

مطالعه تأثیر اجرای قانون بورس اوراق بهادار تهران بر رفتار تحلیل گران مالی (مطالعه موردی: شرکت های عضو گروه صنعت سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

صادق صفری¹

دانشجوی دکتری حسابداری، باشگاه پژوهشگران جوان

و نخبگان، واحد بین المللی کیش، دانشگاه آزاد

اسلامی، کیش، ایران

فرهاد شاه ویسی²

استاد یار گروه حسابداری دانشگاه رازی کرمانشاه

تاریخ پذیرش 1396/3/23

تاریخ دریافت 1395/9/6

چکیده

هدف از تغییر قوانین بازار سرمایه ایجاد انگیزه های بیشتر برای سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل است. در کشورهای در حال توسعه همچون ایران به منظور شفاف سازی اطلاعات مالی و فرهنگ سازی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار، تدوین قوانین و مقررات الزام کننده افشاء اطلاعات مالی شفاف، الزامات است. ضرورت تدوین قوانین و مقررات مرتبط با بورس اوراق بهادار حمایت از حقوق سرمایه گذاران، ساماندهی و حفظ و توسعه بازار سرمایه است. هدف از انجام این پژوهش، شناخت نقش قوانین و مقررات حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران (قانون بازار اوراق بهادار مصوب، 2005) بر رفتار تحلیل گری تحلیل گران مالی است. در این پژوهش به مطالعه تحلیلی رفتار تحلیل گران مالی در بورس اوراق بهادار تهران در طی دو بازه زمانی 2000 الی 2005 (قبل از تصویب قانون بازار اوراق بهادار سال

1- نویسنده مسئول safarisadege@yahoo.com

2- f.shahveisi@razi.ac.ir

DOI: 10.22067/Le.V 23i10.45017

2005) و سال‌های 2006 الی 2011 (بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار سال 2005) پرداخته شده است. به همین دلیل، رفتار تحلیل‌گران مالی بر مبنای خطای پیش‌بینی، پراکندگی پیش‌بینی و تعداد پیش‌بینی مورد مطالعه قرار گرفته است. شرکت‌های مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های عضو گروه صنعت سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بر گرفته و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره پانلی و پولی، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این است که، تفاوت معناداری در خطای پیش‌بینی سود وجود ندارد که این می‌تواند نشانگر شرایط خاص اقتصادی و سیاسی حاکم بر کشور در جهت ایجاد ابهام در محیط اطلاعاتی و عدم اطمینان محیط کسب و کار باشد. این قانون توانسته است که بر پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران اثر مثبت داشته که این امر نشان دهنده ابهام در محیط اطلاعاتی تحلیل‌گران است. تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران هیچ تفاوت معناداری نسبت به اجرای این قانون نداشته، دلیل آن می‌تواند ابلاغ مقررات افشای فوری اطلاعات در سال 2001 توسط شورای بورس باشد که تعداد پیش‌بینی را تحت تأثیر قرار داده است. در نتیجه، بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار سال 2005 رفتار تحلیل‌گران از لحاظ پراکندگی پیش‌بینی، تحت تأثیر قرار گرفته است.

کلیدواژه‌ها: قانون بازار اوراق بهادار، تحلیل‌گران مالی، شفافیت اطلاعات، افشاء اطلاعات، بازار سرمایه، خطای پیش‌بینی.

طبقه‌بندی موضوعی: G14-18, M41, K22

مقدمه

بازار اوراق بهادار ایران با تدوین مقررات جدید و توسعه نرم افزاری و سخت افزاری سازوکارهای نظارتی، توجه قابل ملاحظه‌ای به شفافیت و اطلاع‌رسانی (افشا) در بازار سرمایه نموده است. در قانون جدید بازار سرمایه (مصوب، 2005) تمهیدات لازم برای شفافیت و دسترسی آسان به اطلاعات پیش‌بینی شده است تا تمام سهامداران از تمام اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاری در اسرع وقت مطلع شوند. قانون بازار اوراق بهادار به عنوان صریح‌ترین قانون دارای ضمانت اجرایی در زمینه بازار سرمایه است و در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارایی اوراق بهادار در سال 2005 به تصویب رسیده است. این قانون، مشتمل بر شصت ماده و نه تبصره است که شامل هفت فصل می‌باشد. یکی از فصل‌هایی که این قانون را از قانون قبلی متمایز ساخته، فصل پنجم: اطلاع‌رسانی

(افشا) در بازارهای اولیه و ثانویه و ضمانت اجرایی آن یعنی فصل ششم: جرائم و مجازات‌ها است و این پژوهش با تاکید بر این زمینه و مبنا قرارداد آن صورت گرفته است. تردیدی نیست که شفافیت ویژگی بسیار مهمی برای کارآیی بازار و حذف رانت‌های اطلاعاتی به شمار می‌رود ولی شفافیت در صورتی که با مکانیسم‌های الزام‌آور برای پیاده‌سازی آن همراه نباشد، کافی نخواهد بود. هدف اصلی افشاء مطلع کردن تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران درباره مبلغ و زمان‌بندی جریان‌های نقدی آتی است. یک افشای خوب، دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران از سودهای سال‌های بعد را بهبود می‌بخشد، (Jesper & plenborg, 2008).

هدف از انجام این پژوهش، شناخت اثرگذاری قوانین و مقررات حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران (قانون بازار اوراق بهادار مصوب، 2005) بر رفتار تحلیل‌گری تحلیل‌گران مالی است. ایجاد مقررات سخت‌گیرانه برای افشای اطلاعات مربوط توسط شرکت‌ها و مقرر کردن مجازات برای عدم شفافیت اطلاعات شرکت‌ها، آن‌ها را مجبور به افشای اطلاعات و افزایش شفافیت می‌کند. تقاضا برای گزارشگری مالی و افشاء برخواسته از عدم تقارن اطلاعاتی و وجود تضاد منافع نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی است. افشای اطلاعات نقش با اهمیتی در کاهش این مسائل دارد. هدف از افشای اجباری، تأمین نیاز اطلاعاتی استفاده‌کنندگان و تضمین کیفیت اطلاعات از طریق رعایت استانداردها و قوانین است (Hejazi et al, 2010).

بنابراین با توجه به موارد فوق و اینکه تحلیل‌گران مالی نقش اساسی را در کارآیی بازار ایفا می‌کنند در این پژوهش بررسی می‌شود که آیا وضع این قانون توانسته بر رفتار تحلیل‌گران مالی تأثیر داشته و منجر به شفافیت بازار و کاهش عدم تقارن اطلاعات شود و به طور کلی تأثیر تصویب این قانون بر رفتار تحلیل‌گران مالی شرکت‌های عضو گروه صنعت سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل خطای پیش‌بینی، پراکندگی پیش‌بینی و تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران مورد بررسی قرار گرفته است. بدین ترتیب تغییرات این متغیرها در دو دوره زمانی 2000 الی 2005 (قبل از تصویب قانون سال 2005) و سال‌های 2006 الی 2011 (بعد از تصویب قانون سال 2005) مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

پیشینه پژوهش

پژوهش‌های خارجی زیادی پس از ابلاغ قانون افشای منصفانه سال 2000 در آمریکا، اثر

مقررات افشای منصفانه را بر روی رفتار تحلیل‌گران مالی (محیط اطلاعاتی) آزمون کردند. هفلین و همکارانش (Heflin et al, 2002) کاهش قابل ملاحظه‌ای را در محیط اطلاعاتی بازارهای سرمایه قبل از انتشار سود در دوره بعد از اعمال مقررات افشاء پیدا نکردند. اما یک افزایش قابل ملاحظه‌ای در تعداد افشای اختیاری بعد از مقررات یافتند. همچنین آنها بیان می‌کنند که مقررات افشاء بر دقت و پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گر اثری ندارد. نتایج پژوهش‌های فرانکل و همکارانش (Francel et al, 2003) که بر روی 1720 شرکت انجام شده، بر افزایش تعداد آگهی‌های قبل از اعلان سود در دوره بعد از اجرای مقررات افشاء دلالت دارد.

گومز و همکاران (Gomes et al, 2006) آثار افشای منصفانه بر متغیرهای بازار شامل، تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران، افشای آگهی قبل از اعلان سود، خطای پیش‌بینی و نوسان در اعلام سود شرکت‌ها را از طریق سری زمانی مقطعی و رگرسیون اثرات ثابت شرکت روی متغیرها بررسی و تحلیل نمود. آزمون‌ها بر مبنای تقسیم نمونه بر اساس اندازه شرکت می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران تابعه شرکت‌های بزرگ افزایش یافته و در شرکت‌های متوسط و کوچک با کاهش همراه است. افزایش مشاهده شده در انتشار آگهی قبل از اعلان سود بعد از مقررات افشاء، محدود به شرکت‌های بزرگ و متوسط است و در شرکت‌های کوچک تغییر مهمی در میزان انتشار مشاهده نشد. همچنین یافته‌ها نشان داد که خطای پیش‌بینی برای شرکت‌های با اندازه بزرگ و متوسط کاهش و برای شرکت‌های کوچک افزایش داشته است.

چونگ و همکاران (Cheong et al, 2010) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی بین دوره قبل و بعد از پذیرش اصول معادل استرالیا بر طبق استانداردهای بین‌المللی گزارشگری متفاوت است. برای انجام این پژوهش شرکت‌هایی که بعد از تصویب این اصول از آن استفاده کرده‌اند برای مدت 6 سال مورد بررسی قرار گرفتند. به این شکل که 3 سال قبل از سال 2005 و 3 سال بعد از آن یعنی تا سال 2007. آن‌ها دریافتند که صحت پیش‌بینی تحلیل‌گران بعد از اینکه استرالیا از استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی استفاده کرده، بیشتر شده است. افشای محیطی که به صورت متوالی و منطبق بر اصول ملی هستند مجموعه اطلاعات موجود را برای تحلیل‌گران مالی ارتقاء می‌دهد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که دقت پیش‌بینی‌ها (معکوس خطای پیش‌بینی) بعد از اینکه استرالیا از اصول معادل استانداردهای بین‌المللی

گزارشگری استفاده کرده بیشتر شده است.

کرمیر و همکاران (Cormier et al, 2012) با پژوهشی تحت عنوان الزامات افشای محیطی به صورت متوالی تحت مقررات بازار سهام کانادا و تأثیر آن بر پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران، به این موضوع پرداختند که آیا افشای محیطی تصویب شده باعث ارتقاء سطح اطلاعات موجود برای تحلیل‌گران مالی شده است. آن‌ها پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران را به وسیله متغیرهای خطای پیش‌بینی، پراکندگی پیش‌بینی، دقت اطلاعات عمومی برای تحلیل‌گران، به صورت کلی اندازه‌گیری کردند و به این نتیجه رسیدند که افشای محیطی به صورت متوالی و منظم بر طبق مقررات، مجموعه اطلاعات موجود برای تحلیل‌گران مالی را ارتقاء می‌دهد. به عبارتی باعث کاهش پراکندگی و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران می‌شود.

در ایران تاکنون پژوهشی در رابطه با تأثیر مقررات بر رفتار تحلیل‌گران مالی انجام نشده است. بنابراین ما به پژوهش‌هایی که حداقل یکی از متغیرهای موضوع را در بر گیرند استناد می‌کنیم. حجازی و همکاران (Hejazi et al, 2010) به بررسی آثار تصویب مقررات افشاء بر روی کیفیت اطلاعات سود منتشر شده توسط شرکت پرداختند. آن‌ها آثار تصویب مقررات در سه مقطع زمانی دوره پیش از مقررات بورس، دوره بعد از تصویب مقررات و پیش از تصویب قانون بازار اوراق بهادار و دوره بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار را بررسی کردند. کیفیت اطلاعات بر مبنای سرعت ارائه اطلاعات (به‌موقع بودن) و خطای پیش‌بینی (اتکاپذیری) اندازه‌گیری شده و نتایج حاکی از آن است که کاهش در درصد خطای پیش‌بینی سود مدیران مشاهده نگردیده، که به نظر می‌رسد به عدم اطمینان محیط کسب و کار مربوط باشد، اعلام سود رسمی شرکت‌ها بعد از مقررات به موقع‌تر صورت گرفته است. در نتیجه بعد از تصویب مقررات، کیفیت افشاء از لحاظ به موقع بودن بهبود داشته است.

اعتمادی و همکاران (Etemadi et al, 2011) در پژوهشی تحت عنوان محتوای ارزشی افشای اجباری، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا این افشای اجباری، رابطه بین بازده سهام جاری و سودهای آتی را بهبود می‌بخشد و اطلاع‌دهندگی بیشتری برای سهامداران فراهم می‌کند. در این رابطه نمونه‌ای متشکل از 151 شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره 2002 تا 2009 این موضوع را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که افشای صورت گرفته در گزارش‌های شرکت‌ها حاوی محتوای اطلاعاتی درباره سودهای آتی بوده و سرمایه-

گذاران از این اطلاعات افشاء شده در تصمیم‌گیری‌هایشان استفاده می‌کنند. تهرانی و میمند (Tehrani and meymand, 2011) در پژوهشی اثرگذاری اطلاعات مختلف و ارائه صادقانه آنها بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تحلیل‌گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. هدف آنها میزان اهمیت منابع اطلاعاتی مختلف و میزان صداقت در ارائه آنها بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تحلیل‌گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تحلیل‌گران از سه منبع اطلاعاتی در ارزیابی سهام استفاده می‌کنند و ارزیابی سهام مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت بر تصمیم‌های خرید یا فروش سهام تحت تأثیر میزان صداقت در ارائه اطلاعات حسابداری قرار دارد.

ادبیات و مبانی نظری

قانون بازار اوراق بهادار (مصوب، 2005) قانونی است که، مشتمل بر شصت ماده و نه تبصره که شامل فصل اول: تعاریف و اصطلاحات، فصل دوم: ارکان بازار اوراق بهادار، فصل سوم: بازار اولیه، فصل چهارم: بازار ثانویه، فصل پنجم: اطلاع‌رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه، فصل ششم: جرائم و مجازات‌ها و فصل هفتم: مقررات متفرقه و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارآی اوراق بهادار در تاریخ اول آذر ماه یک‌هزار و سیصد و هشتاد و چهار به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید و چهار ماه پس از تصویب نیز لازم‌الاجرا شد. تحلیل‌گران مالی اشخاصی هستند که در عمل «تحلیل‌گری مالی» درگیر می‌باشند. تحلیل‌گری به عنوان فرآیند یا روش مطالعه ماهیت و سرشت چیزی به منظور تعیین جنبه‌های ذاتی و روابط آن تعریف می‌شود. تحلیل‌گران ساختارها را به منظور شناسایی آنها تجزیه و تحلیل می‌کنند. در واقع کار آنان گامی مهم در شناسایی وجود یک مسئله و رسیدن به علت ریشه‌ای آن است (marshall and bansal, 2007). نقش تحلیل‌گران مالی به عنوان استفاده‌کنندگان و انتقال دهندگان اطلاعات مالی، به شکل گسترده‌ای توسط جوامع حرفه‌ای حسابداری شناسایی شده و در روند تدوین استانداردهای حسابداری در دنیا نیز مورد توجه قرار گرفته است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی هستند که سرمایه‌ها و منابع مالی سرمایه‌گذاران را جمع و بر اساس اهداف و راهبرد (استراتژی)های خود در بازارها و دارایی‌های معین، از جمله

سبد متنوعی از اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری می‌کند. از مزایای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد، ویژگی و مزیت بزرگی است که با اتکا به مشاوران حرفه‌ای سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های گسترده و برخورداری از اطلاعات کافی بازار و معامله‌گران ماهر اوراق بهادار به دست می‌آید (Tehran Stock Exchange, 2011)، بورس اوراق بهادار یکی از کارآترین روش‌ها برای جذب نقدینگی سرگردان و راکد مردمی است که به راحتی قادر به استفاده بهینه از سرمایه خود نیستند آنها علاوه بر مشارکت گسترده در مالکیت واحدها و استفاده از مزایای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به پس‌انداز هرچه بیشتر و مصرف هر چه کمتر تشویق خواهند شد و با جذب این نقدینگی و هدایت آن در فعالیت‌های سازنده و مفید اقتصادی باعث تحقق اهداف ضد تورمی نیز خواهند (barzgar et al, 2009). طرز فکر ایده آل در بازار این است که نه عرضه‌کنندگان و نه تقاضاکنندگان منابع به خود اجازه اعمال خلافکارانه و گسترش فساد را ندهند. وجود قوانین و مقررات جامع و پیاده‌سازی صحیح آن می‌تواند بستری برای ترویج این فرهنگ باشد. با گذر زمان الزام به رفتار بر اساس قوانین تبدیل به فرهنگ می‌شود و این همان ویژگی است که در بازار سرمایه به آن نیازمندیم.

نتایج تجربی افشاء عموماً مطابق پیش‌بینی‌های جریان‌های تئوری مالی است که اطلاعات عمومی بیشتر، ارزش شرکت را با کاهش هزینه سرمایه یا افزایش جریان‌های نقدی که به سهامداران تعلق می‌گیرد یا هر دوی این‌ها، افزایش می‌دهد. علاوه بر این، آن‌ها پیشنهاد می‌کنند که انواع مشابه تحلیل‌گران به عنوان پاسخ‌دهندگان بی‌تفاوت به انواع مختلف افشاء، حیاتی است (Etemadi et al, 2011).

اصطلاح بازار منصفانه (بی‌طرفی) تأکید بر این مطلب دارد که تمامی مشارکت‌کنندگان در بازار باید بتوانند تحت مقررات و شرایط یکسانی عمل کنند به نحوی که هیچ‌گونه نابرابری مداوم و بیش از اندازه در خصوص دسترسی به اطلاعات، دستیابی به بازار و تقدم انجام سفارش وجود نداشته باشد. در ضمن، بی‌طرفی بازار بر اعتماد سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان اشاره دارد که ناشی از احساس مصون بودن در برابر اقدامات متقلبانه و دستکاری قیمت در بازار (از قبیل، معامله بر اساس اطلاعات محرمانه) و نحوه برخورد یکسان از جانب متخصصان بازار با ایشان است (salim et al, 2009). اطلاعات نامتقارن، رشد و شواهد نظری و عملی آن، اکنون جعبه ابزار هر متخصص اقتصاد مالی را تشکیل می‌دهد. نظریه اطلاعات نامتقارن به درک ما از عملیات نمادها و بازارهای

مالی، تأثیر گذاشته است. پیامدهای ناشی از اطلاعات نامتقارن بر برخی موضوعات مالی و اقتصادی مانند: بدهی شرکت، سیاست سود سهام و سرمایه‌گذاری، عمق و دوره زمانی چرخه‌های کسب و کار، نرخ رشد اقتصادی دراز مدت و منشأ بحران‌های مالی و بین‌المللی اثر می‌گذارد (mirjalili, 2008). در شرایط اطلاعات نامتقارن و با توجه به استفاده سرمایه‌گذاران از اطلاعات ناقص ارائه شده توسط مدیران شرکت، اوراق بهادار ممکن است نادرست قیمت‌گذاری شوند (jeff Madura p: 20, 2009). در حالت کلی تئوری مقررات¹ بیان می‌کند که مقررات عمومی به دلیل ناتوانی بازار در موارد زیر توجیه‌کننده است: (1) عدم تقارن اطلاعاتی (2) اهمیت پیامدهای برون‌سازمانی². عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل وجود انتخاب نادرست بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌های تجاری منجر به تخصیص نادرست سرمایه می‌شود. شرکت‌ها با داشتن اطلاعات بهتر، انگیزه کافی برای متورم کردن ارزش فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را دارند (Tadesse et al, 2005) واتز و زیمرمن (watts & zimmerman, 1986)، بیان می‌کنند که از طریق وضع حداقل الزامات افشاء، شکاف اطلاعاتی بین کارگزاران مطلع و غیرمطلع کاهش می‌یابد. توجیه دیگر برای وجود مقررات افشاء، پیامدهای برون‌سازمانی است. آنان مطرح کردند که اطلاعات حسابداری به عنوان کالای عمومی در معرض مشکل سواری مجانی³ قرار دارد. این نتایج سبب عدم تعادل بین ارزش عمومی و خصوصی اطلاعات می‌شود که منجر به تولید ناکافی اطلاعات می‌گردد، بنابراین افشاء اجباری می‌شود (Hejazi et al, 2010).

در صورت فقدان یک الزام معتبر در مورد افشاء صحیح، سرمایه‌گذاران قادر به تشخیص شرکت‌هایی با افشاء صحیح نیستند. دو روش برای الزام شرکت‌ها به افشای صحیح وجود دارد: الف) لغو صلاحیت تصمیم‌گیری در افشای اطلاعات در مورد کسانی که از عدم افشای اطلاعات و صدمه شرکت منافی کسب می‌نمایند. شرکت‌ها تا حدودی از این راهبرد پیروی می‌نمایند، زمانی که از شرکت‌های حسابرسی برای بررسی صورت‌های مالی استفاده می‌کنند و سهام را از

1- Regulation Theory

2- Externalities

3- Free Rider

طریق پذیرهنویسان به فروش می‌رسانند.

ب) مکانیزم بازار برای الزام معتبر افشاء، پذیرش قوانین افشاء مالی در اکثر کشورها می‌باشد (Hejazi et al, 2010).

افزایش شفافیت و مشخص بودن سازوکار فعالیت در بازار زمینه حضور سرمایه‌گذاران خرد و غیرحرفه‌ای را فراهم آورده و امکان جذب پس‌اندازهای خانوار را در سطح گسترده‌ای فراهم می‌سازد، که این امر منجر به افزایش قابلیت نقدشوندگی بازار می‌شود (salim et al, 2009). شفاف بودن اطلاعات مورد نیاز سرمایه به سه طریق زیر می‌تواند بر کارآیی بازار و ارزش افزوده شرکتی تأثیر گذار باشد:

- 1- ارائه اطلاعات مفید و قابل اتکا در خصوص نتایج حاصل از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ریسک کمتر
- 2- راهنمایی مدیران برای به کارگیری و تخصیص بهینه منابع در فرصت‌های سرمایه‌گذاری که بازدهی مناسبی دارند.
- 3- کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران عمده از یک سو و سهامداران خرد از سوی دیگر (khaleghi moghadam et al, 2009).

علاقه‌مندان به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دو راه ممکن برای ورود به بازار پیشرو دارند. این دو راه را می‌توان به تعبیری راه‌های مستقیم و غیر مستقیم ورود به بازار نامید. در شیوه مستقیم، سرمایه‌گذار شخصاً اقدام به بررسی وضعیت بازار، جمع‌آوری و تحلیل داده‌های مربوط به صنایع و شرکت‌های مختلف و بالاخره تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌های مورد نظر می‌کند. در صورتی که یک شخص حقیقی یا حقوقی از توانایی‌ها و قابلیت‌های لازم برخوردار نباشد، ورود به شیوه مستقیم به بازار، انتخاب درستی برای وی نخواهد بود. امروزه، در بازارهای مالی راهکار مناسب‌تری برای سرمایه‌گذاری افراد غیرحرفه‌ای، به ویژه سرمایه‌گذاران خرد، در بازارهای سهام وجود دارد و آن، ورود غیر مستقیم به بازار از طریق نهادهای واسطه مالی، نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری است (Tehran Stock Exchange, 2011).

مطالعات پیرامون سودمندی واسطه‌ها حول محور تحلیل گران مالی حرکت می‌کند. تحلیل گران مالی از طریق جمع‌آوری اطلاعات از منابع عمومی و خصوصی به بررسی عملکرد

جاری شرکت‌ها و پیش‌بینی چشم‌اندازهای آتی آنها پرداخته و پیشنهادهایی در خصوص خرید، نگهداری و یا فروش سهام ارائه می‌کنند. نتایج مطالعات آکادمیک حاکی از این است که تحلیل گران مالی برای بازار سرمایه ارزش افزوده ایجاد می‌کنند.

تحلیل گری مالی بر اساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی صورت می‌گیرد. در تحلیل گری مالی، پس از بررسی وضعیت، پیشنهاد بهبود آن ارائه می‌شود که نوعی تصمیم‌گیری است. بنابراین بستر اصلی تصمیم‌گیری منطقی، این قبیل اطلاعات هستند. یکی از هدف‌های اصلی تحلیل گری مالی کشف نقاط قوت و ضعف واحد انتفاعی از دیدگاه مالی است (shahverdiani et al, 2013). در بازار سهام، تحلیل گران و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسیار مطلع‌تر از سایر سرمایه‌گذاران هستند. آن‌ها اطلاعاتی در رابطه با سیاست‌های تجاری شرکت‌ها از منابع عمومی و خصوصی گردآوری می‌کنند (Nofsing et al, 1992). تحلیل گران از اطلاعات حسابداری، اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت و سایر اطلاعات منتشر شده در ارزیابی سهام استفاده می‌کنند (talebnia et al, 2011). بسیاری از تحلیل‌گرانی که به مکانیسم کارآیی بازار اتکا می‌کنند، افشای بیشتر اطلاعات مالی و عملیاتی را خواستارند (shabahng, p:160, 2010). نظریات دانشگاهی درباره نقش اجتماعی تحلیل گران، این است که آنها از طریق تهیه اطلاعات در مورد اینکه آیا رفتار (عملکرد) مدیریت با منافع سهامداران سازگار هست یا نه، مدیران را نظارت می‌کنند. یک افشای خوب، دقت پیش‌بینی تحلیل گران از سودهای سال‌های بعد را بهبود می‌بخشد (Jesper and plenborg, 2008).

تعداد پیش‌بینی‌های تحلیل گران تابع شرکت‌های بزرگ افزایش می‌یابد و در شرکت‌های متوسط و کوچک با کاهش همراه است. افزایش مشاهده شده در انتشار آگهی قبل از اعلان سود، بعد از مقررات افشاء، محدود به شرکت‌های بزرگ و متوسط است و در شرکت‌های کوچک تغییر مهمی در میزان انتشار مشاهده نشده است (Gomes et al, 2006). مقررات افشای منصفانه بر رفتار پیش‌بینی تحلیل گران در زمان اعلام سود مؤثر است به گونه‌ای که بعد از اجرای مقررات افزایش در حجم معاملات و پراکندگی پیش‌بینی تحلیل گران مشاهده می‌شود. و به عبارتی بعد از اجرای مقررات، اختلاف در دید تحلیل گران افزایش یافته است (Bailey et al, 2003). بعد از اجرای مقررات افشاء تعداد آگهی‌های قبل از اعلان سود افزایش می‌یابد (Francel et al, 2003).

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش بر اساس هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و بر اساس نتایج و پیامدهای به‌دست آمده جزء پژوهش‌های تحلیلی می‌باشد و از طریق مقایسه کیفیت قانون بورس اوراق بهادار در دو دوره 2000 الی 2005 (قبل از تصویب قانون سال 2005) و سال‌های 2006 الی 2011 (بعد از تصویب قانون سال 2005) اثر وضع قانون بورس اوراق بهادار در ایران را ارزیابی می‌کند. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها از طریق بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز، ره‌آورد نوین و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار ایران گردآوری شده است و سپس با جمع‌بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده نرم‌افزار اکسل (Excel) برای تجزیه و تحلیل آماده شده و با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده، متغیرهای مورد نظر در این پژوهش محاسبه و برای تحلیل نهایی آماده و پس از آن تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزارهای آماری ای‌ویوس (Eviews) و مینی‌تب (Minitab) انجام شد. همچنین سطح اطمینان مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها و بررسی فرض کلاسیک رگرسیون 95 درصد است. علاوه بر این، به منظور آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل رگرسیون استفاده شده است و برای انتخاب بین داده‌های تابلویی (پانلی) و داده‌های تلفیقی (pooling) از آزمون F لیمر استفاده شد که بر اساس این آزمون، داده‌های تابلویی (پانلی) برای آزمون فرضیه‌های اول و سوم و داده‌های تلفیقی (pooling) برای آزمون فرضیه‌ی دوم انتخاب شدند. برای تعیین نوع داده‌های پانلی (اثرات تصادفی و اثرات ثابت) در فرضیه‌های اول و سوم از آزمون هاسمن استفاده شد به طوری که فرضیه اول پژوهش با استفاده از رگرسیون به روش پانلی با اثرات تصادفی و فرضیه سوم با استفاده از رگرسیون به روش پانلی با اثرات ثابت آزمون شدند. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فرض کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از جمله مهم‌ترین این فرض، فرض‌های مربوط به بررسی نرمال بودن باقیمانده‌های مدل، عدم خود همبستگی، عدم هم خطی و عدم ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل است. برای بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها از آزمون جارک‌رو- برا و تبدیلات کاکس- باکس استفاده شده است. آزمون دورین واتسون (DW) به منظور تشخیص وجود خود همبستگی بین باقیمانده‌ها، استفاده شد به منظور بررسی وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌ها، از آزمون وایت استفاده شد. در این

مطالعه جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت سرمایه‌گذاری و در محدوده زمانی معین (2000 تا 2011) می‌باشند که تعداد آنها برابر با 8 شرکت می‌باشد. به دلیل محدود بودن تعداد اعضای جامعه، کل جامعه مورد مطالعه قرار گرفته است که حجم جامعه پژوهش برای 12 سال مالی برابر با 96 مشاهده می‌باشد.

متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش قانون بورس اوراق بهادار (مصوب 2005) است به این صورت که به دو بازه زمانی به شرح زیر قبل و بعد از سال 2005 تقسیم‌بندی می‌شود:

1- دوره قبل از تصویب مقررات: سال‌های 2000 تا 2005

2- دوره بعد از تصویب مقررات: سال‌های 2006 تا 2011

این متغیر به وسیله یک متغیر مجازی به نام Z_t ، به این صورت که قبل از سال 2005 عدد صفر (0) و بعد از آن عدد یک (1) می‌گیرد در مدل‌های رگرسیونی مربوطه اندازه‌گیری می‌شود.

متغیر وابسته

4-2-1. **خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران**⁴: خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران شرکت (i) برای سال مالی (t) عبارت است از میانگین پیش‌بینی‌های سود تحلیل‌گران برای هر سهم در طول سال مالی منهای سود واقعی هر سهم تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای سال مالی (Chen et al, 2007)، (Keener et al, 2007).

$$FE_{it} = \frac{\text{Meanforcas } t - \text{Eps}}{\text{pris}}$$

پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران⁵: پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران شرکت (i) برای سال مالی (t) عبارت است از انحراف معیار پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران در طول سال مالی تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای سال مالی (Chen et al, 2007).

4- FE

5- FD

$$FD_{it} = \frac{\sigma}{PRIS}$$

تعداد پیش‌بینی تحلیل گران مالی⁶: شامل تعداد پیش‌بینی‌های که تحلیل گران شرکت در طول سال مالی انجام می‌دهد (Chen et al, 2007).

متغیرکنترل

متغیرهای کنترل شده این پژوهش که با توجه به استنادات وارده در مورد تأثیرگذاری این متغیرها بر متغیرهای وابسته مورد کنترل واقع شده‌اند به شرح زیر است:

اندازه شرکت (Size): بارون و همکاران (Barun et al, 2002) نشان دادند که یک ارتباط مثبت بین اندازه شرکت و کیفیت دسترسی اطلاعات برای تحلیل گران وجود دارد. بنابراین در تحلیل‌ها اندازه شرکت را به وسیله لگاریتم گرفتن از ارزش دفتری کل دارایی‌ها کنترل شده است و انتظار داریم رابطه منفی بین خطای پیش‌بینی تحلیل گران و اندازه شرکت وجود داشته باشد. اندازه شرکت عبارت است از؛ لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت.

بازده دارایی‌ها (RoA): مطالعات نشان می‌دهد که بین سطح افشای محیطی و عملکرد مالی (سودآوری) شرکت‌ها رابطه‌ی مثبتی وجود دارد (Cormier et al, Gardner and et al, 1984). (2003, 2012). از بازده دارایی‌ها به عنوان شاخص عملکرد مالی استفاده شده است و نحوه محاسبه آن بدین شرح است: سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی.

ریسک سیستماتیک بتا (Bet): پژوهش‌ها نشان می‌دهند که ریسک بالای یک شرکت می‌تواند مشکلات زیادی را در جهت پیش‌بینی سودهای شرکت‌ها به وجود آورد و خطای پیش‌بینی برای سهام با ابهام زیاد، بالاست (Braun et al, 1999). ریسک سیستماتیک بتا برابر است با: کوواریانس بازده سهم و بازده بازار تقسیم بر واریانس بازده بازار.

اهرم (TDTA): چونگ و همکاران (Cheong and et al, 2010) بیان می‌کنند که بین اهرم مالی و خطای پیش‌بینی سود، ارتباط وجود دارد و این چنین محاسبه می‌شود: کل بدهی‌های

شرکت تقسیم بر کل دارایی‌های آن.

نمره z آلتمن (Alt-Z): بیان‌کننده مشکلات مالی شرکت‌هاست که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. برای محاسبه نمره z از مدلی که کینر (Keener, 2007) در پژوهش خود استفاده کرد، استفاده شده است.

$$ALtManz = 0/012x_1 + 0/014x_2 + 0/033x_3 + 0/006x_4 + 0/999x_5$$

x_1 : سرمایه در گردش / کل دارایی $\times 100$

x_2 : سود و (زیان) انباشته / کل دارایی $\times 100$

x_3 : سود قبل از کسر شده و مالیات / کل دارایی $\times 100$

x_4 : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام / کل بدهی $\times 100$

x_5 : فروش / کل دارایی‌ها

مدل پژوهش

هر سه فرضیه پژوهش با توجه به مدل متغیرها که در قسمت متغیرهای پژوهش تشریح شد به وسیله برازش مدل رگرسیونی چند متغیره زیر آزمون می‌شوند:

$$FE/FD/FN = a_0 + b_1 Bet_{it} + b_2 Size_{it} + b_3 RoA_{it} + b_4 TDTA_{it} + b_5 ALtManz_{it} + Z + e$$

: خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی FE

FD: پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی

FN: تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی

Bet: ریسک سیستماتیک

Size: اندازه شرکت

RoA: بازده دارایی‌ها

TDTA: اهرم مالی

AltMan z: نمره ضد آلتمن

Z: متغیری مجازی است که قبل از اجرای قانون بورس اوراق بهادار (مصوب، 2005) عدد

صفر (0) و بعد از آن عدد یک (1) قرار می‌گیرد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالبی که بیان گردید، این مطالعه دارای سه فرضیه اصلی به شرح زیر است:

- 1- بین خطای پیش‌بینی تحلیل گران مالی قبل و بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار تهران، تفاوت معنادار وجود دارد.
- 2- بین پراکندگی پیش‌بینی تحلیل گران مالی قبل و بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار تهران، تفاوت معنادار وجود دارد.
- 3- بین تعداد پیش‌بینی تحلیل گران مالی قبل و بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار تهران، تفاوت معنادار وجود دارد.

یافته‌های پژوهش

جدول (1) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی، نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است.

جدول (1): شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش

متغیر	SIZE	TDTA	ROA	FE	FD	FN	ALTMAN	BETA
میانگین	5,878311	0,441948	0,151243	2,810725	0,766420	3,256614	1,845935	0,743995
میانه	5,938026	0,441948	0,181498	1,197898	0,723803	4,00000	2,535642	0,509255
بیشترین مقدار	7,014725	1,117458	0,863845	188,33331	3,087856	5,000000	341,9149	8,451100
کمترین مقدار	4,244625	0,002079	0,2599-	22,79952-	0,005865	2,000000	0,492154	1,13904-
انحراف معیار	0,675577	0,273949	0,185704	28,494118	0,708242	1,081453	50,46735	1,587634
چولگی	0,69569-	0,664258	0,896458	6,035789	1,142456	0,354258	4,539123	1,936456
کشیدگی	0,712598	-0,4256	1,559321	37,03012	1,105741	1,14202-	22,69845	5,707654
حجم نمونه	96	96	96	96	96	96	96	96

نرمال بودن متغیرها

برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون جارکو-برا استفاده شد و نتایج آزمون در جدول (2)

ارائه شده است.

جدول (2): بررسی نرمال بودن داده‌ها با استفاده از آزمون جارکو-برا

متغیر	SIZE	TDTA	ROA	FE
آماره جاک برا	9,528743	2,992531	5,99092	1753,191
سطح معنی داری	0,008528	0,223965	0,051584	0,000000
نتیجه آزمون	نرمال نیست	نرمال است	نرمال است	نرمال نیست
حجم نمونه	96	96	96	96

ادامه جدول (2): بررسی نرمال بودن داده‌ها با استفاده از آزمون جارکو-برا

متغیر	FD	FN	ALTMAN	BETA
آماره جاک برا	21,23086	11,57641	5570,081	445,1099
سطح معنی داری	0,000025	0,003063	0,000000	0,000000
نتیجه آزمون	نرمال نیست	نرمال نیست	نرمال نیست	نرمال نیست
حجم نمونه	96	96	96	96

چون داده‌ها نرمال نبودند (سطح معنی داری آزمون جارکو-برا کمتر از 0,05 بود) و برای اینکه داده‌ها یا به عبارت دیگر متغیرها نرمال شوند از تبدیلات کاکس-باکس با فرمول زیر استفاده شده است که در آن لاندا عدد ثابت بوده و مقادیر آن از 5 تا 5- تغییر کرده و جایگذاری آن در فرمول، نوع تبدیل مناسب جهت نرمال سازی بر روی متغیرها را مشخص می کند (bayazidi et al, 2010).

$$T(x_1) = x_1^{(\lambda)} = \frac{x_1^\lambda - 1}{\lambda} \quad (1)$$

در این پژوهش از لانداهای مختلف از جمله 0,19, 0,35, -1, -0,58 و 1 در نرم افزار مینی تب برای هر متغیر استفاده شده است.

فرضیه اول: بین خطای پیش بینی تحلیل گران مالی قبل و بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار، تفاوت معنادار وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه از مدل موجود در جدول (2) استفاده شده است. در این مدل متغیر Z به عنوان یک متغیر مجازی در نظر گرفته شده است که قبل از اجرای قانون بورس اوراق بهادار عدد صفر و بعد از آن عدد یک قرار می گیرد. همانگونه که قبلاً در بخش معرفی مدل توضیح داده شد، متغیرهای ریسک سیستماتیک (Bet)، اندازه شرکت (Size)، بازده دارایی‌ها (RoA)، اهرم

مالی (TDTA) و نمره ضد آلتمن (z ALtMan) به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. قبل از آزمون فرضیه ابتدا نوع داده‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. بررسی نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن در جداول (3) و (4) نشان می‌دهد که داده‌ها از نوع پانل می‌باشند و برای برآورد مدل باید از روش پانلی اثرات تصادفی استفاده نمود.

جدول (3): آزمون F لیمر خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران

مقدار ارزش احتمال (PV))	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون F
0,017	(8 و 93)	2,47

بنابراین در این قسمت فرضیه اول با استفاده از رگرسیون به روش تابلویی آزمون می‌شود.

جدول (4): نتایج آزمون هاسمن (متغیر وابسته: خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران)

مقدار ارزش احتمال (PV))	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون χ^2
0,96	6	1,44

همان‌طور که ملاحظه شد، نتایج آماره آزمون هاسمن دلالت بر این دارد که مناسب‌ترین روش برای تخمین مدل در داده‌های تابلویی روش اثرات تصادفی است. نتایج حاصل از اجرای مدل مربوط به فرضیه یک در جدول (5) ارائه شده است. با توجه به مقادیر ارائه شده در جدول، فرضیه اول مبنی بر معنادار بودن تفاوت خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی قبل و بعد از وضع قانون بورس اوراق بهادار (1384) در سطح اطمینان 95 درصد رد می‌شود. نتایج بیانگر این است که متغیر اجرای قانون بورس (Z) بر خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران (FE) تأثیرگذار نیست چون سطح معناداری برای این متغیر 47% بدست آمده است که بزرگ‌تر از سطح خطای 05% است. این می‌تواند ناشی از شرایط خاص اقتصادی و سیاسی حاکم بر کشور باشد که باعث ایجاد ابهام در محیط اطلاعاتی کشور شده است. افزایش یا کاهش متغیرهای ریسک سیستماتیک، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و نمره ضد آلتمن تأثیری بر خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران ندارد؛ زیرا سطح معناداری برای این متغیرها بزرگتر از سطح خطای 05% است. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش حجازی و همکاران (Hejazi et al, 2010) و هفلین و همکاران (Heflin et al,

(2002) مطابقت دارد.

جدول (5): نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول (خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران)

$FE = a_0 + b_1 Bet_{it} + b_2 Size_{it} + b_3 RoA_{it} + b_4 TDTA_{it} + b_5 Altman_{it} + Z + e$						
متغیرها	ضرایب متغیرها	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری آزمون	مقایسه با 0,05	نتیجه در مدل
BETA	0,779041	0,578686	1,346223	0,1812	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
SIZE	-1,628546	2,294686	-0,709703	0,479	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
ROA	0,491707-	14,36999	-0,034218	0,9728	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
TDTA	5,352408	7,355963	0,727628	0,4685	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
ALTMAN	0,043430	0,023689	1,833353	0,0697	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
Z	1,998662	2,785025	0,717646	0,4746	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
C	3,375709	12,42864	0,271607	0,7865	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
دوربین واتسون	1,55	خطاها در مدل همبسته نیستند				
ضریب تعیین مدل	0,04	4 درصد از تغییرات خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران توسط متغیرهای مستقل معنادار بیان می‌شود.				
آماره فیشر	2,11					
معنی‌داری مدل	0,0035	معنی‌داری و خطی بودن مدل تأیید می‌شود.				

فرضیه دوم: بین پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی قبل و بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار، تفاوت معنادار وجود دارد.

در این بخش به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی مالی قبل و بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار، تفاوت معناداری داشته است یا خیر؟ یا به عبارتی تحت تأثیر این قانون قرار گرفته است یا خیر؟
برای آزمون این فرضیه از همان مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول استفاده شده است. نتایج

آزمون F لیمر در جدول (6) نشان می‌دهد که داده‌ها از نوع تلفیقی (پولی) می‌باشند و برای برآورد مدل باید از روش رگرسیون پولی استفاده نمود.

جدول (6): آزمون F لیمر پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران

مقدار ارزش احتمال (PV)	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون F
0,4	(8 و 93)	1,01

نتایج به دست آمده مندرج در جدول (7) بیانگر این است که فرضیه دوم مبنی بر معنادار بودن تفاوت پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی قبل و بعد از وضع قانون بورس اوراق بهادار (2005) در سطح اطمینان 95 درصد تأیید می‌شود. از اینرو می‌توان نتیجه گرفت که متغیر اجرای قانون بورس (Z) بر پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی (FD) تأثیرگذار است چون سطح معناداری برای این متغیر 0133% بدست آمده است که کوچکتر از سطح خطای 05% است. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر قانون بورس اوراق بهادار (Z) مثبت است. این موضوع بدین معنی است که بین اجرای قانون بورس اوراق بهادار و پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی رابطه مستقیم وجود دارد. به بیان دیگر می‌توان گفت که اجرای قانون بورس اوراق بهادار، پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران را افزایش می‌دهد. رگرسیون تلفیقی نشان می‌دهد که متغیر ریسک سیستماتیک بتا، بازده دارایی‌ها، مشکلات مالی (نمره ضد آلتمن) بر پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران تأثیر مثبت می‌گذارند. به طوری که با افزایش مقدار این متغیرها مقدار پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران نیز افزایش پیدا می‌کند. متغیر اندازه شرکت با پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران تأثیر معکوس دارد. اما متغیر اهرم مالی تأثیری بر پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران ندارد. این یافته‌ها (صرفاً از جهت تأثیرگذاری قانون) با پژوهش‌های چونگ و همکاران et al, (Cheong 2010)، کرمیر و همکاران (Cormier et al, 2012)، از جهت نوع تأثیر با پژوهش بیلی و همکاران (Bailey et al, 2003) مطابقت دارد.

فرضیه سوم:

فرضیه سوم این پژوهش، به این شرح تدوین شده است که "بین تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی قبل و بعد از تصویب قانون بورس اوراق بهادار، تفاوت معنادار وجود دارد.

بررسی نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن در جداول (8) و (9) برای فرضیه سوم نشان می‌دهد که داده‌ها از نوع پانل می‌باشند و برای برآورد مدل باید از روش پانلی اثرات ثابت استفاده نمود.

جدول (7): نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم (پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران)

FD = a ₀ + b ₁ Bet _{it} + b ₂ Size _{it} + b ₃ RoA _{it} + b ₄ TDTAt + b ₅ ALtMan z + Z + e						
متغیرها	ضرایب متغیرها	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی‌داری	مقایسه با 0,05	نتیجه در مدل
BETA	0,069544	0,033568	2,071724	0,0396	کوچک‌تر از 0,05	تأثیر دارد
SIZE	-0,389029	0,092778	-4,193095	0,0000	کوچک‌تر از 0,05	تأثیر دارد
ROA	1,027007	0,418449	2,454318	0,0150	کوچک‌تر از 0,05	تأثیر دارد
TDTA	0,317973	0,269102	1,181607	0,2388	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
ALTMAN	-0,000867	0,001230	-0,704843	0,4817	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
Z	0,308805	0,123615	2,498117	0,0133	کوچک‌تر از 0,05	تأثیر دارد
C	2,559687	0,540383	4,736801	0,0000	کوچک‌تر از 0,05	تأثیر دارد
دوربین واتسون	1,67					خطاها در مدل همبسته نیستند
ضریب تعیین مدل	0,095					10 درصد از تغییرات پراکندگی پیش‌بینی توسط متغیر مستقل معنادار بیان می‌شود.
آماره فیشر				4,6		
معنی‌داری مدل	0,0002					معنی‌داری و خطی بودن مدل تأیید می‌شود.

جدول (8): آزمون F لیمر تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران

مقدار ارزش احتمال (PV)	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون F
0,000	(93 و 8)	33,43

بنابراین در این قسمت فرضیه دوم با استفاده از رگرسیون به روش تابلویی آزمون می‌شود.

جدول (9): نتایج آزمون هاسمن (متغیر وابسته: تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران)

مقدار ارزش احتمال (PV)	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون χ^2
0,05	6	12,48

همان‌طور که ملاحظه شد، نتایج آماره آزمون هاسمن دلالت بر این دارد که مناسب‌ترین

روش برای تخمین مدل در داده‌های تابلویی روش اثرات ثابت است. با توجه به مقادیر ارائه شده در جدول (10)، فرضیه سوم مبنی بر معنادار بودن تفاوت تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی قبل و بعد از وضع قانون بورس اوراق بهادار (2005) در سطح اطمینان 95 درصد رد می‌شود.

جدول (10): نتایج مربوط به آزمون فرضیه سوم (تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران)

$FN = a_0 + b_1 \text{Bet}_{it} + b_2 \text{Size}_{it} + b_3 \text{RoA}_{it} + b_4 \text{TDTA} + b_5 \text{ALtMan } z + Z + e$						
متغیرها	ضرایب متغیرها	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معنی داری آزمون	مقایسه با 0,05	نتیجه در مدل
BETA	-0,021643	0,028439	-0,76100	0,4486	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
SIZE	0,20630	0,121481	1,698247	0,0928	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
ROA	-0,30753	0,719604	-0,42737	0,6701	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
TDTA	-0,244060	0,367426	-0,664244	0,5082	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
ALTMAN	-0,000666	0,001160	-0,57427	0,5672	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
Z	-0,244994	0,142827	-1,71532	0,0896	بزرگ‌تر از 0,05	تأثیر ندارد
C	3,167045	0,669138	4,733019	0,0000	کوچک‌تر از 0,05	تأثیر دارد
دوربین واتسون	1,59	خطاها در مدل همبسته نیستند				
ضریب تعیین مدل	0,06	6 درصد از تغییرات تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران توسط متغیرهای مستقل معنادار بیان می‌شود.				
آماره فیشر	21,76					
معنی‌داری مدل	0,000	معنی‌داری و خطی بودن مدل تأیید می‌شود.				

نتایج بیانگر این است که متغیر اجرای قانون بورس (Z) بر تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی (FN) تأثیر گذار نیست و تعداد پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران تحت تأثیر قانون بورس اوراق بهادار قرار نگرفته چون سطح معناداری برای این متغیر 0896% بدست آمده است که بزرگتر از سطح خطای 05% است. افزایش یا کاهش متغیرهای ریسک سیستماتیک، اندازه شرکت، بازده داراییها، اهرم

مالی و نمره ضد آلتمن تأثیری بر خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران ندارد. چون سطح معناداری برای این متغیرها بزرگتر از سطح خطای 05% است. بیانگر این است که انتشار بیانیه‌های پیش‌بینی سود شرکت‌ها تحت تأثیر این متغیرها قرار نگرفته است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با نهادینه کردن مقررات افشای اجباری می‌توان عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داد. قانون بازار اوراق بهادار تحولی در بازار سرمایه ایران ایجاد نموده است. این قانون توجه قابل ملاحظه‌ای به شفافیت و اطلاع‌رسانی (افشا) در بازار سرمایه داشته و ضمانت اجرای آن محکومیت اشخاص متخلف به مجازات‌های مقرر در قانون مجازات‌های اسلامی است.

این پژوهش با هدف شناخت قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه ایران به مطالعه تأثیر اجرای قانون بورس اوراق بهادار تهران بر رفتار تحلیل‌گران مالی پرداخته است. نتایج حاصل از این مطالعه حاکی از این است که با اجرای قانون بازار اوراق بهادار خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی (قبل و بعد از اجرای قانون) تفاوت معناداری نداشته است. این می‌تواند ناشی از عدم اطمینان محیط کسب و کار، شرایط اقتصادی و سیاسی کشور باشد که یک محیط اطلاعاتی دارای ابهام و متفاوت نسبت به سایر کشورها را به وجود آورده است و اینکه تحلیل‌گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری تا حدودی دارای پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه هستند که بهتر است برای اتکای بیشتر سرمایه‌گذاران، کمتر گرایش به این مورد داشته باشند و در زمان پیش‌بینی سود برای دوره آتی علاوه بر عملکرد دوره جاری به تغییرات محتمل در شرایط و محیط فعالیت شرکت در دوره آتی نسبت به دوره جاری توجه بیشتری داشته باشند، می‌باشد. با توجه به اختیاراتی که قانون بازار اوراق بهادار در اختیار سازمان بورس و اوراق بهادار قرار داده است باید تمهیدات قانونی (مانند جرائم و اقدامات حقوقی مؤثر) به منظور بازداشتن شرکت‌ها از پیش‌بینی‌های دارای سوگیری اندیشیده شود.

نتایج به دست آمده همچنین نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی، قبل و بعد از قانون بازار اوراق بهادار مشاهده شده است که جهت این تفاوت مثبت است؛ یعنی با اجرای قانون بورس پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران افزایش یافته است. این

نشان می‌دهد که بعد از اجرای مقررات، اختلاف در ایده تحلیلگران افزایش یافته است. این فرضیه حاکی از اثرگذاری قانون بر یکی از ویژگی‌های رفتاری تحلیل‌گران مالی است. به سرمایه‌گذارانی که در بازار سرمایه ایران سرمایه‌گذاری می‌کنند توصیه می‌شود که با احتیاط بیشتری سرمایه‌گذاری کنند و به دلیل وجود ابهام در بازار، سرمایه‌گذاران تازه وارد بهتر است در صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری کنند و از پراکندگی پیش‌بینی تحلیل‌گران نیز به عنوان معیاری برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه استفاده کنند.

نتایج بخش پایانی پژوهش حاکی از بی‌تأثیر بودن اجرای قانون بورس اوراق بهادار بر تعداد پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی است که خارج از انتظار ما بود. این می‌تواند به دلیل ابلاغ مقررات افشای فوری اطلاعات در سال 1380 توسط شورای بورس باشد که تعداد پیش‌بینی را تحت تأثیر قرار داده است. به طور کلی می‌توان بیان کرد که قانون بورس اوراق بهادار بر رفتار تحلیل‌گران مالی تأثیر داشته ولی نوع تأثیر آن نشان‌دهنده افزایش ابهام در محیط اطلاعاتی تحلیل‌گران است. در نهایت به قانون‌گذاران در عرصه بازار اوراق بهادار توصیه می‌شود با اصلاح و تکمیل قوانین موجود در راستای افشای منصفانه، عدم تقارن اطلاعات، حفظ و افزایش کارآیی بازار و شفافیت آن عمل نمایند.

References

- [1] Etemadi, H.; Amirkhani, K.; Rezaei, M. (2011). Value content mandatory disclosure: Evidence from companies listed at Tehran Stock Exchange. *Tehran Stock Exchange*, (13): 235-252. (In Persian).
- [2] Barzegar, Gh.; Pakdinamiri, A.; Pakdinamiri, M. (2009). Explain the Structural equation modeling the financial factors affecting the stock price index at Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting*. (4): 26-42. (In Persian).
- [3] Pakravan, L. (2006). The differences the new law capital market with law Securities Exchange Act of 1966. *Auditor*. (32): 94-99. (In Persian).
- [4] Tehrani R.; Ebrahimimymand, M. (2011). The effectiveness various information and provide their honestly investment decisions of investment companies analysts. *Tehran Stock Exchange*, (15): 5-52. (In Persian).
- [5] Tavakolimohammadi, M.; Ghazizadeh, M. (2007). Investigate the behavior investment managers and financial analysts about Market Forecast and Stock Selection in Tehran Stock Exchange. *behavior Scholar*, (35): 1-11
- [6] Hejazi, R.; Rahmani, A.; Mozafari, Z. (2010). Investigate the Effect of Disclosure Regulations published by companies accepted in Tehran Stock

- Exchange. Stock Exchange, (10): 36-63. (In Persian).
- [7] Khaleghimoghdam, H.; Khalegh, A. (2009). Corporate transparency in Iran and its influencing factors. Accounting Studies, (21): 31-60. (in Persian).
- [8] Sori, A. (2011). econometric principles whit the EVIEWS7 Application. Publications culture.
- [9] Salim, F.; Shahriari, S. (2009). Transparency in the securities market. (85): 41-47. (in Persian).
- [10] Shahverdiani, Sh.; Radfar, M. (2013). Affecting Factors the Trust financial analysts to Managers. Investment knowledge. (7): 39. (in Persian).
- [11] Shabahang, R. (2010). Accounting Theory (Volume II). Tehran; Research Center for Accounting and Auditing the Auditing Organization. 150-172. (in Persian).
- [12] Safari, S. (2013). A Study of How Tehran Stock Exchange Law Implementation Affects the Behavior of Financial Analysts. MA thesis. Islamic Azad University, Science & Research. (in Persian).
- [13] Talebnia, Gh.; Jalili, S. (2011). Comparison of the effects of financial and non-financial information on the investment decisions of Investment companies and individual investors in the stock. Financial accounting knowledge and research. (in Persian).
- [14] Madura, J. Translation: Abbasi, E, Adusi, A. (2009). Markets and financial institutions. Securities and Exchange Organization.
- [15] Mirjalili, H. (2008). Book Review: Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications. Tehran Stock Exchange, (1): 191-201. (in Persian).
- [16] Marshall, J. F.; Vipul K. B. Translation: Poryanasab, A. (2007). Introduction to Financial Engineering. CPA, (12): 46-57
- [17] Vakilifard, H. (2011). Decisions on financial issues (Volume II), Third edition. Tehran: Publication forest. 219-372. (in Persian).
- [18] The Tehran Stock Exchange website: www.seo.ir
- [19] Bailey, W.; Haito, L.; Mao, C. & Zhang. (2003). Regulation FD and Market Behavior Around Earning Announcements: Is the Cure Worse Than the Disease. <http://ssrn.com/abstract=11364>,
- [20] Cormier, D.; Lapointe-Antunez, P.; Magnan, M. (2012). Continus Environmental Disclosure obligations under Canadian stock market Regulations: The Impact on Analyst Forecasts. ESG. Chaire d. information financiere et organisationnelle: 20-185
- [21] Cheong, Ch, S.; Mahmud, A. A. (2010). Financial Analysts' Forecast Accuracy : Before and After the Introduction of AIFRS. Australasian Accounting Business and Finance Journal. 4(3): 65- 81
- [22] Chen, Ch, J. P, Ding, Yuan, Kim, Ch. (2008). Politically Connected firms,

- Legal Enforcement and Analysts' Forecast Attributes. dyuan@ceibs.edu. 1-23
- [23] Frankel, R.; Joos, P. (2003). Litigation Risk and Voluntary Disclosure. <http://ssrn.Com/abstract=280503>, 50-110
- [24] Gomes, A.; Gorton, A.; Madureira, L. (2006). SEC Regulation Fair Disclosure, Information and the Cost of Capital. <http://ssrn.com/abstract=599162>. 250- 270
- [25] Heflin, F.; Subramanayam, Z. (2003). Regulation FD and The Financial Information Environment. The Accounting Review.
- [26] Heitzman, S.; Wasley, C.; & Zimmerman, J. (2010). The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firm disclosure decisions Journal of accounting and Economics. 49(1): 109-132.
- [27] Jesper, B.; T, Plenborg. (2008). Value relevance of voluntary disclosure In the annual report. Accounting and Finance. 48: 159-180.
- [28] Keener, M. H. (2007). The Effects of Restructuring Charges on Stock Price and Analyst Forecast Accuracy. A dissertation. 20-185
- [29] Mabe, W. (2007). Globalization and Corporate Governance : How Capital Mobility Spurs the Adoption of Shareholder Righes Laws, Financial Disclisure Lows, Insider Trading Laws “,Proquist Information and Learning Campany .UMI3233006. 40(1): 21-40
- [30] Tadesse, S. (2005). The Economic Value of Regulated Disclosure :Evidence from the Banking Sector. Journal of Accounting and Public Policy. 32-7