بر میزان حجم معاملات افراد حقیقی و حقوقی افزوده شده است. دیگر نتایج بدست آمده نشان دهنده آن است که کیفیت افشای اطلاعات در مجموع تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش معاملات انجام شده در خصوص سهام شرکت‌های نمونه داشته است. نتایج تفکیکی بدست آمده نشان می‌دهد که کیفیت افشای اطلاعات تأثیری مثبت بر ارزش معاملات انجام شده داشته و با بهبود کیفیت افشاء شاهد افزایش ارزش معاملات انجام شده توسط معامله‌گران (افراد) حقیقی و حقوقی بوده‌ایم، هر چند که نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که میزان تأثیرگذاری کیفیت افشاء در میان معامله‌گران حقوقی از معناداری بیشتری برخوردار است.

واژگان کلیدی: کیفیت افشای اطلاعات، ارزش سهام معامله شده و حجم سهام معامله شده.

طبقه‌بندی موضوعی: G12, G14

۱. استادیار و عضو هیات علمی گروه مدیریت بازرگانی، واحد یادگار امام خمینی (ره) شهری، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۲. کارشناس ارشد مالی واحد یادگار امام خمینی (ره) شهری، دانشگاه آزاد اسلامی

۱. مقدمه

رشد بازار سرمایه و اهمیت آن در جذب سرمایه‌ها و پس اندازهای کوچک و هدایت آن به بخش‌های اقتصادی به منظور توسعه شرکت‌های موجود و ایجاد شرکت‌های جدید امری انکار ناپذیر است. برای تحقق این هدف و به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در این راستا، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفاء می‌کند. یکی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی مورد استفاده سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، اطلاعات حسابداری منتشره توسط شرکت‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاران با استفاده از این اطلاعات منتشره در خصوص کسب بازده و ریسک متحمله جهت کسب بازده مورد انتظار تصمیم‌گیری می‌نمایند. اما این کیفیت اطلاعات حسابداری به عوامل متعددی وابسته است به نحوی که می‌توان گفت محیط اقتصادی تأثیر بسیار قوی بر حسابداری و اطلاعات منتشر شده از آن سیستم دارد زیرا حسابداری خود تابعی از چارچوب اقتصادی حاکم بر کشور می‌باشد (Antone, 1985). با توجه به چهارچوب نظری هیئت استانداردهای حسابداری مالی، گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را ارائه کند که برای اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و دیگر استفاده‌کنندگان مفید واقع شود، این گزارش‌ها باید برای کسانی که درک معقول از فعالیت‌های تجاری و اقتصادی دارند و می‌خواهند با آگاهی معقول و اندیشمندانه درباره این اطلاعات مطالعه کنند، اطلاعات مفیدی را ارائه نمایند. افشاء باید از طریق گزارش‌های قانونی شامل صورت‌های مالی اساسی که حاوی اطلاعات با اهمیت، مربوط و به موقع باشد و این اطلاعات به گونه‌ای قابل فهم و حتی الامکان کامل ارائه گردد تا امکان تصمیمات آگاهانه را برای استفاده‌کنندگان فراهم سازد (ملکیان، ۱۳۹۰).

اما همواره این مسأله که تا چه حد این اطلاعات از نظر کیفی واجد شرایط (مفید برای تصمیم‌گیری) است و یا اینکه تا چه حد سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری می‌توانند به این اطلاعات تکیه کنند، مسأله‌ای مهم و قابل بحث می‌باشد. وجود رابطه نمایندگی می‌تواند سودمند بودن اطلاعات حسابداری برای تصمیم‌گیری را مخدوش نماید و باعث شود که آنها برای ارزیابی سهام مناسب برای سرمایه‌گذاری دچار مشکل گردند. افزایش شمار تقلب‌ها که با ورشکستگی شرکت‌های بزرگ درهم آمیخته بود، نگرانی‌هایی را درباره کیفیت گزارش‌های مالی به همراه داشت. حرفه حسابداری و حسابرسی در راستای چاره‌جویی در این خصوص به تدبیر راهکارهایی همت گمارد. تغییر رویکرد تدوین استانداردهای حسابداری از استانداردهای مبتنی بر قواعد^۱ به استانداردهای مبتنی بر اصول^۱، تأکید بر استقلال حسابرسان و حاکمیت شرکت برای حمایت

^۱. Rule-based standards

از منافع سهامداران جزء و تنظیم مقررات انتظامی حرفه حسابداری و حسابرسی از جمله تدابیر اتخاذ شده برای جلب اعتماد عمومی بود. از سوی دیگر، صاحب‌نظران و اندیشمندان دانشگاهی نیز به سهم خود، سمت و سوی پژوهشات تجربی را به کیفیت گزارشگری مالی و اثرات آن بر بازار سرمایه سوق دادند تا بلکه بتوانند در این خصوص نقش مفیدی را ایفاء نمایند. در حال حاضر در ارتباط با کیفیت گزارشگری مالی و اندازه‌گیری آن و نیز تأثیر دستور العمل‌ها و استانداردهای حسابداری بر کیفیت گزارشگری مالی پژوهشاتی در حال انجام است. از سوی دیگر حجم مبادلات سهام شرکت‌ها به عنوان یک عامل اقتصادی تلقی می‌شود چرا که حاوی اطلاعاتی در خصوص؛ حجم نقدینگی بازار و اقتصاد، میزان ریسک بازار، نرخ‌های بهره و نرخ بهره بدون ریسک، منعکس کننده واکنش به اخبار و اطلاعات سیاسی و ... می‌باشد. به عبارت دیگر میزان مبادلات سهام شرکت‌ها، منعکس کننده اطلاعات سیاسی، اجتماعی، فرهنگی، اقتصادی و ... است که محیط اقتصادی کشور را احاطه نموده‌اند. بنابراین با توجه به اهمیت کیفیت گزارشگری مالی این پژوهش برای پاسخ به این سوال ایجاد شده است که کیفیت افشای اطلاعات بر ارزش و حجم معاملات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چه تأثیری دارد؟

۲. مروری بر ادبیات نظری پژوهش

اصطلاح افشاء در گسترده‌ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات است. حسابداران از این عبارت به صورت محدودتری استفاده می‌کنند و منظور آنها انتشار اطلاعات مالی مربوط به یک شرکت در گزارش‌های مالی معمولاً در قالب گزارش‌های سالانه است. در برخی موارد، این مفهوم باز هم محدودتر و به معنی ارائه اطلاعاتی است که در متن صورت‌های مالی منظور نشده است. اصطلاحات "کیفیت" افشای اطلاعات حسابداری و "شفافیت" یک سیستم افشاء، بصورت مشترک و قابل جایگزین استفاده می‌شود و ارائه تعریف دقیق از "شفافیت" و "کیفیت" که بر آن اجماع وجود داشته باشد، مشکل است و در این راستاء، تا کنون از سازه‌های متعددی، از قبیل: مناسب بودن، جامعیت، آگاهی‌دهندگی و به موقع بودن به عنوان نماینده کیفیت افشاء استفاده شده است. شفافیت گزارشگری مالی، حدودی است که گزارش‌های مالی، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری را به گونه‌ای که به آسانی برای استفاده‌کنندگان از آن گزارش‌ها قابل فهم است، آشکار می‌کند. از دیدگاه حسابداری، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری، شامل منابع واحد تجاری (دارایی‌ها)، ادعاها نسبت به آن

1. Principle-based standards

منابع (بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام)، تغییرات در منابع، ادعاها و جریان‌های نقدی (که به ترتیب در صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد منعکس می‌شود)، ریسک‌های شرکت و چگونگی مدیریت آن است. صورت‌های مالی زمانی با کیفیت تلقی می‌شوند که سه ویژگی شفافیت، افشای کامل^۱ و قابلیت مقایسه^۲ را دارا باشند. صورت‌های مالی شفاف، صورت‌هایی هستند که رویدادها، مبادلات، قضاوت‌ها و برآوردهای اساسی صورت‌های مالی و کاربردهای آنها را نشان دهند. شفافیت، استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا نتایج و کاربردهای تصمیمات، قضاوت‌ها و برآوردهای تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی را مشاهده و درک کنند. افشای کامل بر فراهم کردن تمام اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری و در نتیجه، حصول اطمینان مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران گمراه نمی‌شوند، دلالت دارد. در نهایت، قابلیت مقایسه به این معناست که مبادلات و رویدادهای مشابه به گونه‌ای یکسان، حسابداری و گزارش می‌شوند (Hassan & Lein, 2008).

پژوهش‌های تجربی، تمایز دقیقی و مشخصی بین کمیت^۳ و کیفیت افشاء، قائل نمی‌شود. عموماً فرض می‌شود که کمیت اطلاعات افشاء شده، شاخصی در تعیین کیفیت آن به شمار می‌رود. در نتیجه، از سنج‌های کمیت افشاء برای سنجش کیفیت افشاء استفاده می‌شود. با وجود این، شبهه این فرض، همچنان باقی و مشاجره به منظور دستیابی به مقیاسی اثر بخش‌تر برای اندازه‌گیری کیفیت افشاء همچنان وجود دارد. کیفیت افشاء نه تنها به کمیت، بلکه به چگونگی گسترش دامنه آن در بین موضوع‌های مختلف نیز بستگی دارد در این زمینه از موضوع‌های اصلی و فرعی گزارش جنکینز^۴ استفاده می‌شود. افشای با کیفیت بالا، دارای ویژگی‌های گستردگی^۵ و متوازن بودن^۶ در بین موضوع‌های اصلی و فرعی چارچوب مورد نظر است. در کنار این دو بعد، از سه ویژگی مهم دیگر در ارزیابی افشاء استفاده می‌شود: بعد زمانی (مربوط به اطلاعات گذشته در مقابل آینده)، بعد مالی (اطلاعات مالی در مقابل غیرمالی) و نوع بعد اندازه‌گیری (اطلاعات کمی در مقابل کیفی با وجود این، اغلب پژوهشگران فرض می‌کنند که کمیت و کیفیت افشاء بطور مستقیم همبسته‌اند (Barth, 2008 & Schiper).

با توجه به اهمیت کیفیت افشاء و مسئولیت مدیران شرکت‌ها در قبال اطلاع رسانی، سازمان بورس و اوراق بهادار تصمیم گرفت تا امتیاز و رتبه کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را از نظر "کیفیت

1. Full Disclosur

2. Comparability

3. quantity

4. Jenkins Report

5. Widespread

6. Balanced

افشاء و اطلاع رسانی مناسب" به بازار منعکس کند تا شرکت‌ها نسبت به جایگاه خود واقف شده، در جهت ارتقای آن بکوشند. طی سال‌های اخیر، رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر اطلاع رسانی و کیفیت افشاء، همواره تهیه و فهرست بیست شرکت برتر به بازار منعکس شده است (Schiper & Barth, 2008).

۳. پیشینه پژوهش

پژوهش‌های انجام شده در رابطه با حجم معاملات

پژوهش‌های داخلی

امید قائمی (۱۳۷۹) رابطه حجم معاملات سهام و قیمت سهام و همچنین رابطه میزان معاملات سهام با ریسک سرمایه‌گذاری در سهام را مورد بررسی قرار داد. فرضیات اصلی این پژوهش بیان می‌دارد که حجم معاملات سهام با تغییرات قیمت سهام در آن روز رابطه معنی‌داری دارد. نتایج این پژوهش فرضیه مذکور را تأیید کرده به طوری که با افزایش حجم معاملات، تغییرات قیمت در همان روز افزایش می‌یابد ولیکن این همبستگی به طور همزمان اتفاق افتاده و با تأخیر به وقوع نمی‌پیوندد. بدین مفهوم که اگر میزان تغییرات قیمت سهام یک شرکت در روز خاصی افزایش یابد، نمی‌توان نتیجه گرفت که فردای آن روز تعداد سهام بیشتری معامله گردد. این نتیجه برخلاف نتایج به دست آمده از بورس سهام نیویورک است. از طرف دیگر نتایج این پژوهش نشان داد که برای ایجاد یک تغییر بزرگ در قیمت سهام، لازم است که تعداد معاملات بیشتر و تعداد سهام بیشتری مورد معامله قرار گیرد.

رضائی (۱۳۸۰) تأثیر ارائه گزارش‌های مالی میان دوره‌ای را بر حجم معاملات سهام در بورس ایران مورد مطالعه قرار داد. یافته‌های وی رابطه مثبت و معنی‌داری، بین ارائه گزارش‌های میان دوره‌ای و حجم معاملات نشان می‌دهد. به طوریکه با ارائه این گزارش‌ها حجم معاملات افزایش می‌یابد.

عثمانی (۱۳۸۰) به بررسی ارتباط حجم معاملات و تعدیلات EPS پیش‌بینی شده پرداخته است. برای این منظور تعدیلات سود پیش‌بینی مربوط به یک دوره پنج ساله (۱۳۷۳-۷۸) با اهمیت بالاتر از ۱۰٪ انحراف را در نظر گرفته و حجم معاملات شرکت‌ها به صورت هفتگی در محدوده زمانی سه هفته بعد از تاریخ اعلان ثبت گردیده است. نتایج پژوهش نشان‌دهنده آن است که تعدیلات EPS پیش‌بینی شده قبل از اعلان رسمی بر روی حجم معاملات سهام تأثیر گذاشته است و اطلاعات قبل از اعلان رسمی به صورت غیر منصفانه در اختیار افراد خاصی قرار داده شده است.

استوار (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر حجم معاملات سهام بر محتوای اطلاعاتی متغیرهای مهم حسابداری یعنی سود هر سهم، ارزش دفتری هر سهم و جریانات نقدی هر سهم پرداخته است. در

این پژوهش برای سنجش محتوای اطلاعاتی متغیرهای مذکور از میانگین سالیانه قیمت سهام، قیمت سهام در پایان دوره و قیمت سهام در سه ماهه پس از پایان سال مالی (زمان انتشار گزارشات مالی) استفاده شده است. نخستین نتیجه پژوهش که مؤید نتایج پژوهش‌های پیشین نیز می‌باشد دارا بودن محتوای اطلاعاتی (ارزش اطلاعاتی) هر یک از متغیرهای سود هر سهم، ارزش دفتری هر سهم و جریانان نقدی هر سهم می‌باشد که این نتیجه نشان می‌دهد اطلاعات مربوط به هر یک از این متغیرها بر قیمت‌های سهام تأثیرگذار بوده و سرمایه‌گذاران در تصمیمات خود از این اطلاعات استفاده می‌نمایند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که حجم معاملات تأثیر مثبت و معناداری بر محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم داشته است. این نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم که در قیمت‌های سهام متجلی می‌شود، در شرکت‌هایی که حجم معاملاتی بالاتری دارند، بیشتر بوده است. سایر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که حجم معاملات تأثیر معناداری بر محتوای اطلاعاتی جریانان نقدی هر سهم نسبت به میانگین قیمت سهام، قیمت سهام در پایان دوره و قیمت سهام در سه ماهه پس از پایان سال مالی، نداشته است.

احمدی (۱۳۹۴) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی رابطه حجم - بازده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) و بورس اوراق بهادار با استفاده از رگرسیون کوانتایل (چندکی) پرداخته است. بطور کلی استفاده از یک نمونه از صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) در طی سال ۱۳۹۲ بیانگر این نتیجه بوده است که حجم معاملات انجام شده از لحاظ ریالی و نیز از لحاظ مقداری، در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله تأثیر معناداری بر بازده کسب شده توسط آنها نداشته است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که بر خلاف انتظار، حجم معاملات انجام شده روی واحدهای این صندوق‌ها تأثیری منفی ولو بی‌معنا بر بازده روزانه کسب شده توسط آنها داشته است. همچنین نتایج بدست آمده در خصوص رابطه بین حجم - بازده در بازار سرمایه گویای آن است که حجم معاملات انجام شده (هم از لحاظ مقداری و هم از لحاظ ارزش ریالی معاملات) تأثیری مثبت و معنادار بر بازده روزانه کسب شده بازار داشته است. دیگر نتایج بدست آمده نشان داد که استفاده از رگرسیون چندکی (کوانتایل) در مقایسه با رگرسیون معمولی، دید بهتری در خصوص تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته بدست می‌آورد. با این حال با توجه به محدودیت‌های مورد اشاره، نتایج این پژوهش نیازمند اعمال احتیاط در تفسیر و تعمیم نتیجه فوق به سایر شرکت‌ها می‌باشد.

پژوهش‌های خارجی

لورنتی، میشل، سارووانگ (Laurenti, Michel, sarovang, 2001) معتقدند که اطلاعات در دسترس مشارکت‌کنندگان در بازار باعث می‌شود که با مشاهده‌ی کاهش حجم معامله شده، بازده سهام کاملاً معکوس شود. از طرف دیگر بر اساس نظریات این محققان، افزایش یا کاهش حجم معاملات، بر اساس نیازهای نقدینگی مشارکت‌کنندگان در بازار و یا بدلیل تغییرات در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران، است.

دیسای و توکل (Deesa, tookel, 2001) با مطالعات خود نشان دادند که تأثیر تعداد سهام در یک پورتنوی بیش از تأثیر حجم معاملات در افزایش بازده می‌باشد. از طرف دیگر نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش تعداد معامله‌ی سهام، نسبت به تعداد سهام معامله شده، بر روی افزایش بازده تأثیر بیشتری دارد.

چاترجی، سامبامورتی و همکاران (Chatterjee, sambamurthy, et al., 2002) ارتباط بین اعلان خبر مربوط به سرمایه‌گذاری بر روی تکنولوژی اطلاعات، بازدهی غیر عادی سهام و حجم معاملات را بررسی کردند. شواهد نشان داد که رابطه معنی‌داری بین اعلان خبر سرمایه‌گذاری بر روی تکنولوژی اطلاعات، بازدهی غیرعادی مثبت و افزایش حجم معاملات وجود دارد. از نظر این محققان با تغییرات بازده و حجم معاملات بعد از اعلان خبر اینگونه سرمایه‌گذاری‌ها، می‌توان به اهمیت سرمایه‌گذاری بر روی تکنولوژی اطلاعات، جهت رشد شرکت و ایجاد فرصت‌های بیشتر جهت کسب درآمد پی برد.

چن و همکاران (Chen, et al., 2002) به بررسی ارتباط علیت بین بازده سهام و حجم معاملات با استفاده از داده‌های روزانه ۹ بازار عمده جهان (بازارهای سهام نیویورک، توکیو، لندن، پاریس، تورنتو، میلان، زوریخ، آمستردام و هنگ‌کنگ) می‌پردازند. آنان شواهد قوی ارائه می‌دهند که در ۸ بازار از ۹ بازار، بازده تحت تأثیر حجم معاملات است. هر چند آنان به شواهد محدودی مبنی بر اینکه حجم معاملات علت تغییرات بازده سهام است دست یافتند. تنها ۴ بازار چنین علیتی را نشان می‌داد.

رودن (Roden, 2005) نیز ارتباط بین حجم معاملات غیر منتظره سهام و بازده غیرعادی کوتاه‌مدت را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های وی نشان داد که براساس فرضیه فشار قیمت، رابطه معنی‌دار و مثبتی بین حجم غیرمنتظره معاملات و بازده غیرعادی وجود دارد.

کومار (Kumr, 2005) به مطالعه پویایی سری زمانی حجم معاملات سهام و نسبت گردش سهام با بکارگیری داده‌های بورس سهام بمبئی برای دوره ۱۹۹۵-۲۰۰۳ بورس سهام نیویورک برای دوره

۲۰۰۳-۱۹۹۶ پرداخت. نرخ گردش سهام بر اساس نسبت تعداد سهام معامله شده بر تعداد سهام منتشر شده محاسبه گردید. این محقق بررسی های خود را فقط بر روی سهام شرکت های انجام داد که حداقل ۷۵٪ از روزهای تجاری بر روی آنها معامله صورت گرفته باشد. نتایج این پژوهش خود همبستگی قوی در نسبت گردش متوالی سهام را برای هر دو بورس تحت بررسی نشان داده و بر این اساس کومار معتقد است که سرمایه گذاران از اهمیت حجم معاملات سهام مطلع هستند و آن را به عنوان یک عامل اصلی در تصمیم گیری مورد استفاده قرار می دهند.

در بازار اوراق بهادار چین، ویلیو (Vliu, 2010) به بررسی و آزمون نمودن تأثیر حجم معاملات بر مربوط بودن ارزش اطلاعاتی سود و ارزش دفتری سهام پرداخته و به این نتیجه رسیدند که این امر از لحاظ آماری بی معنا و بی اهمیت بوده است، هر چند، چن و سو (۲۰۰۱) به این نتیجه دست یافتند که با افزایش حجم معاملات، سود و ارزش دفتری مربوط تر بوده اند.

شامکی (El shamy, 2014) در پژوهشی به بررسی تأثیر برخی عوامل اقتصادی بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری پرداخته اند. نتایج پژوهش نشان می دهد که مربوط بودن ارزش اطلاعاتی سود و ارزش دفتری در شرکت هایی که مالکیت خارجی (بخشی از مالکیت شرکت توسط اشخاص حقیقی یا حقوقی خارجی باشد) و حجم معاملات بیشتری دارند، بالاتر است. با توجه به تأثیر این عوامل، قیمت سهام در پایان سال، نسبت به سایر نمایندگان (شاخص های) قیمت سهام، واکنش بیشتری نشان می دهد. این یافته پژوهش عنوان می دارد که مشارکان بازار ممکن است قادر باشند تا ارزش شرکت را با استفاده از این عوامل شناسایی کنند. این پژوهش با در نظر گرفتن جریانات نقدی همراه با دو متغیر سود و ارزش دفتری، مدل های ارزشیابی را گسترش داده است. یافته های پژوهش نشان می دهد که یک تغییر از سود به سمت ارزش دفتری به عنوان مبنای ارزش گذاری شرکت رخ داده است.

پژوهش های انجام شده در رابطه با کیفیت افشاء

پژوهش های داخلی

نوروش و حسینی (۱۳۸۸) رابطه بین کیفیت افشای شرکتی شامل قابلیت اتکاء و به موقع بودن و مدیریت سود را بررسی کردند. یافته های این پژوهش نشان داد که بین کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

یافته های پژوهش مهدوی پور و همکاران (۱۳۸۹) حاکی از آن است که بین افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت (متغیر وابسته) با اندازه، اهرم و نوع صنعت، رابطه معناداری وجود دارد. با این وجود، ارتباطی بین افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت و سودآوری، مشاهده نشد.

ستایش و دیگران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین کیفیت افشاء و نقدشوندگی و هزینه سرمایه پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی سهام آن رابطه معناداری وجود دارد؛ اما رابطه معناداری بین کیفیت افشاء و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد.

پورزمانی و جمشیدی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه کیفیت افشاء و ساختار سرمایه پرداختند. در این مقاله سعی شده است تا با انجام تحلیل‌های آماری به روش داده‌های پانل بر روی جامعه آماری فراهم شده، نشان داده شود که موقعیت یک شرکت در چرخه عمر خود چه اثری بر رابطه کیفیت افشاء و ساختار سرمایه می‌تواند داشته باشد. پس از آزمودن فرضیه‌های ارائه شده نشان داده می‌شود که در هر دو مرحله رشد و افول از چرخه عمر شرکت رابطه معنی‌داری بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری یک شرکت و ساختار سرمایه آن وجود دارد، در حالی که اینچنین رابطه‌ای در مرحله بلوغ دیده نمی‌شود.

پژوهش‌های خارجی

براون و هایلجیست (Brown & Hillegeist, 2007) به بررسی رابطه بین کیفیت افشاء و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت افشاء به طور معکوس به عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است. همچنین، بین کیفیت افشاء و میزان معاملات سهامدارانی که دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند، رابطه‌ای معکوس وجود دارد. علاوه بر آن، با توجه به یافته‌های قبلی مبنی بر اینکه هزینه سرمایه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش می‌یابد، نتایج بیانگر این است که شرکت‌های با کیفیت افشای بیشتر، هزینه سرمایه پایین‌تری دارند.

اسپینوسا و همکاران (Spinoza, et al., 2008) به بررسی رابطه بین افشاء و نقدشوندگی شرکت‌های بورس اوراق بهادار مادرید پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین افشاء و نقدشوندگی رابطه‌ای مستقیم وجود دارد.

یافته‌های پژوهش لیو و سان (۲۰۱۱) حاکی از آن است که کیفیت افشاء در شرکت‌هایی که در نهایت توسط کنترل‌کنندگان خصوصی کنترل می‌شوند، نسبت به شرکت‌هایی که در نهایت، توسط دولت کنترل می‌شوند، پایین‌تر است.

ایاتریدیز (Iatridis, 2012) به بررسی رابطه بین کیفیت افشای حسابداری و محافظه‌کاری مشروط و نامشروط پرداخت. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر کمتر

اقدام به مدیریت سود می‌کنند و محافظه‌کاری مشروط بالاتر و محافظه‌کاری نامشروط پایین‌تری دارند.

لورنس (۲۰۱۳) با استفاده از داده‌های جزئی سرمایه‌گذاران حقیقی به بررسی نقش افشاء و دقت اطلاعات مالی بر روی سرمایه‌گذاران حقیقی را بررسی نمود. نتایج نشان داد که نقش افشاء در سرمایه‌گذاران پر معامله کمتر است، اما بطور کلی افشاء و دقت اطلاعات مالی بر روی بازدهی سرمایه‌گذاران حقیقی اثرگذار بوده، و آن را افزایش می‌دهد.

رامالینچ گادا و همکاران (Ramalingegowda, 2013)، در پژوهشی کشف کردند کیفیت بالای گزارشگری مالی، بطور شایان توجهی تأثیرات منفی تقسیم سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، آنها به این نتیجه رسیدند که نقش کیفیت گزارشگری مالی برای شرکت‌هایی که در هزینه پژوهشات و توسعه به نسبت مخارج سرمایه‌ای، سرمایه‌گذاری زیادی می‌کنند، پررنگ‌تر است و این رابطه میان شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند، به مراتب بیشتر است.

گوماریز و بالستا (Gomariz, M.F.C & Ballesta, 2015)، به شواهدی دست یافتند که نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی، مشکلات پیش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب، سررسید کوتاه مدت بدهی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و مشکلات بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را تا حد ممکن کاهش دهد. علاوه بر این، نتایج آنها نشان داد کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی، سازوکارهایی هستند که در بهبود درجه‌ای از کارایی سرمایه‌گذاری نقش دارند.

پژوهش‌های انجام شده در رابطه با ارزش معاملات

پژوهش‌های داخلی

سودابه شکری (۱۳۹۲) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی رابطه‌ی میان محتوای اطلاعاتی اعلان سود فعلی و ارزش معاملات سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته که برای برآورد مدل از تحلیل پانلی استفاده نموده است. هدف از این پژوهش انتقال اطلاعات جدید و مناسب پیرو گزارش سودهای فصلی که در نتیجه‌ی آن شاهد واکنش سرمایه‌گذاری (تغییرات ارزش معاملات، بازده عادی و غیرعادی) می‌شود. در این پژوهش دوره‌ی مورد برآورد در طی سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰ می‌باشد که با استفاده از آزمون چاو برآورد تأثیرات پرداخته شده است. نتایج پژوهش

وجود رابطه‌ی معکوس و معنادار بین محتوای اطلاعاتی اعلان سود فصلی و ارزش معاملات سهام را نشان داد.

نعمت فلیحی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی ضمن بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش کل سهام معامله شده در کشورهای منتخب، تأثیر ارزش کل سهام معامله شده در کل دنیا بر ارزش کل سهام معامله شده در ایران پرداختند. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش کل سهام معامله شده در کشورهای منتخب، تأثیر ارزش کل سهام معامله شده در کل دنیا بر ارزش کل سهام معامله شده در ایران مورد برآورد قرار گرفته است. در این پژوهش دوره مورد برآورد در طی سال‌های ۲۰۱۰-۱۹۹۱ می‌باشد که با استفاده از مدل سیستم دینامیکی Vensim و همچنین که با استفاده از مدل داده‌های ترکیبی (Pool) و سری زمانی GARCH به برآورد تأثیر بورس بین الملل بر بورس ایران پرداخته شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیونی پانل دیتا استفاده شده است. نتایج پژوهش وجود رابطه منفی میان ارزش کل سهام معامله شده در کل دنیا و ارزش کل سهام معامله شده در ایران ثابت کرد. که این نشان می‌دهد با افزایش ارزش کل سهام معامله شده در کل دنیا، ارزش کل سهام معامله شده در ایران نیز کاهش می‌یابد.

پژوهش‌های خارجی

بیور (Beaver, 1968) در سال ۱۹۶۸ در پژوهشی به بررسی تأثیر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای سالانه بر حرکت قیمت و حجم سهام معامله شده پرداخت و نتیجه گرفت میانگین حجم کل معامله شده شرکت‌ها در هفته اعلان بیشتر از هفته‌های دیگر است. بیور برای اندازه‌گیری تغییر قیمت سهام و محاسبه بازده غیرعادی (مقادیر اضافی) از مدل بازار شارپ استفاده نمود و بیان نمود اگر گزارش‌های سود حاوی اطلاعات باشند، مربع بازدهای غیرعادی باید در هفته‌ی اعلان بیشتر از سایر هفته‌ها باشد.

آپونگ (Andrews oppong, 1980) به بررسی محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای سالیانه پرداخت. وی از مدل بازار و روش بیور استفاده نمود و معیار انتخاب نمونه را همانند بیور در نظر گرفت به غیر یک مورد و آن این بود که سال مالی تمامی شرکت‌های نمونه را محدود به ۳۱ دسامبر کرد. وی نشان داد که بطور میانگین واکنش قیمت بالایی در هفته اعلان رخ داده است و اعلان سودهای شرکت نمونه محتوای اطلاعات دارند. اما این موضوع را نیز مشخص کرد که این واکنش قیمت در هفته اعلان به خاطر واکنش قیمت شدید تعداد کمی از شرکت‌ها نمونه به اعلان‌ها بود است نه تمامی شرکت‌ها.

۴. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی و پیشینه مطرح شده فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر گسترش می‌یابد:

فرضیه اصلی ۱: بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۱: بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات حقیقی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات حقوقی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲: بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۱: بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات حقیقی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات حقوقی رابطه معناداری وجود دارد.

۵. گردآوری داده‌ها

در این پژوهش به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است، و به منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار، نرم افزارهای تدبیر پرداز، ره‌آورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم افزار Excel و به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

۶. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آنها دلیل انتخاب این شرکت‌ها به عنوان جامعه آماری پژوهش است. نمونه انتخابی این پژوهش شامل شرکت‌هایی می‌شود که دارای

شرایط زیر باشند، درحقیقت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند:

- (۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ موجود باشد.
- (۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
- (۳) شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۸/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (یعنی قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار حذف نشده باشد.
- (۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.
- (۵) عدم شمول موسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... با توجه، به اینکه این شرکت‌های جهت رتبه‌بندی افشاء اطلاعات نیازی به ارائه پیش‌بینی درآمد هر سهم (امتیاز قابلیت اتکاء) ندارند رتبه‌بندی مربوطه، جداگانه مورد محاسبه قرار می‌گیرند و قابلیت قیاس (ناهمگن) با سایر شرکت‌ها را ندارند.
- پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۷۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند.

۷- متغیرهای پژوهش

۷-۱- متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش عبارتست از حجم معاملات و ارزش معاملات که به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

نام متغیر	نماد متغیر	نحوه محاسبه
حجم معاملات	VolumeH	لگاریتم طبیعی میانگین تعداد سهام معامله شده هر شرکت در هر سال
	VolH _{inst}	تعداد سهام معامله شده توسط افراد حقوقی
	VolH _{ind}	تعداد سهام معامله شده توسط افراد حقیقی
ارزش معاملات	VolumeA	لگاریتم طبیعی میانگین ارزش معاملات انجام شده هر شرکت در هر سال
	VolA _{inst}	ارزش سهام معامله شده توسط افراد حقوقی
	VolA _{ind}	ارزش سهام معامله شده توسط افراد حقیقی

۲-۷- متغیر مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش عبارتند از کیفیت افشا که به شرح زیر مورد سنجش قرار گرفته‌اند.

نام متغیر	نماد متغیر	نحوه محاسبه
امتیاز افشاء	Disclosure	امتیاز و رتبه افشاء منتشره شده توسط بورس برای هر شرکت

۳-۷- متغیر کنترل

نام متغیر	نماد متغیر	نحوه محاسبه
اندازه شرکت	Size	$Size_{i,t} = \ln(TA_{i,t})$ که در آن: Size: اندازه شرکت i در دوره t ln: لگاریتم طبیعی (لگاریتم بر پایه نپر) $TA_{i,t}$: کل دارایی‌های شرکت i در دوره t
اهرم مالی	Leverage	$Leverage_{i,t} = \frac{TD_{i,t}}{TA_{i,t}}$ که در آن: $Leverage_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در دوره t $TD_{i,t}$: کل بدهی شرکت i در دوره t $TA_{i,t}$: کل دارایی‌های شرکت i در دوره t
نسبت قیمت به سود هر سهم	P/E	$P/E_{it} = \frac{Price_{it}}{Earn_{it}}$ که در آن: P/E: نسبت قیمت به سود هر سهم $Price_{it}$: قیمت هر سهم شرکت i در دوره t $Earn_{it}$: سود هر سهم شرکت i در دوره t
بازده دارایی‌ها	ROA	$ROA_{it} = \frac{NetEarning_{it}}{TotalAssets_{it}}$ که در آن: ROA_{it} : بازده دارایی‌ها شرکت i در دوره t $EBIT_{it}$: سود عملیاتی پس از کسر مالیات $TotalAssets_{it}$: کل دارایی‌ها
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	$MB = \frac{\text{ارزش بازار}}{\text{ارزش دفتری}}$ ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم / ارزش دفتری هر سهم

که در آن: $\text{Industry} = \frac{\sum_{i=1}^n p_{it} q_{it}}{D_t} \times 100$ Pit = قیمت شرکت نام در زمان t q_{it} = تعداد سهام منتشره شرکت نام در زمان t D_t = عدد پایه در زمان t که در زمان مبدا برابر $\sum p_{it} q_{it}$ بوده است. Pio = قیمت شرکت نام در زمان مبدا q_{io} = تعداد سهام منتشره شرکت نام در زمان مبدا n = تعداد شرکت های مشمول شاخص	شاخص صنعت	Industry
$\text{Index} = (\text{TEDIX}_{i+1} - \text{TEDIX}_i) / \text{TEDIX}_i$	متوسط تغییرات شاخص کل	Index

بیان مدل تحقیق

برای بررسی و آزمون فرضیه های پژوهش از ۶ الگوی که شرح آن در زیر آمده استفاده خواهد شد:

✓ الگو (۱)

$$\text{volumeH}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Disclosure}_{it} + \beta_2 \text{Index}_t + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \frac{P}{E}_{it} + \beta_7 \text{Industry}_{it} + \beta_8 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی فرضیه اول پژوهش از الگوی (۱) استفاده خواهد شد. در صورتی که $(\beta_1 \neq 0)$ باشد، فرضیه اول پژوهش تأیید می گردد.

✓ الگو (۲)

$$\text{volumeA}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Disclosure}_{it} + \beta_2 \text{Index}_t + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \frac{P}{E}_{it} + \beta_7 \text{Industry}_{it} + \beta_8 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی فرضیه دوم پژوهش از الگوی (۲) استفاده خواهد شد. در صورتی که $(\beta_1 \neq 0)$ باشد، فرضیه دوم پژوهش تأیید می گردد.

✓ الگو (۳)

$$\text{volH}_{\text{ind},it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Disclosure}_{it} + \beta_2 \text{Index}_t + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \frac{P}{E}_{it} + \beta_7 \text{Industry}_{it} + \beta_8 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی فرضیه ۱-۱ پژوهش از الگوی (۳) استفاده خواهد شد. در صورتی که $(\beta_1 \neq 0)$ باشد، فرضیه ۱-۱ پژوهش تأیید می گردد.

✓ الگو (۴)

$$\text{volH}_{\text{inst},it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Disclosure}_{it} + \beta_2 \text{Index}_t + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} \\ + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \frac{P}{E_{it}} + \beta_7 \text{Industry}_{it} + \beta_8 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی فرضیه ۲-۱ پژوهش از الگوی (۴) استفاده خواهد شد. در صورتی که $(\beta_1 \neq 0)$ باشد، فرضیه ۲-۱ پژوهش تأیید می‌گردد.

✓ الگو (۵)

$$\text{volA}_{\text{ind},it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Disclosure}_{it} + \beta_2 \text{Index}_t + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} \\ + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \frac{P}{E_{it}} + \beta_7 \text{Industry}_{it} + \beta_8 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی فرضیه ۲-۲ پژوهش از الگوی (۵) استفاده خواهد شد. در صورتی که $(\beta_1 \neq 0)$ باشد، فرضیه ۲-۲ پژوهش تأیید می‌گردد.

✓ الگو (۶)

$$\text{volA}_{\text{inst},it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Disclosure}_{it} + \beta_2 \text{Index}_t + \beta_3 \text{MB}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} \\ + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \frac{P}{E_{it}} + \beta_7 \text{Industry}_{it} + \beta_8 \text{leverage}_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی فرضیه ۲-۲ پژوهش از الگوی (۶) استفاده خواهد شد. در صورتی که $(\beta_1 \neq 0)$ باشد، فرضیه ۲-۲ پژوهش تأیید می‌گردد.

۸- نتایج

۸-۱- آمار توصیفی

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای تحقیق	تعداد نمونه	میانگین	میانه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی	کمینه	بیشینه
VolumeH	۱۰۲۶	۷/۲۴۶	۷/۲۹۶	۱/۰۴۵	۰/۲۲۸	۰/۴۷۸	۳/۳۱	۱۰/۴
VolumeA	۱۰۲۶	۴/۸۱۶	۴/۸۷۲	۱/۱۰۲	-۰/۳۹	۰/۴۵۲	۰/۱۶	۷/۹۱
VolH_Ind	۱۰۲۶	۷/۰۰۳	۷/۰۹۶	۱/۰۵۳	-۰/۴۰۹	۰/۳۵۹	۳/۳۱	۹/۷۹
VolH_Inst	۱۰۲۶	۶/۳۳۶	۶/۵۳۹	۱/۶۸۹	-۱/۶۰۹	۴/۴۵۶	۰/۰۰۰	۱۰/۳۸
VolA_Ind	۱۰۲۶	۴/۵۷۷	۴/۶۵۷	۱/۰۹۱	-۰/۵۷۷	۰/۴۳۵	۰/۱۶	۷/۰۳
VolA_Inst	۱۰۲۶	۳/۹۹۲	۴/۱۷	۱/۵۰۲	-۰/۷۰۵	۰/۹۲۸	-۱/۴	۷/۹
Disclosure	۱۰۲۶	۶۸/۲۴	۷۰	۲۱/۰۴۳	-۰/۷۵۱	۰/۰۸۷	-۱۱	۱۰۰
Size	۱۰۲۶	۶/۰۰۴	۵/۹۰۹	۰/۶۶۶	۰/۸۵۵	۱/۰۵۳	۴/۳۶	۸/۲۶
Leverage	۱۰۲۶	۰/۶۰۱	۰/۶۱۲	۰/۲۱۸	۰/۵۵۶	۳/۳۵	۰/۰۷	۲/۰۸
P/E	۱۰۲۶	۱۲/۰۳	۶/۰۲۸	۴۶/۳۹۷	۶/۸۹	۸۴/۴۶۹	-	۷۰۳/۱۸
ROA	۱۰۲۶	۰/۱۲۳	۰/۱۰۲	۰/۱۳۲	۰/۷۱	۱/۵۹۶	-۰/۳۴	۰/۶۳
MB	۱۰۲۶	۱/۵۰۲	۱/۳۰۷	۰/۶۴۴	۲/۰۳	۶/۴۲۴	۰/۴۹	۶/۳۱
Index	۱۰۲۶	۰/۴۸	۰/۵۲۱	۰/۴۳۲	-۰/۲۲۷	-۱/۱۲۳	-۰/۲۱	۱/۰۸

میانگین حجم معاملات (VolumeH) که با استفاده از لگاریتم طبیعی حجم معاملات مورد سنجش قرار گرفته، برابر با ۷/۲۴۶ می‌باشد. همچنین متوسط حجم معاملات افراد حقیقی (VolH_ind) و حجم معاملات افراد حقوقی (VolH_inst) به ترتیب برابر با ۷/۰۰۳ و ۶/۳۳۶ می‌باشد که این نتایج نشان می‌دهد که در طول دوره پژوهش حجم معاملات افراد حقیقی بیشتر از افراد (معامله‌گران) حقوقی بوده است. مقادیر ضریب چولگی و ضریب کشیدگی این متغیر، که نشان دهنده مقدار اندکی است، بیانگر

نرمال بودن احتمالی توزیع این متغیرهاست. همچنین متوسط ارزش معاملات (VolumeA)، که بیانگر لگاریتم طبیعی ارزش معاملات (بر حسب میلیون ریال) می باشد، برابر با ۴/۸۱۶ می باشد. نتایج مربوط به متوسط ارزش معاملات به تفکیک افراد (معامله گران) حقیقی و حقوقی بیانگر آن است که این مقادیر به ترتیب برای افراد حقیقی (VolA_ind) و افراد حقوقی (VolA_inst) برابر با ۴/۵۷۷ و ۳/۹۹۲ بوده که این نتایج نشان می دهد ارزش معاملات افراد حقیقی بیشتر از افراد حقوقی بوده است. مقادیر بدست آمده برای ضریب چولگی و کشیدگی این متغیرها نیز بیانگر نرمال بودن احتمالی توزیع آنها است. میانگین متغیر کیفیت افشاء (Disclosure) که بر اساس امتیاز افشای منتشر شده توسط بورس اوراق بهادار مورد سنجش قرار گرفته، برابر با ۶۸/۲۴۰ می باشد. هر چه امتیاز افشاء عدد بزرگتری باشد نشان دهنده وضعیت کیفیت افشای مطلوب تر شرکت می باشد. حداکثر امتیاز افشای مشاهده شده برای شرکت های نمونه برابر با ۱۰۰ بوده که بالاترین امتیاز ارائه شده توسط بورس اوراق بهادار می باشد.

۸-۲- آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

فرض نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته پژوهش با استفاده از آزمون کولموگورف-اسمیرنف به شرح زیر آزمون شده است.

در آزمون کولموگورف-اسمیرنف چنانچه مقدار سطح معناداری آماره KS کمتر از ۵٪ باشد، فرض صفر (به شرح فوق) مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و به عبارتی توزیع متغیر در آن سال نرمال نمی‌باشد. مطابق نتایج بدست آمده در خصوص متغیرهای وابسته پژوهش، مقدار سطح معناداری (sig) آماره KS در اکثر سال‌های پژوهش بزرگتر از ۵٪ می‌باشد و این بدان معناست که فرض صفر این آزمون (مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر وابسته) در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده که نشان دهنده نرمال بودن توزیع متغیرهای یاد شده می‌باشد و می‌توان گفت توزیع این متغیر در پژوهش نرمال است.

جدول (۲): نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیر حجم معاملات

متغیرهای وابسته	سال	تعداد شرکت‌ها	پارامترهای نرمال		بیشترین تفاوت موجود			آماره Z	سطح معناداری
			میانگین	انحراف معیار	قدرمطلق	مثبت	منفی		
حجم معاملات	۱۳۸۸	۱۷۱	۶/۱۳۷۱	۱/۰۱۰۴۶	۰/۰۵۸	۰/۰۴۹	-۰/۰۵۸	۰/۰۷۶۱	۰/۶۰۹
	۱۳۸۹	۱۷۱	۷/۰۷۲۴	۱/۰۴۰۲۳	۰/۰۵	۰/۰۵	-۰/۰۵	۰/۶۶۴	۰/۷۷
	۱۳۹۰	۱۷۱	۷/۰۹۵۹	۱/۰۲۱۰۶	۰/۰۶۱	۰/۰۵۹	-۰/۰۶۱	۰/۸۰۳	۰/۵۴
	۱۳۹۱	۱۷۱	۷/۱۷۶۲	۱/۰۴۳۴۷	۰/۰۶۲	۰/۰۴۲	-۰/۰۶۲	۰/۸۲۱	۰/۵۱۱
	۱۳۹۲	۱۷۱	۷/۷۱۴۱	۰/۸۸۸۷۱	۰/۰۶۹	۰/۰۶۹	-۰/۰۶۹	۰/۹۱۴	۰/۳۷۳
	۱۳۹۳	۱۷۱	۷/۶۵۲۶	۰/۸۹۹۳۲	۰/۰۴۷	۰/۰۳۵	-۰/۰۴۷	۰/۶۲۳	۰/۸۳۳
ارزش معاملات	۱۳۸۸	۱۷۱	۴/۱۵۲۲	۱/۰۵۱۳۵	۰/۰۵۷	۰/۰۵۷	-۰/۰۵۲	۰/۷۴۶	۰/۶۳۴
	۱۳۸۹	۱۷۱	۴/۵۴۰۲	۱/۰۲۸۹۱	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	-۰/۰۳۸	۰/۸۴۴	۰/۴۷۴
	۱۳۹۰	۱۷۱	۴/۶۲۱۴	۱/۰۶۶۸۵	۰/۰۷	۰/۰۵۴	-۰/۰۷	۰/۹۲۱	۰/۳۶۵
	۱۳۹۱	۱۷۱	۴/۶۴۳۸	۱/۱۱۳۷۱	۰/۰۷۷	۰/۰۳۶	-۰/۰۷۷	۱/۰۱۲	۰/۲۵۸
	۱۳۹۲	۱۷۱	۵/۵۱۱۹	۰/۸۷۰۲۷	۰/۱۰۵	۰/۰۷	-۰/۱۰۵	۱/۳۹۱	۰/۰۴۲
	۱۳۹۳	۱۷۱	۵/۳۸۹۲	۰/۷۳۹۶۱	۰/۰۹	۰/۰۶۱	-۰/۰۹	۱/۱۸۴	۰/۱۲۱
حجم معاملات افراد حقیقی	۱۳۸۸	۱۷۱	۶/۴۴۷	۱/۰۴۰۹۱	۰/۰۶۱	۰/۰۴۴	-۰/۰۶۱	۰/۸۰۸	۰/۵۳۲
	۱۳۸۹	۱۷۱	۶/۷۶۴	۱/۰۱۰۴۵	۰/۰۴۹	۰/۰۴۹	-۰/۰۳۸	۰/۶۶۴	۰/۸۰۱
	۱۳۹۰	۱۷۱	۶/۸۵۹۵	۰/۹۸۹۶۷	۰/۰۶۸	۰/۰۵۶	-۰/۰۶۸	۰/۸۹۷	۰/۳۹۷
	۱۳۹۱	۱۷۱	۶/۹۰۳۹	۱/۰۵۷۱۱	۰/۰۹۲	۰/۰۴۵	-۰/۰۹۲	۱/۲۱۷	۰/۱۰۴
	۱۳۹۲	۱۷۱	۷/۵۷۴۱	۰/۸۴۸۹۵	۰/۰۶۶	۰/۰۶۶	-۰/۰۶۱	۰/۸۷	۰/۴۳۵
	۱۳۹۳	۱۷۱	۷/۴۵۴۱	۰/۸۸۶۳۱	۰/۰۴۵	۰/۰۳۱	-۰/۰۴۵	۰/۵۹۱	۰/۸۷۵
حجم معاملات افراد حقوقی	۱۳۸۸	۱۷۱	۵/۹۵۶۷	۱/۶۳۰۹۰	۰/۱۱۹	۰/۰۷۷	-۰/۱۱۹	۱/۵۷۶	۰/۰۱۴
	۱۳۸۹	۱۷۱	۶/۲۸۳۱	۱/۷۰۹۰۸	۰/۱۳۲	۰/۰۷۶	-۰/۱۳۲	۱/۲۲	۰/۱۰۳
	۱۳۹۰	۱۷۱	۶/۰۵۱۶	۱/۹۳۷۴۴	۰/۱۷۸	۰/۰۶۹	-۰/۱۷۸	۱/۳۲۲	۰/۰۶۲
	۱۳۹۱	۱۷۱	۶/۲۲۳۷	۱/۸۰۳۵۹	۰/۱۵	۰/۰۶۲	-۰/۱۵	۱/۳۰۶	۰/۰۶۶
	۱۳۹۲	۱۷۱	۶/۶۹۴۴	۱/۵۱۲۷۳	۰/۱۴۴	۰/۱۰۴	-۰/۱۴۴	۱/۱۲۷	۰/۱۵
	۱۳۹۳	۱۷۱	۶/۸۷۷۹	۱/۲۳۲۱۸	۰/۰۹۱	۰/۰۶۴	-۰/۰۹۱	۱/۲۰۱	۰/۱۱۲
ارزش معاملات افراد حقیقی	۱۳۸۸	۱۷۱	۳/۸۶۴۱	۱/۰۴۲۱۸	۰/۰۸	۰/۰۴۵	-۰/۰۸	۱/۰۴۹	۰/۲۲۱
	۱۳۸۹	۱۷۱	۴/۲۴۳۴	۰/۹۷۳۹۲	۰/۰۶۵	۰/۰۵۴	-۰/۰۶۵	۰/۸۵۲	۰/۴۶۲
	۱۳۹۰	۱۷۱	۴/۳۷۵۴	۱/۰۱۱۹۶	۰/۰۶	۰/۰۵۵	-۰/۰۶	۰/۷۹۶	۰/۵۵۱
	۱۳۹۱	۱۷۱	۴/۳۸۵۳	۱/۰۹۲۰۲	۰/۰۶۴	۰/۰۲۶	-۰/۰۶۴	۰/۸۴۲	۰/۴۷۷
	۱۳۹۲	۱۷۱	۵/۳۷۲۰	۰/۸۰۸۶۸	۰/۱۱۷	۰/۰۵۷	-۰/۱۱۷	۱/۵۴۱	۰/۰۱۷
	۱۳۹۳	۱۷۱	۵/۱۹۵۳	۰/۶۹۷۹۷	۰/۱۰۷	۰/۰۵۲	-۰/۱۰۷	۱/۴۱۱	۰/۰۳۷
ارزش معاملات افراد حقوقی	۱۳۸۸	۱۷۱	۳/۴۵۱۷	۱/۴۷۰۶۱	۰/۰۷۵	۰/۰۷	-۰/۰۷۵	۰/۹۹	۰/۲۸
	۱۳۸۹	۱۷۱	۳/۸۶۲۶	۱/۶۴۴۱۶	۰/۰۶۵	۰/۰۴۶	-۰/۰۶۵	۰/۸۵۷	۰/۴۵۴
	۱۳۹۰	۱۷۱	۳/۷۳۶۷	۱/۵۸۵۴۹	۰/۰۹۲	۰/۰۵۱	-۰/۰۹۲	۱/۲۱۳	۰/۱۰۵
	۱۳۹۱	۱۷۱	۳/۷۷۸۷	۱/۶۲۴۸۳	۰/۱۰۹	۰/۰۵۲	-۰/۱۰۹	۱/۴۳۳	۰/۰۳۳
	۱۳۹۲	۱۷۱	۴/۵۴۸۹	۱/۳۲۵۷۶	۰/۱	۰/۰۶۷	-۰/۱	۱/۳۱۶	۰/۰۶۳
	۱۳۹۳	۱۷۱	۴/۵۳۵۴	۱/۰۸۹۹۴	۰/۰۸۶	۰/۰۸۲	-۰/۰۸۶	۱/۱۳۹	۰/۱۴۹

۸-۳-آزمون نرمال بودن خطاها

یکی از مفروضات در نظر گرفته شده در رگرسیون، داشتن توزیع نرمال خطاها، با میانگین صفر می‌باشد. بدیهی است در صورت عدم برقراری این پیش فرض، نمی‌توان از رگرسیون استفاده کرد. بدین منظور باید مقادیر استاندارد خطاها محاسبه شود و نمودار توزیع داده‌ها و نمودار توزیع نرمال آنها رسم شود و سپس مقایسه‌ای بین دو نمودار صورت گیرد. در صورتی که خطاها دارای توزیع نرمال نباشند، می‌توان از لگاریتم متغیرها به جای خود متغیرها استفاده کرد. نمودارهای توزیع خطاها بیانگر آن است که مقادیر باقیمانده بسیار نزدیک به توزیع نرمال می‌باشد.

۸-۳-۱- فرض ثابت بودن واریانس (همسانی واریانس)

یکی دیگر از مفروضات رگرسیون خطی این است که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر باشند و به عبارتی همسانی واریانس وجود داشته باشد. در این پژوهش فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان^۱ مورد بررسی قرار گرفته است. در این آزمون فرض H_0 بیانگر همسانی واریانس و فرض مقابل آن (H_1) بیانگر عدم همسانی واریانس است. چنانچه سطح معناداری بدست آمده از آزمون بروش-پاگان بزرگتر از ۵٪ باشد بیانگر همسانی واریانس و در غیر این صورت نشان‌دهنده ناهمسانی واریانس می‌باشد. نتایج بدست آمده در خصوص آزمون همسانی واریانس در مدل‌های پژوهش به ترتیب به شرح جدول (۳-۴) است.

جدول (۳): نتایج آزمون همسانی واریانس‌ها در مدل‌های پژوهش

مدل‌های تحقیق	آماره F	سطح معناداری	نتیجه همسانی واریانس‌ها
مدل اول	۳/۳۰۵	۰/۰۰۲	رد همسانی واریانس
مدل دوم	۲/۴۶۹	۰/۰۱۶	رد همسانی واریانس
مدل سوم	۶/۹۳۳	۰/۰۰۰	رد همسانی واریانس
مدل چهارم	۳/۸۴۱	۰/۰۰۰	رد همسانی واریانس
مدل پنجم	۳/۱۰۶	۰/۰۰۳	رد همسانی واریانس
مدل ششم	۷/۲۵۱	۰/۰۰۰	رد همسانی واریانس

^۱. Breusch - Pagan

نتایج بدست آمده از آزمون فوق در خصوص مدل‌های پژوهش عنوان می‌کند که سطح معناداری (Prob) این آزمون در تمام مدل‌های کوچکتر از ۵٪ می‌باشد که این نتیجه بیانگر رد فرض H_0 مبنی بر همسانی واریانس‌ها می‌باشد و این بدان معناست که واریانس‌های باقیمانده این مدل‌های پژوهش ناهمسان می‌باشند. در این مطالعه برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته^۱ (GLS) استفاده شده و در برآورد توسط نرم‌افزار آماری به مدل ضرایب وزنی متناسب با واریانس داده شده است (سوری، ۱۳۹۱).

۸-۳-۲- آزمون هم خطی

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و با وجود بالا بودن R^2 ، مدل دارای اعتبار بالایی نیست. به عبارت دیگر با وجود آنکه مدل خوب به نظر می‌رسد ولی دارای متغیرهای مستقل معنی‌داری نمی‌باشد.

برای انجام آزمون هم خطی متغیرها از آماره‌ای به نام عامل تورم واریانس (VIF) و تولرانس (Tolerance) استفاده می‌گردد. هرچه مقدار تولرانس کم باشد اطلاعات مربوط به متغیرها کم بوده و مشکلاتی در استفاده از رگرسیون ایجاد می‌شود. عامل تورم واریانس نیز معکوس تولرانس بوده و هر چقدر افزایش یابد باعث می‌شود واریانس ضریب رگرسیون افزایش یافته و رگرسیون را برای پیش‌بینی نامناسب سازد، به عبارتی هر چه مقدار آماره عامل تورم واریانس (VIF) نزدیک به یک باشد، احتمال وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل تحقیق، کاهش می‌یابد و چنانچه مقدار آن بزرگتر از ۱۰ باشد نشان‌دهنده وجود هم خطی است و در استفاده از رگرسیون مشکل جدی وجود دارد (مومنی، ۱۳۹۱). نتایج حاصل از آزمون هم خطی انجام‌شده بیانگر آن بود که مشکل هم خطی در هیچ یک از مدل‌های پژوهش وجود ندارد.

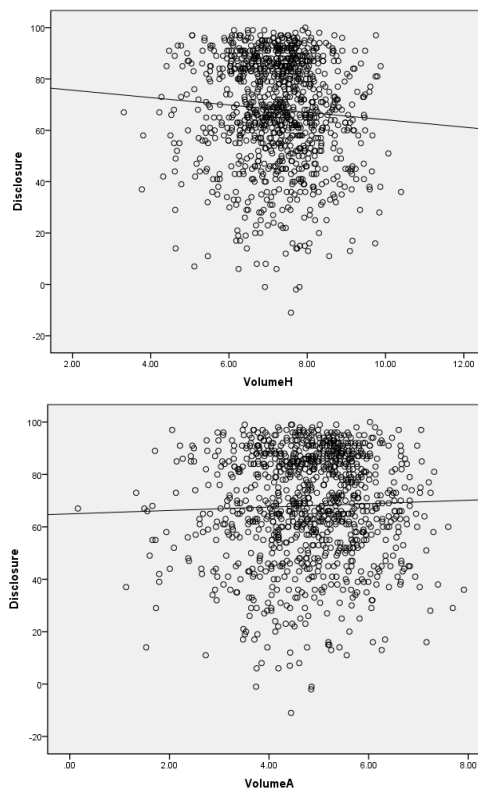
۸-۴- نمودارهای پراکنش

در نمودارهای پراکنش (Scatter)، متغیر وابسته در مقابل متغیرهای مستقل ترسیم می‌شود. به دو دلیل از این نمودارها قبل از برآورد مدل استفاده می‌شود:

الف) تشخیص نقاط پرت در داده‌ها.

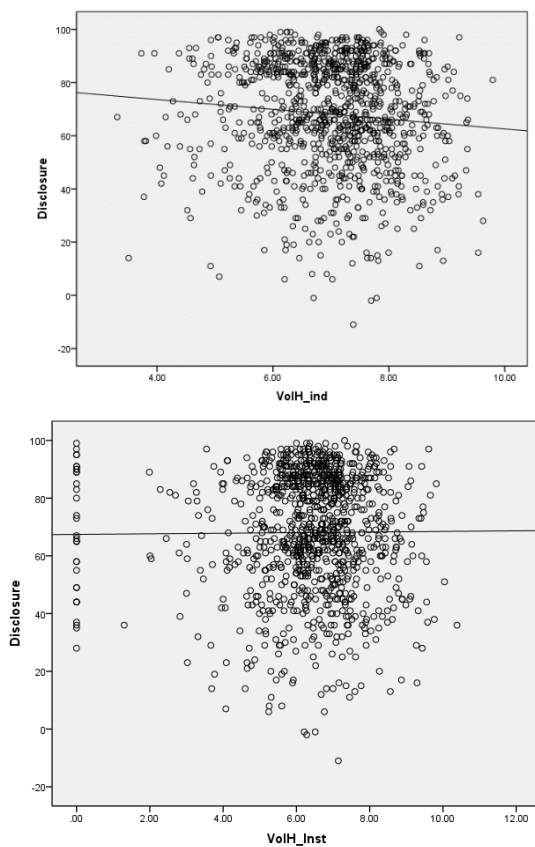
1. Generalized Linear Square

ب) بررسی اینکه آیا رابطه خطی برای داده ها مناسب تر است یا اینکه مدل غیر خطی (از جمله درجه دوم و سوم و ...) باید برای بیان ارتباط استفاده گردد. همان گونه که در نمودارهای زیر دیده می شود در اکثر نمودارها رابطه بین دو متغیر مستقل و وابسته به صورت منحنی نیست و رابطه خطی برای بیان رابطه بین این دو متغیر مناسب تر است. همچنین در برخی موارد رابطه معناداری بین دو متغیر وجود ندارد. علاوه بر این نقطه پرت زیادی در داده ها دیده نمی شود. لازم به ذکر است که روابط ذکر شده در نمودارهای پراکنش زیر، صرفاً رابطه ساده بین دو متغیر است و ممکن است با نتایج بدست آمده از مدل پژوهش (با توجه به تأثیر سایر متغیرها بر رابطه بین دو متغیر) متفاوت باشد.

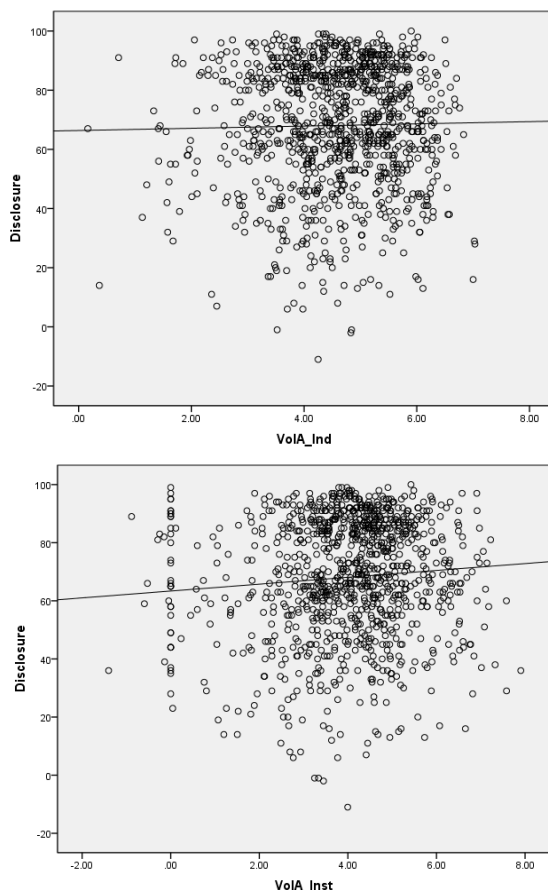


همانطور که در نمودارهای فوق می توان مشاهده کرد رابطه بین حجم معاملات (VolumeH) و متغیر میزان کیفیت افشاء (Disclosure) به شکل منفی مشاهده شده است، همچنین رابطه بین ارزش معاملات (VolumeA) و متغیر میزان کیفیت افشاء (Disclosure) به شکل مثبت (مستقیم) مشاهده

شده است.



در نمودارهای بالا رابطه بین حجم معاملات افراد حقیقی (VolH_ind) و متغیر میزان کیفیت افشاء (Disclosure) به صورت منفی دیده می‌شود و رابطه بین حجم معاملات افراد حقوقی (VolH_inst) و متغیر میزان کیفیت افشاء (Disclosure) به شکل مثبت مشاهده شده است.



همانطور که در نمودارهای فوق می‌توان مشاهده کرد رابطه بین متغیر میزان کیفیت افشاء (Disclosure) و متغیرهای ارزش معاملات افراد حقیقی (VolA_inst) و ارزش معاملات افراد حقوقی (VolA_ind) به صورت مثبت (مستقیم) مشاهده شده است.

۸-۵- تجزیه و تحلیل مدل‌های پژوهش

در این پژوهش سعی شده است تا به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر حجم و ارزش معاملات در بورس اوراق بهادار پرداخته شود. بدین منظور ابتداء به بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر حجم و ارزش معاملات پرداخته شده و سپس به بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر حجم معاملات و ارزش معاملات به تفکیک افراد (معامله‌گران) حقیقی و حقوقی پرداخته خواهد شد.

۱-۵-۸- آزمون تأثیر کیفیت افشاء بر حجم معاملات

در این بخش پژوهش در پی بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر حجم معاملات شرکت‌های نمونه به عنوان فرضیه نخست پژوهش پرداخته شده است. برای آزمون تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی، قبل از هر چیز ابتداء آزمون‌های F (لیمر) و سپس آزمون هاسمن جهت تعیین الگوی مناسب جهت برازش مدل انجام شده که نتایج این آزمون‌ها به شرح جداول زیر است.

جدول (۴): نتایج آزمون F و هاسمن جهت تعیین نوع الگوی مدل فرضیه اصلی اول

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۱۹/۹۵۳	۰/۰۰۰	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۸۸/۲۳۴	۰/۰۰۰	غیر تصادفی بودن اثرات ثابت

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در جدول فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۱۹/۹۵۳ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد، و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت می‌باشد. این نتیجه بدست آمده علاوه بر تعیین الگوی مدل، نشان می‌دهد که نوع فعالیت و صنعت (به عنوان یک نوع مقطع) بر حجم معاملات (به عنوان متغیر وابسته پژوهش) اثرگذار می‌باشد. نتایج بدست آمده در آزمون هاسمن به شرح جدول فوق که جهت بررسی تصادفی بودن این اثرات ثابت انجام شده نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو برابر با ۸۸/۲۳۴ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کوچکتر از ۵٪ است، لذا فرض تصادفی بودن اثرات ثابت مدل رد شده و بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی اثرات غیر تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج بدست آمده به شرح زیر است:

جدول (۵): نتایج بدست آمده از ضرایب متغیرهای پژوهش - مدل فرضیه اصلی اول

VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیرهای مدل
-	۰/۰۱۷	-۲/۳۹۶	-۱/۰۳۱	C
۱/۲۱۸	۰/۰۳۶	۲/۱۰۱	۰/۰۰۲	Disclosure
۱/۸۸۱	۰/۰۰۰	۱۱/۲۶۶	۰/۳۰۲	MB
۱/۰۷۷	۰/۰۰۰	۱۹/۶۵۹	۱/۳۸۳	Size
۲/۵۱۲	۰/۰۰۱	-۳/۲۴۶	-۰/۵۷۵	ROA
۱/۰۱	۰/۰۲۷	۲/۲۲	۰/۰۰۱	P/E
۱/۸۶۳	۰/۰۰۰	-۷/۴۰۲	-۰/۹۲۴	Leverage
۱/۰۵۳	۰/۱۹۳	۱/۳۰۲	۰/۰۳۲	Index
		۴۱/۱۳۴	F	
		۰/۰۰۰	Sig.	
		۱/۷۷۵	Durbin-Watson stat	
		۰/۸۹۶	R Square	

نتایج بدست آمده از جدول نشان می‌دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۴۱/۱۳۴ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که این نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده معناداری مدل می‌باشد و این بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۸۹۶ است و این بدان معناست که حدود ۹۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

- ضریب شاخص افشاء نشان‌دهنده این می‌باشد که به ازای یک واحد افزایش در کیفیت افشای اطلاعات، حجم معاملات سهام ۲۰۰۰ واحد افزایش می‌یابد.

- مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر کیفیت افشاء به عنوان متغیر مستقل پژوهش، به ترتیب برابر با ۲/۱۰۱ و ۰/۰۳۶ می‌باشد و این به معنای آن است که فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و تأثیر متغیر میزان کیفیت افشای اطلاعات بر متغیر وابسته (حجم معاملات شرکت)، معنادار بوده است. در واقع نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده آن است که حجم معاملات سهام با افزایش کیفیت افشاء افزوده شده است. نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده آن است که:

✓ فرضیه اصلی نخست پژوهش مبنی بر اینکه بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات رابطه معناداری وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

با تفکیک حجم معاملات انجام شده به دو بخش افراد (سهامداران) حقیقی و افراد (سهامداران) حقوقی، در بخش‌های پیش‌رو به بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر حجم معاملات افراد حقیقی و حقوقی پرداخته شده که نتایج بدست آمده به شرح بخش‌های زیر است.

۸-۵-۱-۱- آزمون تأثیر کیفیت افشاء بر حجم معاملات افراد حقیقی (فرضیه فرعی ۱-۱)

نتایج بدست آمده به شرح بخش‌های ذیل می‌باشد:

جدول (۶): نتایج آزمون F و آزمون هاسمن_مدل فرضیه فرعی ۱-۱

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۲۵/۵۳۰	۰/۰۰۰	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۸۲/۷۶۸	۰/۰۰۰	غیر تصادفی بودن اثرات ثابت

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در جدول بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۲۵/۵۳۰ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد، و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت می‌باشد. این نتیجه بدست آمده علاوه بر تعیین الگوی مدل، نشان می‌دهد که نوع فعالیت و صنعت شرکت (به عنوان یک نوع مقطع) بر حجم معاملات افراد حقیقی (به عنوان متغیر وابسته پژوهش) اثرگذار می‌باشد. نتایج بدست آمده در آزمون هاسمن به شرح جدول فوق که جهت بررسی تصادفی بودن این اثرات ثابت انجام شده نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو (Chi-Sq) برابر با ۸۲/۷۶۸ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کوچکتر از ۵٪ است. بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی اثرات غیر تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج بدست آمده به شرح زیر است:

جدول (۷): نتایج ضرایب متغیرهای مدل فرضیه فرعی ۱-۱

VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیرهای مدل
-	۰/۰۰۰	-۴/۸۴۳	-۱/۹۴۱	C
۱/۲۱۸	۰/۰۲۸	۲/۲۰۲	۰/۰۰۲	Disclosure
۱/۸۸۱	۰/۰۰۰	۱۲/۲۲۸	۰/۳۳۷	MB
۱/۰۷۷	۰/۰۰۰	۲۲/۵۱۴	۱/۴۹۲	Size
۲/۵۱۲	۰/۰۰۱	-۳/۶۴۶	-۰/۶۶۷	ROA
۱/۰۱	۰/۰۰۸	۲/۶۵۵	۰/۰۰۱	P/E
۱/۸۶۳	۰/۰۰۰	-۸/۲۴۹	-۱/۰۲۲	Leverage
۱/۰۵۳	۰/۰۰۵	۲/۸۰۶	۰/۰۷۲	Index
		۴۷/۱۰۹	F	
		۰/۰۰۰	Sig.	
		۱/۶۱	Durbin-Watson stat	
		۰/۹۰۸	R Square	

نتایج بدست آمده از جدول فوق نشان می دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۴۷/۱۰۹ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که این نتیجه بدست آمده نشان دهنده معناداری مدل می باشد و این بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۹۰۸ است و این بدان معناست که حدود ۹۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد.

- ضریب شاخص افشاء نشان دهنده این می باشد که به ازای یک واحد افزایش در کیفیت افشای اطلاعات، حجم معاملات سالانه افراد حقیقی در سهام شرکت ۲۰۰۰ واحد افزایش می یابد.

- مقدار آماره t و سطح معناداری (Prob) متغیر کیفیت افشاء (Disclosure)، به ترتیب برابر با ۲/۲۰۲ و ۰/۰۲۸ می باشد و این به معنای آن است که فرض برابری ضریب این متغیر با صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و تأثیر متغیر کیفیت افشای اطلاعات بر متغیر وابسته (حجم معاملات افراد حقیقی)، معنادار بوده است. مثبت بودن مقدار آماره t و سطح معناداری بدست آمده، به ترتیب نشان دهنده تأثیر مثبت و معنادار کیفیت افشای اطلاعات بر حجم معاملات سالانه افراد حقیقی در سهام شرکت می باشد. نتیجه بدست آمده نشان دهنده آن است که:

فرضیه فرعی ۱-۱ مبنی بر اینکه بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات افراد حقیقی رابطه معناداری وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

۲-۱-۵-۸-آزمون تأثیر کیفیت افشاء بر حجم معاملات افراد حقوقی (فرضیه فرعی ۱-۲)

نتایج بدست آمده بدین شرح است:

جدول (۸): نتایج آزمون F و آزمون هاسمن_مدل فرضیه فرعی ۱-۲

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۹/۳۸۷	۰/۰۰۰	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۸۵/۰۰۷	۰/۰۰۰	غیر تصادفی بودن اثرات ثابت

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در جدول فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۹/۳۸۷ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت می‌باشد. این نتیجه بدست آمده علاوه بر تعیین الگوی مدل، نشان می‌دهد که نوع فعالیت شرکت (به عنوان یک نوع مقطع) بر حجم معاملات حقوقی (به عنوان متغیر وابسته پژوهش) اثرگذار می‌باشد. نتایج بدست آمده در آزمون هاسمن به شرح جدول فوق که جهت بررسی تصادفی بودن این اثرات ثابت انجام شده نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو (Chi-Sq) برابر با ۸۵/۰۰۷ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کوچکتر از ۵٪ است، لذا فرض تصادفی بودن اثرات ثابت مدل رد شده و بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی اثرات غیر تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج بدست آمده به شرح زیر است:

جدول (۹): نتایج ضرایب متغیرهای مدل فرضیه فرعی ۱-۲

VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیرهای مدل
-	۰/۶۳۷	۰/۴۷۲	۰/۲۵۵	C
۱/۲۱۸	۰/۰۱	۲/۵۸۱	۰/۰۰۳	Disclosure
۱/۸۸۱	۰/۰۰۰	۸/۴۳	۰/۳۲۵	MB
۱/۰۷۷	۰/۰۰۰	۱۱/۲۳۱	۱/۰۰۲	Size
۲/۵۴۲	۰/۰۱۳	-۲/۴۸۹	-۰/۶۱۱	ROA
۱/۰۱	۰/۱۲۲	۱/۵۴۸	۰/۰۰۱	P/E
۱/۸۶۳	۰/۰۰۰	-۵/۴۷۸	-۰/۹۶۳	Leverage
۱/۰۵۵	۰/۱۷۴	۱/۳۶۱	۰/۰۴۶	Index
		۲۹/۴۸۷	F	
		۰/۰۰۰	Sig.	
		۲/۰۳۴	Durbin-Watson stat	
		۰/۸۶	R Square	

نتایج بدست آمده از جدول فوق نشان می‌دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۲۹/۴۸۷ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که این نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده معناداری مدل می‌باشد و این بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۸۶۰ است و این بدان معناست که حدود ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

- ضریب شاخص افشاء نشان‌دهنده این می‌باشد که به ازای یک واحد افزایش در کیفیت افشای اطلاعات، حجم معاملات افراد حقوقی ۳۰۰۰ واحد افزایش می‌یابد.

- مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر کیفیت افشاء، به ترتیب برابر با ۲/۵۸۱ و ۰/۰۱۰ می‌باشد و این به معنای آن است که فرض برابری ضریب این متغیر با صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و تأثیر متغیر کیفیت افشای اطلاعات بر حجم معاملات افراد حقوقی، معنادار بوده است. نتیجه بدست آمده بیانگر آن است که با افزایش کیفیت افشای اطلاعات بر میزان حجم معاملات افراد حقوقی افزوده شده

است. در واقع نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده آن است که حجم معاملات افراد حقوقی با افزایش کیفیت افشاء، به شکل معناداری افزوده شده است. نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده آن است که:

✓ فرضیه فرعی ۱-۲ مبنی بر اینکه بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات افراد حقوقی رابطه معناداری وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

۸-۵-۲- آزمون تأثیر کیفیت افشاء بر ارزش معاملات- فرضیه اصلی دوم

نتایج بدست آمده بدین شرح است:

جدول (۱۰): نتایج آزمون F و آزمون هاسمن- مدل فرضیه اصلی دوم پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۴/۶۵۱	۰/۰۰۰	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۵۷/۰۸۱	۰/۰۰۰	غیر تصادفی بودن اثرات ثابت

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در جدول بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۴/۶۵۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت می‌باشد. نتیجه بدست آمده علاوه بر تعیین الگوی مدل، نشان می‌دهد که نوع فعالیت و صنعت (به عنوان یک نوع مقطع) بر ارزش معاملات انجام شده اثرگذار می‌باشد. نتایج بدست آمده در آزمون هاسمن به شرح جدول فوق که جهت بررسی تصادفی بودن این اثرات ثابت انجام شده نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو برابر با ۵۷/۰۸۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کوچکتر از ۵٪ است، لذا فرض تصادفی بودن اثرات ثابت مدل رد شده و بنابراین مدل پژوهش با استفاده از اثرات ثابت غیرتصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج بدست آمده به شرح زیر است:

جدول (۱۱): نتایج ضرایب متغیرهای مدل فرضیه اصلی دوم پژوهش

VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیرهای مدل
-	۰/۰۰۰	-۹/۶۲۸	-۴/۵۵۴	C
۱/۲۱۸	۰/۰۰۸	۲/۶۶۱	۰/۰۰۲	Disclosure
۱/۸۸۵	۰/۰۰۰	۱۹/۲۷۶	۰/۴۹۳	MB
۱/۰۷۷	۰/۰۰۰	۲۰/۰۰۰	۱/۵۳۰	Size
۲/۵۴۲	۰/۳۸	-۰/۸۷۸	-۰/۱۶۰	ROA
۱/۰۱	۰/۴۶۶	۰/۷۳۰	۰/۰۰۰	P/E
۱/۸۶۳	۰/۰۰۰	-۸/۴۷۶	-۱/۰۸۷	Leverage

Index	۰/۰۷۶	۳/۶۸۷	۰/۰۰۰	۱/۰۵۲
F		۴۶/۱۵۸		
Sig.		۰/۰۰۰		
Durbin-Watson stat		۲/۲۰۶		
R Square		۰/۹۲۴		

نتایج بدست آمده از جدول فوق نشان می دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۴۶/۱۵۸ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که این نتیجه بدست آمده نشان دهنده معناداری مدل می باشد و این بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۹۲۴ است و این بدان معناست که حدود ۹۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد.

- ضریب شاخص افشاء نشان دهنده این می باشد که به ازای یک واحد افزایش در کیفیت افشای اطلاعات، ارزش معاملات سهام شرکت ۲۰۰۰ واحد افزایش می یابد.

- مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر کیفیت افشاء (Disclosure) به عنوان متغیر مستقل پژوهش، به ترتیب برابر با ۲/۶۶۱ و ۰/۰۰۸ می باشد و این به معنای آن است که فرض برابری ضریب این متغیر با صفر، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و تأثیر متغیر کیفیت افشای اطلاعات بر متغیر وابسته (ارزش معاملات شرکت)، معنادار می باشد. مثبت بودن مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر، به ترتیب نشان دهنده تأثیر مثبت و معنادار کیفیت افشای اطلاعات بر ارزش معاملات سهام شرکت می باشد. نتایج بدست آمده نشان می دهد که:

✓ فرضیه اصلی دوم پژوهش مبنی بر اینکه بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات رابطه معناداری وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می گیرد.

۸-۵-۲-۱- آزمون تأثیر کیفیت افشاء بر ارزش معاملات افراد حقیقی (فرضیه فرعی ۱-۲)

نتایج بدست آمده بدین شرح است:

جدول (۱۲): نتایج آزمون F و آزمون هاسمن- مدل فرضیه فرعی ۱-۲

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۲۰/۲۴۳	۰/۰۰۰	وجود الگوی داده های ترکیبی (وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۹۵/۲۱۳	۰/۰۰۰	غیر تصادفی بودن اثرات ثابت

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در جدول بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۲۰/۲۴۳ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت می‌باشد. نتایج بدست آمده در آزمون هاسمن به شرح جدول فوق که جهت بررسی تصادفی بودن این اثرات ثابت انجام شده نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو برابر با ۹۵/۲۱۳ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کوچکتر از ۵٪ است، لذا فرض تصادفی بودن اثرات ثابت مدل رد شده و بنابراین مدل پژوهش با استفاده از اثرات ثابت غیر تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج بدست آمده به شرح زیر است:

جدول (۱۳): نتایج ضرایب متغیرهای مدل فرضیه فرعی ۱-۲

VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیرهای مدل
-	۰/۰۰۰	-۱۷/۴۹۲	-۷/۳۲۱	C
۱/۲۱۸	۰/۲۲۴	۱/۲۱۸	۰/۰۰۱	Disclosure
۱/۸۸۱	۰/۰۰۰	۱۹/۲۴۹	۰/۵۴۳	MB
۱/۰۷۷	۰/۰۰۰	۲۸/۰۹۵	۱/۹۲۹	Size
۲/۵۱۲	۰/۶۴۲	-۰/۴۶۵	-۰/۰۹۱	ROA
۱/۰۱	۰/۰۰۳	۳/۰۰۵	۰/۰۰۱	P/E
۱/۸۶۳	۰/۰۰۰	-۷/۶۲۵	-۱/۰۱۳	Leverage
۱/۰۵۲	۰/۰۰۸	۲/۶۵۲	۰/۰۷۰	Index
F		۳۷/۲۰۳		
Sig.		۰/۰۰۰		
Durbin-Watson stat		۱/۶۸۰		
R Square		۰/۸۸۶		

نتایج بدست آمده از جدول فوق نشان می‌دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۳۷/۲۰۳ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد و این نتیجه نشان دهنده معناداری مدل می‌باشد و این بدان معناست که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۸۸۶ است و این بدان معناست که حدود ۸۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

- ضریب شاخص افشاء نشان‌دهنده این می‌باشد که به ازای یک واحد افزایش در کیفیت افشای اطلاعات، ارزش معاملات انجام‌شده توسط افراد حقیقی ۱۰۰۰ واحد افزایش می‌یابد.

- مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر کیفیت افشاء (Disclosure)، به ترتیب برابر با ۱/۲۱۸ و ۰/۲۲۴ می‌باشد و این به معنای آن است که فرض برابری ضریب این متغیر با صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و تأثیر متغیر کیفیت افشای اطلاعات بر متغیر وابسته (ارزش معاملات افراد حقیقی)، معنادار نبوده است. مثبت بودن مقدار آماره t و سطح معناداری بدست آمده، به ترتیب نشان‌دهنده تأثیر مثبت اما بی‌معنای کیفیت افشای اطلاعات بر ارزش معاملات انجام‌شده افراد حقیقی در سهام شرکت می‌باشد. نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده آن است که:

✓ فرضیه فرعی ۱-۲ مبنی بر اینکه بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات افراد حقیقی رابطه معناداری وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

- علت رد فرضیه فوق عدم حضور مستمر افراد حقیقی در معاملات روزانه می‌باشد.

۲-۲-۵-۸- آزمون تأثیر کیفیت افشاء بر ارزش معاملات افراد حقوقی (فرضیه فرعی ۲-۲)

نتایج بدست آمده بدین شرح است:

جدول (۱۴): نتایج آزمون F و آزمون هاسمن - مدل فرضیه فرعی ۲-۲

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۸/۸۷۲	۰/۰۰۰	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۸۲/۳۳۲	۰/۰۰۰	غیر تصادفی بودن اثرات ثابت

نتایج آزمون F (آزمون لیمر) در جدول بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۸/۸۷۲ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت است. نتیجه بدست آمده علاوه بر تعیین الگوی مدل، نشان می‌دهد که نوع فعالیت شرکت (به عنوان یک نوع مقطع) بر ارزش معاملات (به عنوان متغیر وابسته پژوهش) اثرگذار می‌باشد. نتایج بدست آمده در آزمون هاسمن به شرح جدول فوق که جهت بررسی تصادفی بودن این اثرات ثابت انجام‌شده نشان می‌دهد که مقدار آماره کای-دو (Chi-Sq) برابر با ۸۲/۳۳۲ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کوچکتر از ۵٪ است، لذا فرض تصادفی بودن اثرات ثابت مدل رد شده و اثرات ثابت مدل از نوع غیر تصادفی می‌باشد. بنابراین مدل پژوهش با استفاده از اثرات ثابت غیر تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته که نتایج بدست آمده به شرح زیر است:

جدول (۱۵): نتایج ضرایب متغیرهای مدل فرضیه فرعی ۲-۲

متغیرهای مدل	ضریب	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	-۵/۳۴۰	-۹/۵۹۸	۰/۰۰۰	-
Disclosure	۰/۰۰۳	۲/۷۹۲	۰/۰۰۵	۱/۲۱۸
MB	۰/۵۳۷	۱۴/۴۹۲	۰/۰۰۰	۱/۸۸۱
Size	۱/۴۵۸	۱۶/۱۰۳	۰/۰۰۰	۱/۰۷۸
ROA	۰/۰۴۱	۰/۱۷۰	۰/۸۶۵	۲/۵۱۲
P/E	۰/۰۰۱	۲/۰۸۹	۰/۰۳۷	۱/۰۱
Leverage	-۰/۸۳۷	-۴/۸۰۷	۰/۰۰۰	۱/۸۶۳
Index	۰/۰۵۴	۱/۵۶۶	۰/۱۱۸	۱/۰۵۳
F		۳۳/۷۴۲		
Sig.		۰/۰۰۰		
Durbin-Watson stat		۲/۰۴۹		
R Square		۰/۸۷۶		

نتایج بدست آمده از جدول فوق نشان می‌دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۳۳/۷۴۲ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده معناداری مدل می‌باشد و این بدان معناست که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۸۷۶ است و این بدان معناست که حدود ۸۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

- ضریب شاخص افشاء نشان‌دهنده این می‌باشد که به ازای یک واحد افزایش در کیفیت افشای اطلاعات، ارزش معاملات سالانه معامله‌گران حقوقی ۳۰۰۰ واحد افزایش می‌یابد.

- مقدار آماره t و سطح معناداری متغیر کیفیت افشای اطلاعات (Disclosure)، به ترتیب برابر با ۲/۷۹۲ و ۰/۰۰۵ می‌باشد و این به معنای آن است که فرض برابری ضریب این متغیر با صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و تأثیر متغیر کیفیت افشای اطلاعات بر ارزش معاملات افراد حقوقی، معنادار است. مثبت بودن مقدار آماره t و سطح معناداری بدست آمده، به ترتیب نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار کیفیت افشای اطلاعات بر ارزش معاملات سالانه معامله‌گران حقوقی شرکت می‌باشد. نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده آن است که:

✓ فرضیه فرعی ۲-۲ مبنی بر اینکه بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات افراد حقوقی رابطه معناداری وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود.

در جدول زیر می‌توان خلاصه نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات اصلی و فرضیات فرعی را مشاهده نمود:

جدول (۱۶): خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها

ردیف	فرضیه	نتیجه فرضیه
فرضیه اصلی ۱	بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات رابطه معناداری وجود دارد.	تایید فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۱	بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات حقیقی رابطه معناداری وجود دارد.	تایید فرضیه
فرضیه فرعی ۱-۲	بین کیفیت افشای اطلاعات و حجم معاملات حقوقی رابطه معناداری وجود دارد.	تایید فرضیه
فرضیه اصلی ۲	بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات رابطه معناداری وجود دارد.	تایید فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۱	بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات حقیقی رابطه معناداری وجود دارد.	رد فرضیه
فرضیه فرعی ۲-۲	بین کیفیت افشای اطلاعات و ارزش معاملات حقوقی رابطه معناداری وجود دارد.	تایید فرضیه

۹. نتیجه‌گیری

در این پژوهش سعی شد تا به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر حجم و ارزش معاملات انجام شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته شود. مجموع نتایج بدست آمده از روش‌های آماری بکارگیری شده نشان دهنده آن است که:

✓ کیفیت افشای اطلاعات تأثیر مثبت و معناداری بر حجم معاملات انجام شده در شرکت‌های نمونه داشته است. این نتیجه نشان می‌دهد که با بهبود کیفیت افشای اطلاعات، شاهد افزایش حجم معاملات انجام شده بوده‌ایم.

✓ نتایج بدست آمده در خصوص تفکیک حجم معاملات انجام شده به افراد حقیقی و حقوقی نشان می‌دهد که کیفیت افشاء در هر دو مورد تأثیری مثبت بر حجم معاملات داشته و با بهبود کیفیت اطلاعات، بر میزان حجم معاملات افراد حقیقی و حقوقی افزوده شده است و نتایج بدست آمده گویای آن است که تأثیر کیفیت افشاء هم بر حجم معاملات افراد حقیقی و هم بر حجم معاملات انجام شده توسط افراد (معامله‌گران) حقوقی به صورت معنادار می‌باشد.

✓ دیگر نتایج بدست آمده نشان دهنده آن است که کیفیت افشای اطلاعات در مجموع تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش معاملات انجام شده در خصوص سهام شرکت‌های نمونه داشته است. نتیجه بدست آمده بیانگر آن است که با بهبود کیفیت افشاء، شاهد افزایش ارزش ریالی معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار بوده‌ایم. نتایج تفکیکی بدست آمده نشان می‌دهد که کیفیت افشای اطلاعات تأثیری مثبت بر ارزش معاملات انجام شده داشته و با بهبود کیفیت افشاء شاهد افزایش ارزش معاملات انجام شده توسط معامله‌گران (افراد) حقیقی و حقوقی بوده‌ایم، هر چند که نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که میزان تأثیرگذاری کیفیت افشاء در میان معامله‌گران حقوقی از معناداری بیشتری برخوردار است.

✓ سایر نتایج بدست آمده در خصوص متغیرهای کنترلی تأثیرگذار بر حجم و ارزش معاملات نشان دهنده آن است که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری هر سهم و نیز اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر حجم و ارزش معاملات شرکت‌های نمونه داشته و این بدان معناست که حجم و ارزش معاملات در شرکت‌های بزرگتر و نیز شرکت‌هایی که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتری دارند، به شکل معناداری بیشتر بوده است. متغیر اهرم مالی دارای تأثیری منفی و معنادار بر حجم و ارزش معاملات شرکت‌های بررسی شده داشته است و این نتیجه نشان می‌دهد که حجم و ارزش معاملات، به صورت کلی و به تفکیک معامله‌گران حقیقی و حقوقی، در شرکت‌هایی که اهرم مالی بالاتری داشته‌اند، کمتر بوده است. دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که متغیر سودآوری شرکت دارای تأثیری منفی بر حجم و ارزش معاملات سهام در شرکت‌های نمونه بوده است.

مقایسه نتیجه اصلی این پژوهش، با نتایج به دست آمده توسط دیگر پژوهش‌ها:

۱. در این پژوهش با توجه به تأثیرگذاری مثبت و معنادار کیفیت افشای اطلاعات بر حجم و ارزش معاملات در شرکت‌های نمونه (نتیجه اصلی)، می‌توان از کیفیت افشای اطلاعات جهت سرمایه‌گذاری بهینه استفاده نمود، اولین نتیجه بدست آمده توسط "گوماریز و بالستا" مبنی بر این است که کیفیت گزارشگری مالی، مشکلاتی را که پیش از سرمایه‌گذاری وجود دارد را کاهش می‌دهد، همچنین طبق نتیجه بدست آمده توسط "نوروش و حسینی" با توجه به وجود رابطه منفی، از افشاء اطلاعات شرکت‌ها نمی‌توان جهت مدیریت سود استفاده نمود، در پژوهش انجام توسط "امید قائمی"

حجم معاملات سهام با تغییرات قیمت سهام مستقیم دارد که با نتیجه این پژوهش هم‌راستا می‌باشد، نتایج پژوهش‌های انجام‌شده توسط "اسپترسا و همکاران" حاکی از آن است که بین افشاء و نقدشوندگی رابطه مستقیم (همانند نتیجه بدست‌آمده در این پژوهش) وجود دارد.

۲. در این پژوهش اهرم مالی یکی از متغیرهای کنترلی می‌باشد که تأثیر منفی و معنادار بر حجم و ارزش معاملات در شرکت‌های نمونه داشته و تا حد ممکن موجب کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای اهرم مالی بالا و بیشتری هستند، می‌شود. دومین نتیجه‌ی بدست‌آمده توسط گوماریز و بالستا می‌باشد این است که سررسید کوتاه مدت بدهی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و مشکلات بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را تا حد ممکن کاهش دهد.

۳. کیفیت افشای اطلاعات و اهرم مالی جهت بهینه نمودن سرمایه‌گذاری نقش مهمی را ایفاء می‌کنند، سومین نتیجه بدست‌آمده توسط گوماریز و بالستا می‌باشد این است که کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی، سازوکارهایی هستند که در بهبود درجه‌ای از کارایی سرمایه‌گذاری نقش دارند.

۱۰- پیشنهادات به استفاده‌کنندگان از نتایج پژوهش

- با توجه به نتایج حاصله از پژوهش پیشنهاد می‌گردد که سرمایه‌گذاران در بازار بورس قبل از انجام معاملات، کیفیت افشای اطلاعات منتشر شده توسط شرکت‌ها را مورد مطالعه قرار دهند و با روند گذشته آن‌ها مقایسه کنند. سرمایه‌گذاران می‌توانند با تحلیل سری زمانی روند آتی را تا حدودی پیش‌بینی و از آن برای انتخاب پرتفولیوی مناسب خود استفاده نمایند.

- با توجه به زمان زیادی که پژوهشگر برای این پژوهش صرف کرده، پیشنهاد می‌گردد سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان مهم‌ترین نهاد بازار سرمایه در کشور، خلاصه این پژوهش را در اختیار شرکت‌های تابعه و فعالان این حوزه قرار دهد تا همگان از اهمیت کیفیت اطلاعات منتشره توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس مطلع گردند.

- با توجه به اهمیت اطلاعات مالی و حسابداری با کیفیت، پیشنهاد می‌گردد سرمایه‌گذاران در سازمان بورس اوراق بهادار در شرکت‌هایی که اطلاعات صحیح منتشر می‌کنند سرمایه‌گذاری کنند، که این مهم هم موفقیت سرمایه‌گذارانشان را بالاتر می‌برد و هم آن شرکت را ترغیب به افشای اطلاعات صحیح‌تر می‌کند.

- از دیگر سو به منظور افزایش ارزش سهام شرکت‌ها، که سبب خوش‌بینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌گردد، می‌توان سازوکارهایی نظیر استانداردهای

حسابداری با کیفیت و کمیت حسابرسی مؤثر را برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار توسط مراجع اداره‌کننده بورس اوراق بهادار در اداره مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ضروری نمود تا از اقدام مؤثر در مورد افزایش کیفیت افشاء اطلاعات مالی اطمینان حاصل شود.

منابع و مأخذ

۱. آذر، عادل. مومنی، منصور. (۱۳۸۱). آمار و کاربرد آن در مدیریت، انتشارات سمت، جلد دوم.
۲. احمدی، علی. (۱۳۹۴). بررسی رابطه حجم- بازده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) و بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد بوئین‌زهرا.
۳. استوار، رحیمه (۱۳۸۵)، بررسی تاثیر حجم معاملات سهام بر محتوای اطلاعاتی متغیرهای مهم حسابداری یعنی سود هر سهم، ارزش دفتری هر سهم و جریان نقدی هر سهم، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، واحد علوم و پژوهشات بوشهر.
۴. جمشیدی، شهرام. پورزمانی، زهرا. (۱۳۹۴). تاثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه کیفیت افشا و ساختار سرمایه، مجله دانش حسابداری و حسابداری مدیریت، دوره ۴، شماره ۱۳.
۵. عبدالخلیق، رشاد. بیبین ب.، آجین کیا. (۱۳۷۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی، ترجمه محمد نمازی، انتشارات دانشگاه شیراز، شیراز.
۶. ملکیان، اسفندیار. عدیلی، مجتبی. ابراهیمیان، سید جواد. و امیرپور، ملا رجب. (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، نهمین همایش سراسری حسابداری ایران، زاهدان، دانشگاه سیستان و بلوچستان، ۲۱ و ۲۲ اردیبهشت ماه.
7. Anthony, J.H. & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3): 203-227.
8. Barth M. W. Beaver and W. Landsman, (2001), "The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view", *Journal of Accounting and Economics*, No. 31, pp 77-10.
9. Gomariz, M.F.C. & Ballesta, J.P.C. (2014). Financial reporting quality, Debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40 (3): 494-506.
10. Shamki, D. (2013) "The Influence of Economic Factors on the Value Relevance of Accounting Information in Jordan" *International Journal of Business and Management*; Vol. 8, No. 6; 2013.
11. Ramalingegowda, S., Wang, CH. & Yu, Y. (2013). The Role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. *The Accounting Review*, 88 (3): 1007-1039.

Investigating the Impact of the Quality of Information on the Value and Volume of Transaction in Tehran Stock Exchange

Abdolmajid Dehqan¹
Khaled A. Bahmanshiri²

Abstract

In this study we have been investigated the impact of the quality of information on the value and volume of transaction in tehran stock exchange. Current theoretical foundations show that people use corporate financial information for their investment decisions and the high quality of the information disclosed can hanv a significant impact on increasing the desirability of the shares and they have increased turnover through that. In general, the use of a sample of companies of the TSE from 1388 to 1393 indicates that by improving the quality of information disclosure we have seen an increase in the volume of transactions. The results of the breakdown of the volume of transactions by individuals and companies indicate that the quality of disclosure in both cases has a positive impact on trading volume and improves the quality of information. The amount of the volume of transactions of individuals and companies has increased, and the results indicate that the impact of disclosure quality on both the individuals and the volume of transactions made by companies (traders) are meaningful. The results indicate that the quality of information disclosure have positive impact and had meaningful impact on the value of transactions of the stock firms sample. A breakdown results obtained indicate that the quality of information disclosure have a positive impact on the value of transactions and with improve the quality of disclosure witnessed an increase in the value of transactions made by traders (individuals). Although the results show the impact of more meaningful quality of disclosure among the traders.

Keywords: Disclosure Quality, Value of Transactions, Volume of Transactions

JEL Classification: G12, G14

¹.Assiatant Prophessor And Faculty Member, Business Administration , Islamic Azad Univercity

². M.a. of finance, Islamic Azad Univercity