



گزارشگری مالی متهورانه و آگاهی بخشی قیمت سهام

جواد رضازاده*، عاطفه بکشلو**

چکیده

هدف این مقاله، آزمون تجربی بررسی تأثیر گزارشگری مالی متهورانه بر آگاهی بخشی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور اطلاعات مربوط به ۸۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل شد. با استفاده از همزمانی قیمت سهام به عنوان جانشین آگاهی بخشی قیمت سهام، دریافتیم گزارشگری مالی متهورانه به آگاهی بخشی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران آسیب می‌زند. همچنین شواهد نشان می‌دهد توسعه بازار سرمایه (عمق و عرض بازار) تأثیر گزارشگری مالی متهورانه بر کاهش آگاهی بخشی قیمت سهام را تشدید می‌کند.

واژه‌های کلیدی: گزارشگری مالی متهورانه، آگاهی بخشی قیمت سهام، توسعه بازار سرمایه.

مقدمه

گزارشگری مالی متهورانه^۱ در مقابل گزارشگری مالی محافظه کارانه قرار دارد. به بیان دیگر، منظور از گزارشگری مالی متهورانه، بکارگیری درجه پایینی از محافظه کاری در تهیه صورت‌های مالی است. به نظر واتز (۲۰۰۳a، ۲۰۰۳b) استفاده از رویه‌های گزارشگری متهورانه بدین معنی است که شرکت گزارش اخبار بد را به تأخیر اندازد، اما در گزارش اخبار خوب، سرعت عمل نشان دهد. بدین ترتیب گزارشگری متهورانه همانند گزارشگری محافظه کارانه به نوعی انحراف از گزارشگری واقعیت‌ها است و سطح شفافیت اطلاعاتی شرکت را کاهش می‌دهد و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند با استفاده از اطلاعات شرکت، قیمت سهام آن را به درستی تعیین کنند و حتی انگیزه جمع‌آوری اطلاعات مربوط به شرکت را قبل از اقدام به داد و ستد سهام آن از دست می‌دهند. بدین ترتیب قیمت سهام شرکت نمی‌تواند انعکاس دهنده اطلاعات خاص مربوط به شرکت باشد و نمی‌تواند از ارزش این گونه سهام خبر دهد (مورک و همکاران، ۲۰۰۰؛ جین و مایرز، ۲۰۰۶). در این وضعیت سرمایه‌گذاران هنگام انتخاب گزینه مناسب برای سرمایه‌گذاری نمی‌توانند بر قیمت سهام شرکت تکیه کنند و بازار سرمایه هم نمی‌تواند به صورت کارآ عمل کند و در نهایت سرمایه‌ها به سمت سرمایه‌گذاری‌های بهتر هدایت نمی‌شود (توبین، ۱۹۸۲).

بطور کلی گزارشگری مالی متهورانه منجر به کاهش آگاهی بخشی قیمت سهام شرکت می‌شود. به بیان دیگر قیمت سهام این شرکت‌ها بیشتر از شاخص بازار که انعکاس دهنده اطلاعات کلی و عمومی است، تبعیت می‌کند. در متون مربوط از این رفتار قیمت سهام با نام «همزمانی قیمت سهام»^۲ یاد می‌شود و منظور از آن همزمانی تغییرات قیمت سهام و تغییرات شاخص بازار سرمایه است. جا دارد رابطه گزارشگری مالی متهورانه و آگاهی بخشی قیمت سهام در بازار سرمایه ایران هم مورد بررسی تجربی قرار گیرد تا بر اساس نتایج آن بتوان رهنمودهایی برای بهبود عملکرد بازار سرمایه ارائه داد.

مبانی نظری

در بازار سرمایه کشورهای پیشرفته به دلیل حضور نهادهای ناظر، استانداردهای گزارشگری، افشا و حسابرسی به حد کافی رعایت می شود و در نتیجه آثار مخرب گزارشگری مالی متهورانه به مقدار زیادی، جبران می شود. با توجه به استدلال مورک و همکارانش (۲۰۰۰) هر چه در بازار سرمایه از سرمایه گذاران خرد حمایت بیشتری به عمل آید، اطلاعات خاص شرکت در تعیین قیمت سهام آن نقش بیشتری خواهد داشت. به نظر لاپورتا و همکارانش (۲۰۰۰) نیز میزان توسعه بازار سرمایه به چگونگی حمایت از سهامداران بستگی دارد. جایی که سهامداران از حمایت بالایی برخوردار باشند، تعداد سهامداران شرکت ها و در نتیجه اندازه و نقدشوندگی بازار سرمایه هم افزایش می یابد. بنابراین در بازار سرمایه این کشورها قیمت سهام، آگاهی بخشی بالاتری دارد. در حالی که در بازار سرمایه کشورهای توسعه نیافته به دلیل عدم حمایت از منافع سرمایه گذاران، گزارشگری مالی متهورانه منجر به کاهش آگاهی بخشی قیمت سهام می شود.

میلر (۲۰۰۲) توسعه بازار سرمایه را از طریق دو مشخصه اصلی «عمق»^۳ و «عرض»^۴ توصیف می کند. گوگردچیان و همکارانش (۱۹۹۴) در تعریف عمق و عرض بازار، مطالب مفیدی ارائه کرده اند. به نظر آنها مشخصه «عمق» بازار به اندازه و نقد شوندگی بازار سرمایه اشاره دارد. اندازه بازار بر توانایی تجهیز سرمایه و تنوع بخشیدن بر سبد سهام سرمایه گذاران و در نتیجه کاهش ریسک سرمایه گذاری تأثیر دارد. عمق بازار را می توان با معیار حجم معاملات و گردش یا دفعات معاملات سهام شرکت ها، اندازه گیری کرد. «عرض» بازار به معنی تنوع سهام به دلیل حضور شرکت های بزرگ و کوچک از صنایع مختلف و شرکت های خارجی در بازار سرمایه است. عرض بازار، ریسک کل بازار را کاهش و میزان سرمایه بازار را افزایش می دهد و شرکت های کوچک تر را قادر می سازد تا به سرمایه لازم دسترسی داشته باشند. با توجه به این مباحث بازار سرمایه ایران محیط مناسبی برای بررسی تجربی تأثیر شاخص های توسعه بازار سرمایه (عمق و عرض بازار) بر رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و آگاهی بخشی قیمت سهام است.

پیشینه

مورک و همکارانش (۲۰۰۰) به شواهدی دست یافتند که نشان می‌داد آگاهی بخشی قیمت سهام در بازار سرمایه اقتصادهای نو ظهور کمتر از اقتصادهای پیشرفته است. این شواهد حاکی از آن است که در اقتصادهای نو ظهور مبادلات سهام از روی آگاهی نیست و طرفین مبادله برای تعیین قیمت سهام به اطلاعات خاص شرکت توجه نمی‌کنند. در این بازارها، گزارشگری مالی متهورانه وضعیت را وخیم‌تر هم می‌کند. یو و همکارانش (۲۰۱۳) با استفاده از معکوس معیار محافظه‌کاری طراحی شده توسط خان و واتز (۲۰۰۹) به عنوان جانشینی برای گزارشگری مالی متهورانه به شواهدی دست یافتند که نشان می‌داد بین گزارشگری متهورانه و آگاهی بخشی قیمت سهام، رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. یعنی گزارشگری متهورانه موجب افزایش همزمانی قیمت سهام می‌شود و قیمت سهام از تغییرات شاخص بازار پیروی می‌کند و اطلاعات شرکت در تعیین قیمت سهام تأثیر کمتری دارد. علاوه بر این، آنها دریافته‌اند اثر گزارشگری متهورانه بر کاهش آگاهی بخشی قیمت سهام در مناطقی که نهادهای نظارتی و سرمایه‌گذاری به نسبت ضعیف‌تری حضور دارند، شدیدتر است. بر عکس در مناطقی که نهادهای نظارتی و سرمایه‌گذاری قوی حضور دارند، آثار مخرب گزارشگری متهورانه کاهش می‌یابد.

تأثیر گزارشگری مالی متهورانه بر همزمانی قیمت سهام در بازار سرمایه ایران بطور مستقیم مورد بررسی تجربی قرار نگرفته است؛ اما در ارتباط با بعضی از این مفاهیم می‌توان به چند تحقیق تجربی اشاره کرد. خانی و سلطانی (۱۳۹۲) با بررسی همبستگی میان گزارشگری مالی متهورانه (اقلام تعهدی اختیاری قبل از کسر مالیات) و گزارشگری مالیاتی متهورانه (تفاوت مالیات ابرازی و تشخیصی) به این نتیجه دست یافتند که عدم هماهنگی بین اصول پذیرفته شده حسابداری و قوانین مالیاتی، این فرصت را برای شرکت‌ها فراهم می‌کند به طور هم‌زمان، سود دفتری خود را به صورت افزایشی و سود مشمول مالیات را به صورت کاهش می‌مدیریت کنند. ضعف اصلی تحقیق خانی و سلطانی استفاده از روش آماری ساده همبستگی پیرسون و اسپیرمن برای سنجش رابطه بین گزارشگری مالی و مالیاتی متهورانه

بود. عبدلی و همکارانش (۱۳۹۳) برای جبران ضعف یاد شده، تاثیر گزارشگری مالی متهورانه بر امکان اتخاذ سیاست‌های جسورانه مالیاتی از سوی شرکت‌های بزرگ، متوسط و کوچک ایرانی را با استفاده از مدل‌های به نسبت پیشرفته آماری مورد بررسی تجربی قرار دادند و دریافتند شرکت‌هایی که از رویه‌های گزارشگری مالی متهورانه استفاده می‌کنند (مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری)، سیاست‌های مالیاتی متهورانه (تفاوت مالیات ابرازی و تشخیصی) اتخاذ می‌کنند. اتخاذ سیاست‌های مالیاتی متهورانه در شرکت‌های بزرگ بیشتر از سایر شرکت‌ها است. یافته‌های عبدلی و همکارانش شاهدهی بر وجود تضاد منافع بین شرکت‌های بزرگ و دولت است.

در میان عوامل متعدد مؤثر بر همزمانی قیمت سهام، بعضی از ساز و کارهای راهبری شرکت از جمله حضور سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت هم مورد توجه بعضی از محققان ایرانی قرار گرفته است. کامیابی و پرهیزگار (۱۳۹۰) رابطه بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد آزمون قرار دادند. در این تحقیق انگیزه و تمایل سرمایه‌گذاران نهادی از نظر اعمال کنترل و نظارت بر شرکت‌ها به دو گروه سرمایه‌گذاران نهادی پایدار (بلندمدت) و ناپایدار (موقت) تقسیم شد و رابطه آن‌ها با همزمانی قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفت. آن‌ها همزمانی قیمت سهام را بر اساس نسبت ریسک سیستماتیک به ریسک غیرسیستماتیک سنجیدند و دریافتند بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام رابطه منفی وجود دارد؛ این رابطه در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران نهادی پایدار حضور دارند، همچنان منفی است؛ اما در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران نهادی ناپایدار یا کوتاه‌مدت حضور دارند بر عکس می‌شود؛ یعنی بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی ناپایدار و همزمانی قیمت سهام رابطه مثبت وجود دارد. در تفسیر این شواهد باید به این نکته اشاره کرد که حضور سرمایه‌گذاران نهادی منجر به بهبود کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌شود و سرمایه‌گذاران را به استفاده از این اطلاعات در داد و ستد سهام ترغیب می‌کند و در نتیجه

این اطلاعات در تعیین قیمت سهام نقش بارزتری ایفا می‌کند. این شواهد با مباحث نظری که پیش از این مورد بحث قرار گرفت، همخوانی دارد.

تشکیل نهادهای نظارتی در بازار سرمایه ایران سابقه چندانی ندارد. طی چند سال گذشته سازمان بورس اوراق بهادار تهران به فکر تقویت ساز و کارهای نظارتی است و در این راستا به تدوین و اجرای آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی (۱۳۸۶) دستورالعمل حساب‌رسان معتمد بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۰)، منشور کمیته حسابرسی (۱۳۹۱)، منشور فعالیت حسابرسی داخلی (۱۳۹۱) و دستورالعمل کنترل‌های داخلی (۱۳۹۱) اقدام کرده است. با توجه به این سابقه، بازار سرمایه ایران را می‌توان جزو بازار سرمایه اقتصادهای نوظهور تلقی کرد. درباره آثار رویه‌های مختلف گزارشگری مالی، آگاهی بخشی قیمت سهام، توسعه بازار سرمایه (عمق و عرض) سهام شرکت‌ها بر رفتار طرفین داد و ستد اوراق بهادار، شناخت قابل توجهی در دست نیست. بنابراین هدف از اجرای تحقیق حاضر نیز جبران بخشی از این ابهامات است.

فرضیه‌ها

با توجه به مبانی نظری و پیشینه مورد بحث، دو فرضیه به شرح زیر قابل طرح است:

فرضیه اول: بین گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد.

فرضیه دوم: توسعه بازار سرمایه (عمق و عرض) رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

روش‌شناسی

روش تحقیق حاضر، آرشیوی است و با توجه به جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی شرکت‌ها به آن روش پس‌رویدادی نیز اطلاق می‌شود. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۲ است. نمونه تحقیق به شیوه حذفی انتخاب شده است و در این انتخاب، بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه نادیده گرفته شده است. برای انتخاب نمونه از میان سایر شرکت‌ها شرایطی مانند دوره مالی منتهی به پایان اسفند ماه و تغییر ندادن سال مالی در بازه زمانی تحقیق در نظر گرفته شده است. با توجه به شرایط یاد شده تعداد ۸۷ شرکت به

عنوان نمونه انتخاب شدند. داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین، جمع‌آوری و با استفاده از رگرسیون چند متغیره، تجزیه و تحلیل شده است. مدل اصلی تجزیه و تحلیل داده‌ها به شرح زیر است:

$$P\text{-inform}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times A_SCORE_{i,t-1} + \sum controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$P\text{-inform}_{it}$: متغیر وابسته تحقیق است که نشان‌دهنده آگاهی بخشی قیمت سهام شرکت i در سال t است. این متغیر با معیار $Synch$ (همزمانی تغییر بازده سهام شرکت با تغییرات بازده بازار) و با استفاده از رابطه زیر اندازه‌گیری شده است:

$$Synch = \ln\left(\frac{R^2}{1-R^2}\right) \quad (2)$$

R^2 : ضریب تعیین مدل رگرسیون زیر است که بین بازده سالانه سهام هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه و بازده بازار اجرا می‌شود:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R_{M,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

A_SCORE : معیار گزارشگری مالی متهورانه (متغیر مستقل تحقیق) و در واقع نقطه مقابل گزارشگری مالی محافظه کارانه است. به همین دلیل یکی از روش‌های مناسب برای اندازه‌گیری آن، استفاده از معیار محافظه کاری خان و واتنز (۲۰۰۹) به نام C_SCORE است. طبق این معیار، محافظه کاری برای هر سال - شرکت جداگانه اندازه‌گیری می‌شود. فرایند اندازه‌گیری این متغیر به شرح زیر است:

$$\frac{Earn_{i,t}}{MV_{i,t-1}} = \beta_{1,t} + \beta_{2,t} NEG_{i,t} + \beta_{3,t} RET_{i,t} + \beta_{4,t} NEG_{i,t} \times RET_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (4)$$

$$\beta_{4,t} = \lambda_{1,t} + \lambda_{2,t} size_{i,t} + \lambda_{3,t} MTB_{i,t} + \lambda_{4,t} lev_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (5)$$

$$C_SCORE = \lambda_{1,t} + \lambda_{2,t} size_{i,t} + \lambda_{3,t} MTB_{i,t} + \lambda_{4,t} lev_{i,t} \quad (6)$$

$$A_SCORE = (-1) \times C_SCORE \quad (7)$$

$Earn_{i,t}$: سود پیش از اقلام غیرعادی شرکت i در دوره t

$MV_{i,t-1}$: ارزش بازار سرمایه شرکت i در ابتدای دوره t (تعداد سهام ضرب در قیمت

نهایی سهام در ابتدای دوره)

$NEG_{i,t}$: متغیر مجازی، در صورت منفی بودن بازده سهام شرکت i در دوره t برابر با یک و در غیر این صورت صفر.

$RET_{i,t}$: بازده سالانه سهام شرکت i در دوره t

$\beta_{4,t}$: ضریب $NEG_{i,t}$ در مدل ۴ بالا و نشان دهنده محافظه‌کاری است. $\beta_{4,t}$ حاصل از مدل ۴ در ماتریس داده‌های مدل ۵ قرار می‌گیرد تا ضرایب لازم برای محاسبه C_SCORE در رابطه ۶ برآورد شود.

$Size_{i,t}$: اندازه شرکت و برابر است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت i در دوره t
 $MTB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار سرمایه به ارزش دفتری سهام شرکت i در دوره t
 $Lev_{i,t}$: اهرم مالی و برابر است با کل بدهی‌ها تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت i در دوره t
 برای آزمون فرضیه اول مبنی بر وجود رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه با همزمانی قیمت سهام از مدل رگرسیون زیر استفاده می‌شود:

(۸)

$$Synch = \alpha_0 + \alpha_1 A_SCORE + \alpha_2 Lev + \alpha_3 Turnover + \alpha_4 STD_ROA + \alpha_5 IND_Size + \alpha_6 Size + \alpha_7 MTB + \varepsilon_{i,t}$$

هنگام اجرای مدل رگرسیون بالا، مطابق با تحقیقات مشابه (از جمله تحقیق گول و همکاران، ۲۰۱۰؛ یو و همکاران، ۲۰۱۳) حسب مورد آثار متغیرهای دیگری مثل حجم معاملات سهام شرکت، اندازه شرکت، اندازه صنعت، اهرم مالی، انحراف استاندارد بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، کنترل شده است. نحوه اندازه‌گیری متغیرهایی که پیش از این معرفی نشده به شرح زیر است:

Lev : اهرم مالی برابر با جمع بدهیها تقسیم بر جمع داراییهای شرکت i در دوره t است.
 IND_Size : اندازه صنعت که برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی شرکت‌های صنعت است.

ROA : بازده دارایی‌ها که برابر است با نسبت سود خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها
 STD_ROA : انحراف استاندارد بازده دارایی‌ها طی یک دوره سه ساله است که بصورت چرخشی اجرا می‌شود.

$Turnover$: تعداد سهام مبادله شده شرکت i بر مجموع تعداد سهام مبادله شده شرکت‌های صنعت i در دوره t است.

برای آزمون فرضیه دوم مبنی بر تأثیر توسعه بازار سرمایه بر رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه با تغییرات همزمان بازده سهام از مدل رگرسیون زیر استفاده می شود.

(۹)

$$\begin{aligned} Synch = & \alpha_0 + \alpha_1 A_SCORE + \alpha_2 A_SCORE \times Depth \\ & + \alpha_3 A_SCORE \times Breadth + \alpha_4 Depth \\ & + \alpha_5 Breadth + \alpha_6 Lev + \alpha_7 Turnover \\ & + \alpha_8 STD_ROA + \alpha_9 IND_Size + \alpha_{10} Size \\ & + \alpha_{11} MTB + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

نحوه اندازه گیری همه متغیرهای مدل بالا به استثنای متغیرهای مربوط به توسعه بازار سرمایه (متغیر مداخله گر)، قبلاً معرفی شده است. در تحقیق حاضر از دو مشخصه «عمق» و «عرض» برای توصیف توسعه بازار سرمایه استفاده شده است. برای اندازه گیری عمق بازار مانند تحقیق فتحی و عسگرنژاد نوری (۱۳۸۸) از دو معیار زیر استفاده شده است:

۱. لگاریتم حجم مبادله سهام شرکت های صنعت i در دوره t

۲. دفعات مبادله سهام شرکت i در دوره t

برای اندازه گیری عرض بازار از شاخص تمرکز هرfindال (۱۹۵۰) - هیرشمن (۱۹۴۵) و شاخص ترکیب سرمایه صنعت (با اقتباس از روش فتحی و عسگرنژاد نوری، ۱۳۸۸) به شرح زیر استفاده شده است:

$$\text{نرخ تمرکز (شاخص تمرکز هرfindال-هیرشمن)} = \frac{(\text{مجموع قیمت سهام شرکت } i \text{ در دوره } t)^2}{(\text{مجموع قیمت سهام صنعت } i \text{ در دوره } t)^2} \quad (10)$$

$$\text{ترکیب سرمایه صنایع عضو بورس} = \frac{\text{مجموع قیمت سهام صنعت } i \text{ در دوره } t}{\text{مجموع قیمت سهام صنعت } i \text{ در بازه زمانی تحقیق}} \quad (11)$$

مقادیر حاصل از روابط بالا برای مشخصه های عمق و عرض بازار، واحد یکسانی ندارد و به بیان دیگر همگن نیست. برای همگن کردن این مقادیر طبق روش پیشنهادی

امیری (۱۳۹۰) از فرمول شاخص پایه بر حسب درصد و دارای مقدار بین صفر و یک، استفاده شده است. برای مثال، فرمول شاخص پایه برای متغیر حجم معاملات به شرح زیر است:

(۱۲)

= شاخص پایه حجم مبادلات سهام

کمترین حجم معاملات صنعت t در بازه زمانی - حجم معاملات صنعت t در سال t

کمترین حجم معاملات صنعت t در بازه زمانی - بیشترین حجم معاملات صنعت t در بازه زمانی

پس از همگن کردن واحد مشخصه‌های عمق و عرض لازم است که دو مشخصه جزئی مربوط به عمق بازار و دو مشخصه جزئی مربوط به عرض بازار به صورت زیر با هم ترکیب و شاخص کلی هر کدام محاسبه شود:

$$(13) \quad \text{شاخص عمق (Depth)} = \frac{\text{دفعات معاملات} + \text{حجم معاملات}}{2}$$

$$(14) \quad \text{شاخص عرض (Breadth)} = \frac{\text{نرخ تمرکز} + \text{ترکیب سرمایه}}{2}$$

یافته‌ها

جدول شماره ۱ شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرها را نشان می‌دهد. میانگین و میانه متغیر گزارشگری مالی متهورانه، رقمی منفی است و این حاکی از آن است که بطور متوسط گزارشگری مالی شرکتهای مورد مطالعه به سمت محافظه‌کاری گرایش دارد. میانگین و میانه متغیر همزمانی قیمت سهام هم رقمی منفی است و حاکی از آن است که ضریب تعیین (R^2) مدل رگرسیون بازده بازار و بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه، سطح پایینی دارد و در اغلب موارد کمتر از ده درصد است. یعنی بازده بازار (R_M) تنها حدود ده درصد از رفتار و تغییرات بازده سهام (R_i) شرکت‌های مورد مطالعه را توضیح می‌دهد؛ به بیان دیگر همزمانی تغییرات بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه با تغییرات بازده بازار اندک است. آمار توصیفی سایر متغیرها هم حاوی اطلاعات مفیدی است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

نماد متغیر	انحراف					
	میانگین	میان	معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل
Synch	-۰/۸۴۲۴	-۱/۰۲۸۸	۰/۹۴۴۶	۰/۸۳۰۵	۰/۰۶۰۱	-۲/۱۹۶
A_SCORE	-۰/۰۴۸۹	-۰/۰۹۵۷	۰/۳۱۲۸	۱/۰۳۸	۱/۸۰۱	-۰/۹۶۰۴
Depth	۰/۲۶۴۴	۰/۱۵۵۳	۰/۲۸۸۵	۱/۶۲۳	۱/۵۴۱	۰/۰۲۰۵
Breath	۰/۳۲۶۳	۰/۳۰۸۵	۰/۱۸۰۴	۰/۲۹۲۱	-۰/۳۸۱۰	۰/۰۰۹۲
Lev	۰/۵۹۶۰	۰/۶۲	۰/۱۷۳۲	-۰/۴۴۵۷	-۰/۱۰۱۵	۰/۰۸۹۰
Turnover	۰/۰۹۴۵	۰/۰۱۴۶	۰/۲۰۹۰	۳/۲۱۱	۹/۹۷۹	۰/۰۰۰۰
STD_ROA	۰/۰۴۶۷	۰/۰۳۵۱	۰/۰۳۷۲	۱/۳۱۰	۱/۵۳۰	۰/۰۰۰۴
IND_Size	۱۳/۵۴۹	۱۳/۵۵۴	۰/۷۰۳۰	-۰/۸۸۹۱	۱/۷۶۴	۱۰/۶۵۶
Size	۱۱/۸۷۱	۱۱/۸۱۲	۰/۶۲۵۰	۰/۶۵۰۷	۰/۹۳۹۲	۱۰/۲۵۵
MTB	۱/۹۸۷	۱/۷۱۶	۱/۱۳۹	۰/۸۲۲۲	-۰/۱۷۶۱	۰/۲۰۰۰
R _{it}	۰/۱۹۹۳	۰/۱۲۱	۰/۴۱۳۶	۰/۷۸۱۸	۰/۳۳۸۴	-۰/۷۸۵۰

A_SCORE: گزارشگری مالی متهورانه؛ Lev: اهرم مالی؛ Synch: همزمانی قیمت سهام؛ Depth: عمق بازار؛ Breadth: عرض بازار؛ Lev: اهرم مالی؛ Turnover: حجم معاملات سهام شرکت؛ STD_ROA: انحراف استاندارد بازده دارایی؛ IND_Size: اندازه صنعت؛ Size: اندازه شرکت؛ MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول مبنی بر وجود رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و تغییرات همزمان بازده سهام در جدول شماره ۲ نشان داده شده است. نتایج حاکی از آن است که گزارشگری مالی متهورانه بر همزمانی قیمت سهام تأثیر دارد. رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام، مثبت و معنی دار است. یعنی هر چه گزارشگری مالی شرکت، متهورانه باشد بطور متوسط اطلاعات خاص شرکت تأثیر کمتری بر قیمت سهام آن دارد و در نتیجه آگاهی بخشی قیمت سهام آن کاهش می یابد. در این وضعیت قیمت سهام شرکت بیشتر از روند بازار تبعیت می کند و اطلاعات خاص شرکت بر قیمت سهام آن تأثیر اندکی دارد.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول بر اساس داده‌های تابلویی و اثرات ثابت

$$Synch = \alpha_0 + \alpha_1 A_{Score} + \alpha_2 Lev + Turnover + \alpha_4 STD_{ROA} + \alpha_5 IND_{Size} + \alpha_6 Size + \alpha_7 MTB + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
C	۰/۰۴۰۵	۰/۰۵۲۴	۰/۹۵۸۲
A_Score	۰/۳۵۵۷	۴/۱۴۵	۰/۰۰۰۰
Lev	-۱/۳۹۳	-۶/۹۶۱	۰/۰۰۰۰
Turnover	۰/۱۳۴۷	۰/۶۴۶۶	۰/۵۱۸۱
STD_ROA	-۵/۸۰۲	-۹/۵۸۴	۰/۰۰۰۰
IND_Size	۰/۰۳۱۱	۰/۵۲۵۸	۰/۵۹۹۲
Size	-۰/۰۳۹۳	-۰/۶۲۳۳	۰/۵۳۳۳
MTB	۰/۱۱۳۰	۴/۱۷۷	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین (R ²)		۰/۴۵۴۴	
ضریب تعیین تعدیل شده (Adj. R ²)		۰/۳۸۰۷	
F فیشر		۶/۱۷۰	۰/۰۰۰۰
F لیمر		۲/۱۶۰	۰/۰۰۰۰
هاسمن		۲۴/۸۷۸	۰/۰۰۰۸
آماره دوربین واتسون		۲/۰۶۹	

A_Score: گزارشگری مالی متهورانه؛ Lev: اهرم مالی؛ Turnover: حجم معاملات سهام شرکت؛ STD_ROA: انحراف استاندارد بازده دارایی؛ IND_Size: اندازه صنعت؛ Size: اندازه شرکت؛ MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم مبنی بر تأثیر توسعه بازار سرمایه بر رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام در جدول شماره ۳ نشان داده شده است. نتایج حاکی از آن است که متغیرهای تعاملی «گزارشگری مالی متهورانه و عمق بازار» و «گزارشگری مالی متهورانه و عرض بازار» بر همزمانی قیمت سهام تأثیر دارد. بین این دو متغیر تعاملی و همزمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. یعنی هر چه عمق و عرض بازار بیشتر باشد، گزارشگری مالی متهورانه موجب می شود تبعیت قیمت سهام شرکت از روند بازار، تقویت شود. نشان دادن اثر تقویتی عمق و عرض بازار، تجزیه و تحلیل بیشتری را می طلبد. برای این کار و در واقع مقایسه ضریب گزارشگری مالی متهورانه با ضرایب متغیرهای تعاملی یاد شده از آزمون والد استفاده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم بر اساس داده‌های تابلویی و اثرات ثابت

$$\text{Synch} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{\text{Score}} + \alpha_2 (A_{\text{Score}} \times \text{Depth}) + \alpha_3 (A_{\text{Score}} \times \text{Breadth}) + \alpha_4 \text{Depth} + \alpha_5 \text{Breadth} + \alpha_6 \text{Lev} + \alpha_7 \text{Turnover} + \alpha_8 \text{STD}_{\text{ROA}} + \alpha_9 \text{IND}_{\text{Size}} + \alpha_{10} \text{Size} + \alpha_{11} \text{MTB} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	ضرایب	آماره t	معنی داری	سطح
C	۰/۳۵۴۲	۲/۸۲۴۵	۰/۰۰۶۲	
A_Score	۰/۲۱۵۵	۳/۴۵۱۲	۰/۰۰۰۹	
A_Score×Depth	۰/۳۹۵۲	۴/۳۹۱۲	۰/۰۰۰۰	
A_Score×Breadth	۰/۴۸۵۵	۴/۸۰۲۴	۰/۰۰۰۰	
Depth	-۰/۱۲۵۵	-۱/۲۷۵۵	۰/۲۲۲۶	
Breadth	-۰/۴۵۸۷	-۲/۹۵۴۴	۰/۰۰۳۶	
Lev	-۱/۰۸۷۴	-۳/۶۴۷۸	۰/۰۰۰۵	
Turnover	۰/۱۶۹۸	۰/۷۶۱۱	۰/۳۷۰۹	
STD_ROA	-۳/۵۸۷۴	-۶/۳۰۴۵	۰/۴۰۱۳	
IND_Size	۰/۰۷۸۸	۱/۶۹۸۵	۰/۱۰۵۹	
Size	-۰/۰۶۵۹	-۱/۰۱۵۵	۰/۱۸۵۵	
MTB	۰/۱۳۰۲	۳/۶۱۱۲	۰/۰۰۰۳	
ضریب تعیین (R ²)		۰/۵۵۸۷		
ضریب تعیین تعدیل شده (Adj. R ²)		۰/۵۲۶۵		
F فیشر		۵/۹۸۵۴	۰/۰۰۰۰	
F لیمر		۱/۹۸۶	۰/۰۰۰۰	
هاسمن		۲۶/۹۴۷	۰/۰۰۴۷	
آماره دوربین واتسون		۱/۸۹۵۴		

A_Score: گزارشگری مالی متهورانه؛ Lev: اهرم مالی؛ A_Score×Depth: متغیر تعاملی گزارشگری مالی متهورانه و عمق بازار؛ A_Score×Breadth: متغیر تعاملی گزارشگری مالی متهورانه و عرض بازار؛ Depth: عمق بازار؛ Breadth: عرض بازار؛ Lev: اهرم مالی؛ Turnover: حجم معاملات؛ STD_ROA: انحراف معیار بازده؛ IND_Size: اندازه صنعت؛ MTB: نسبت ارزش بازار به دفتری

نتایج آزمون والد در زمینه مقایسه ضریب متغیر تعاملی گزارشگری مالی متهورانه و عمق و عرض بازار با ضریب گزارشگری مالی متهورانه به تنهایی نشان می‌دهد میزان توسعه

بازار سرمایه از جمله دو مشخصه اصلی آن یعنی عمق و عرض، رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام را تشدید می‌کند.

جدول ۴. آزمون تفاوت ضریب گزارشگری مالی متهورانه با ضرایب متغیرهای تعاملی آن با عمق و عرض بازار

آزمون: $\alpha_1 = \alpha_3$		آزمون: $\alpha_1 = \alpha_2$	
-۰/۲۶۴۷	$\alpha_1 - \alpha_3$	-۰/۱۶۴۸	$\alpha_1 - \alpha_2$
۱۵/۶۳۵	آماره F	۱۳/۲۷۶	آماره F
***۰/۰۰۰۰	P-value	***۰/۰۰۰	P-value

سطح معنی داری به ترتیب: ** = ۰/۹۹ و * = ۰/۰۵ است.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و آگاهی بخشی قیمت سهام بررسی شد. مانند تحقیقات قبلی برای اندازه‌گیری آگاهی بخشی قیمت سهام از همزمانی قیمت سهام استفاده شد. نتایج حاصل نشان می‌دهد بین گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه بیانگر آن است که استفاده از رویه‌های گزارشگری مالی متهورانه، آگاهی بخشی قیمت سهام شرکت را کاهش می‌دهد. این یافته با نتیجه تحقیق یو و همکارانش (۲۰۱۳) مطابقت دارد. در ادامه، رابطه بین گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام با توجه به میزان توسعه بازار سرمایه (عمق و عرض بازار) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل حاکی از آن است که با افزایش عمق و عرض بازار سرمایه به عنوان شاخص‌هایی از توسعه بازار سرمایه، رابطه مثبت میان گزارشگری مالی متهورانه و همزمانی قیمت سهام، تشدید می‌شود. این یافته هم با نتیجه تحقیق یو و همکارانش (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

بطور کلی نتایج نشان می‌دهد گزارشگری مالی متهورانه بر آگاهی بخشی قیمت سهام شرکت آسیب می‌زند و در ضمن افزایش عمق و عرض بازار سرمایه این آسیب را شدیدتر هم می‌کند. زیرا همان‌طور که اشاره شد، گزارشگری متهورانه مانند گزارشگری محافظه‌کارانه به نوعی انحراف از گزارش واقعیت‌ها است و سطح شفافیت اطلاعاتی شرکت را کاهش می‌دهد و انگیزه سرمایه‌گذاران را برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به شرکت قبل از اقدام به داد و ستد سهام آن

از بین می برد. بدین ترتیب قیمت سهام شرکت نمی تواند انعکاس دهنده اطلاعات خاص مربوط به شرکت باشد. این وضعیت به ویژه با افزایش عمق و عرض بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه، تشدید هم می شود؛ زیرا بر خلاف بازار سرمایه کشورهای پیشرفته، ساز و کارهای کافی و مناسب برای جبران آثار مخرب گزارشگری مالی متهورانه وجود ندارد. بنابراین ضرورت دارد متولیان بازار سرمایه کشور هنگام اتخاذ سیاست های نظارتی، آثار گزارشگری مالی متهورانه را مورد توجه قرار دهند و سازوکار مناسبی را برای محدود کردن آن به اجرا بگذارند.

در بکار بستن این یافته ها باید محدودیت های تحقیق را هم در نظر داشت. از جمله باید به این نکته اشاره کرد که به دلیل وجود وقفه های معاملاتی زیاد در مبادله سهام شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران برای محاسبه همزمانی قیمت سهام به جای بازاده روزانه از بازده ماهانه استفاده شده است. طبق مبانی نظری مورد بحث، سازوکارهای راهبری شرکت می تواند آثار مخرب گزارشگری مالی متهورانه را تعدیل کند؛ آثار سازوکارهای راهبری شرکت در این تحقیق مورد بررسی قرار نگرفته است. بنابراین پیشنهاد می شود در قالب تحقیق مستقلی آثار سازوکارهای راهبری شرکت از جمله وجود کمیته حسابرسی، کیفیت حسابرسی مستقل و حضور سرمایه گذاران نهادی در شرکت مورد بررسی تجربی قرار گیرد.

یادداشت

1. Aggressive Financial Reporting
2. Stock Price Synchronicity
3. Depth
4. Breadth

منابع

- خانی، عبدالله و سلطانی، علیرضا (۱۳۹۲). گزارشگری مالی متهورانه و رابطه آن با گزارشگری مالیاتی متهورانه. *مجله اقتصادی، ماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی*، ۱۳ (۵ و ۶): صص ۱۶-۵.
- فتحی، سعید و عسگرنژاد نوری، باقر (۱۳۸۸). بررسی تاثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سرمایه. *بررسی های بازرگانی* ۷ (۳۸): صص ۹۳-۷۳.
- عبدلی، محمدرضا و بخشی، حسین و حسینی، سید احمد (۱۳۹۲). بررسی رابطه گزارشگری متهورانه مالی و اندازه شرکت ها با سیاست های متهورانه مالیاتی پژوهشنامه مالیات (۲۱) ۱۹: صص ۱۵۷-۱۷۰.

کامیابی، یحیی و پرهیزگار، بتول (۱۳۹۳). مطالعه رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه تحصیلی کارشناسی ارشد. دانشگاه مازندران.

گوگردچیان، احمد و فتحی، سعید و امیری، هادی و سعیدی ورنامخواستی، نسرین (۱۳۹۴). تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سرمایه کشورهای

منتخب. دانش سرمایه‌گذاری. ۴ (۱۵): صص ۱۵۶ - ۱۳۵.

- Gul, F. A., Kim, J. B & Qiu A. A (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: evidence from China. *Journal of Financial Economics* 95(3): PP. 425–442.
- Herfindahl, O. C. (1950). Concentration in the U.S. steel industry. doctoral dissertation. Columbia University.
- Hirschman, A. O. (1945). National power and the structure of foreign trade. Los Angeles: University of California Press.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79(2):PP. 257–292.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2–3): PP.132–150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58(1-2):PP. 3–27.
- Miller R. M. (2002). The impact of privatization on stock market development. university of Illinois at urbana-champaign.
- March, R., Yeung, B. & Yu,w.(2000). The information content of stock markets. *Journal of Financial Economics*, 95, PP. 215 – 260.
- Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyd's Banking Review* 153 (July):PP. 1–15.
- Watts, R. L. (2003) b, Conservatism in accounting, Part I, explanations and implications. *Accounting Horizons* 17(3):PP 207-221.
- Watts, R. L. (2003) b, Conservatism in accounting, Part II, evidence and research opportunities. *Accounting Horizons* 17(4): 287-301.
- Yu, Z., L. Li, G. Tian, H. Zhang. (2013). Aggressive reporting, investor protection and stock price informativeness: evidence from Chinese firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 22(2): PP. 71-85.
- Upadhyay A. D., Bhargava, R., & Faircloth S. D. (2014). Board structure and role of monitoring committees, *Journal of Business Research*, 67: PP.1486-1492.

