

Meta-analysis of the effect of information disclosure on market reaction

Shiva Zamani¹, Majid Zanjirdar², Ali Lalbar³

Received: 13/07/2022

Accepted: 03/12/2022

Extended Abstract

Introduction

This research paper conducts a meta-analysis to examine the impact of information disclosure on market reaction. By using a quantitative statistical method known as meta-analysis, the study aims to integrate findings from various research studies and identify the factors that influence the relationship between information disclosure and market reaction. Developing societies view the capital market as a means to enhance investment volume and promote economic development. One crucial characteristic of financial markets is the presence of transparent and comprehensive information. Insufficient information leads to increased transaction costs and an inefficient allocation of resources in the market. Conversely, when information is transparent and accessible, better decisions can be made regarding resource allocation, ultimately improving market efficiency. Therefore, this research investigates the factors that contribute to inconsistent and conflicting results in relation to information disclosure in the capital market.

Literature Review

Despite numerous studies on the mandatory and voluntary disclosure of information, researchers have found inconsistent and contradictory results regarding the impact of information disclosure on the market's reaction. Some studies have found meaningful relationships between information disclosure, corporate governance indicators, and market reaction, while others have found no significant relationship. Factors such as the type of auditing institution, events disclosure, audit change reports, and auditing costs have also yielded mixed results in relation to information disclosure and market reaction. Due to the contradictory findings in previous research, the passage suggests conducting a meta-analysis to integrate and analyze the results of relevant experimental studies

1. Department of Finance, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran.

2. Department of Financial Management, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran. (Corresponding Author).
m-zanjirdar@iau-arak.ac.ir

3. Department of Accounting, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran.

How to cite this paper: Zamani, S., Zanjirdar, M., & Lalbar, A. (2022). Meta-analysis of the effect of information disclosure on market reaction. *Advances in Finance and Investment*, 3(9), 1-28. [In Persian]

in order to gain a clearer understanding of the effects of information disclosure on market reaction.

Research Methodology

In order to implement the meta-analysis method, software CMA2 was used from the website of journals and published articles related to research variables from 1990 to 2020. They were identified and collected as a statistical population of the research and finally 86 studies have been analyzed by systematic elimination method.

Results

The results of studies conducted in the mentioned period and around this relationship, using I2 and Q tests indicate that most of these studies are heterogeneous. In order to identify the cause of this heterogeneity, by dividing the research based on different criteria for measuring information disclosure and market reaction and calculating statistics within the group, we found that the different measurement criteria used in research is one of the contradictory factors in research results. In the following study, it was observed that there is no significant relationship between audit components and market reaction, while in contrast, between the types of voluntary and mandatory disclosure, and corporate governance components with market reaction, a significant relationship was observed.

Discussion and Conclusion

The research aimed to conduct a meta-analysis on the impact of information disclosure on market reaction. Previous studies on the relationship between disclosure and market reaction yielded diverse and inconsistent results, indicating the need for a meta-analysis approach. The type and method of information disclosure were identified as moderating variables. Through meta-analysis of various studies, the researcher arrived at a consistent conclusion, resolving conflicts in previous research. It was found that mandatory disclosure by companies affects the stock market, while optional disclosure does not. Investors are advised to consider the way information is disclosed when conducting financial analysis. The study also examined the effect of corporate governance as a moderator variable on the relationship between information disclosure and market reaction. Institutional ownership and major ownership were found to have positive and negative impacts, respectively, on the stock market reaction. The ownership structure of companies should be considered in future stock market forecasts. Conflicting results in previous studies regarding the impact of information disclosure on market reaction were attributed to the moderator variables of the auditor and the type of audit firm. The study concluded that these variables do not provide specific guidance for financial market participants in selecting the best investment option.

Keywords: Audit Components, Corporate Governance, Effect Size, Meta-analysis, Optional Disclosure.

JEL Classification: B26, C58, G1, G2, G3.

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال سوم، زمستان ۱۴۰۱ - شماره ۹

صفحات ۲۸-۱

نوع مقاله: پژوهشی

فرا تحلیل اثر افشای اطلاعات بر واکنش بازار

شیوا زمانی^۱، مجید زنجیردار^۲، علی لعل بار^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۴/۲۲

چکیده

هدف: به منظور یکی نمودن نتیجه پژوهش‌های مختلف و پیداکردن عواملی که باعث تعدیل رابطه بین افشای اطلاعات و واکنش بازار می‌شوند، در این پژوهش از روش‌شناسی فراتحلیل (متاآنالیز) که جزء روش‌های کمی هستند استفاده گردید.

روش‌شناسی پژوهش: برای انجام روش فراتحلیل، با استفاده از نرم‌افزار CMA2 و سایت‌های مجله‌های خارجی (مقاله‌های منتشرشده در ارتباط با متغیرهای پژوهش از سال ۱۹۹۰ تا سال ۲۰۲۰) و سایت‌های اینترنتی نشریه‌های علمی-پژوهشی داخلی (مقاله‌های منتشرشده در ارتباط با متغیرهای پژوهش از سال ۱۳۷۰ تا سال ۱۳۹۹) به‌عنوان جامعه آماری پژوهش شناسایی و جمع‌آوری شدند که با روش حذف سیستماتیک درنهایت ۸۶ مطالعه مورد تجزیه و تحلیل واقع شده است.

یافته‌ها: نتایج بررسی مطالعات انجام‌شده در بازه زمانی مذکور و پیرامون این رابطه، با به‌کارگیری آزمون‌های I^2 و Q بیانگر آن است که اکثر این مطالعات نامتجانس (ناهمگن) می‌باشند. برای شناسایی عوامل عدم تجانس، پژوهش‌ها بر اساس روش‌های مختلف سنجش و اندازه‌گیری افشای اطلاعات و واکنش بازار و محاسبه آماره درون‌گروهی دریافتیم که این معیارهای متفاوت اندازه‌گیری بکار رفته در پژوهش‌ها، یکی از عوامل تناقض در نتایج پژوهش‌ها است. در ادامه بررسی مشاهده شد رابطه معناداری بین مؤلفه‌های حساسی با واکنش بازار وجود ندارد درحالی‌که در مقابل، بین انواع افشای اختیاری و اجباری و مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی با واکنش بازار، رابطه معنادار مشاهده گردید.

اصالت / ارزش‌افزوده علمی: به استناد یافته‌های پژوهش حاضر، فعالان و سرمایه‌گذاران بازارهای مالی باید در تجزیه و تحلیل‌های خود، نحوه افشای اطلاعات و ابزارهای الزام‌آور افشا و ترکیب اعضای سهام‌داران را مورد توجه جدی‌تر قرار دهند؛ اما مؤلفه‌های حساسی رهنمون خاصی برای انتخاب بهترین گزینه سرمایه‌گذاری به فعالان بازارهای مالی ارائه نمی‌دهد.

کلیدواژه‌ها: افشای اختیاری و اجباری، اندازه اثر، حاکمیت شرکتی، فراتحلیل، مؤلفه‌های حساسی.

طبقه‌بندی موضوعی: B26, C58, G1, G2, G3.

۱. گروه مالی، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران.

۲. گروه مدیریت مالی، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران. (نویسنده مسئول). m-zanjirdar@iau-arak.ac.ir

۳. گروه حسابداری، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران.

۱- مقدمه

طبق بررسی گزارش سالانه شرکت‌ها، مشاهده شده است که کیفیت اطلاعات افشا شده در این گزارش‌ها باهم متفاوت هستند و این تناقض در افشا شرکت‌ها احتمالاً به دلیل تفکر مدیریتی و مسیر فکری آنان و همچنین مصلحت آنان در مورد افشای اطلاعات برای اهداف سرمایه‌گذاری است. طبق بررسی‌های انجام‌شده تاکنون هیچ پژوهشی به بررسی فراتحلیل افشای اطلاعات بر واکنش بازار نپرداخته است؛ لذا موضوع مذکور دارای خلأ پژوهشی می‌باشد.

هدف از افشا، ارائه اطلاعات لازم برای رسیدن به ارزیابی عملکرد واحد تجاری، پیش‌بینی روند سودآوری واحد تجاری در آینده و مدیریت واحد تجاری در چگونگی استفاده از منابع محدود است. مسئله افشای اطلاعات فقط به قشر محدودی از استفاده‌کنندگان مالی منتهی نمی‌شود، بلکه موضوع مربوطه نیاز طیف وسیعی از افراد جامعه را در بر دارد؛ از جمله انجمن‌های حرفه‌ای، وام‌دهندگان، دولت، سرمایه‌گذاران و باقی تصمیم‌گیرندگان حوزه مالی می‌شود. هندریکسن و ون بردا (Hendriksen and Van Breda, 1992) با توجه به پژوهش‌ها و شواهد مشاهده‌شده بیان می‌کنند که (شرکت‌ها تمایل چندانی به افزایش میزان افشا اطلاعات مالی ندارند، مگر اینکه از سوی حرفه حسابداری یا دولت مجبور شوند). عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران ممکن است موجب ارزش‌گذاری اشتباه شرکت شده و انگیزه‌ای برای تصحیح ارزش‌گذاری اشتباه از طریق افشای بیشتر اطلاعات ایجاد نماید. حاصل افشای اختیاری و داوطلبانه اطلاعات نیز، کاهش شرایط عدم اطمینان و تقارن اطلاعاتی است و باعث افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران به مدیریت شرکت می‌شود (Khajavi and Momtazian, 1992).

معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود، این اطلاعات توسط تحلیلگران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد و بر مبنای آن، نسبت به خرید یا فروش یا نگهداشت سهام تصمیم‌گیری می‌شود. این اطلاعات و نحوه واکنش به آن‌ها بر رفتار استفاده‌کنندگان به‌ویژه سهام‌داران بالفعل و بالقوه تأثیر می‌گذارد و باعث افزایش و یا کاهش قیمت و حجم مبادلات سهام می‌شود، زیرا نحوه برخورد افراد با اطلاعات جدید می‌تواند موجب نوسان قیمت شود؛ بنابراین، در صورت انتشار محرمانه اطلاعات، واکنش‌های متفاوتی را از سوی سرمایه‌گذاران به‌واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه شاهد خواهیم بود که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت. مطالب یاد شده می‌تواند بیانگر اهمیت موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر روی تصمیم‌گیری‌های اقتصادی افراد باشد.

یکی از دلایل مهم تقاضا برای افشای اطلاعات، مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات است. طبق تئوری نمایندگی به دلیل تضاد منافع میان مدیران و مالکان، مالکان در پی انعقاد قراردادهایی

جهت کمینه نمودن این تضاد منافع هستند. پژوهش‌ها نشان می‌دهد شرکت‌های با اهرم بالا تمایل بیشتری برای افشای اطلاعات آتی دارند. بر اساس تئوری نمایندگی شرکت‌ها زمانی اقدام به ارائه اطلاعات می‌کنند که این اقدام سبب افزایش رفاه شخصی آنان گردد. برای نظارت بر قراردادهای نمایندگی، باید شرکت‌ها مخارجی را متحمل شوند که این مخارج و موضوع می‌تواند سبب کاهش پاداش هیئت‌مدیره شود بنابراین مدیران برای کمینه کردن هزینه‌های نظارت بر نمایندگی این انگیزه را پیدا می‌کند تا اطلاعات حسابداری را به شکل قابل‌اتکا و به‌موقع در اختیار افراد برون‌سازمانی قرار دهند. افشای بیشتر اطلاعات می‌تواند منجر به کاهش مخارج نظارت و نمایندگی شده و جریان‌های نقدی متعلق به سهام‌داران و خواه‌ناخواه ارزش شرکت را افزایش دهد. همچنین بر اساس تئوری ذی‌نفعان که توسط فریمن ارائه گردید، شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آنها بر جامعه آن‌چنان عمیق شده است که باید به جزء سهام‌داران عمده، به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند؛ در واقع نه تنها ذی‌نفعان (سهام‌داران، کارکنان، فروشندگان، مشتریان، بستانکاران) تحت تأثیر شرکت هستند بلکه سایرین (محیط‌زیست، نسل‌های آینده، سایر افراد جامعه) نیز بر شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند و باید در زمره ذی‌نفعان گنجانده شوند زیرا با پرداخت مالیات، زیرساخت ملی را برای انجام عملیات شرکت‌ها فراهم کرده‌اند. در رویکرد فراتحلیل، بررسی تأثیر افشای انواع اطلاعات بر واکنش بازار که منجر به نتایج متضاد در پژوهش‌های مختلف گردیده است، باید به شناسایی عوامل ایجاد این تضادها پرداخته شود که در پژوهش حاضر این عوامل در قالب اجباری یا اختیاری بودن روش افشا، مسئله راهبری شرکتی (حاکمیت شرکت) و مؤلفه حسابرسی بررسی شده است. با وجود مطالعات گسترده در زمینه افشای اجباری و اختیاری اطلاعات (Burke et al., 2022)، (Moussa et al., 2017)، (Tabeli et al., 2019)، (Kamyabi et al., 2017)، (Hamidian et al., 2018)، (Banimahd and Aliahmadi, 2013) یافته‌های محققان درباره تأثیر افشای اطلاعات بر واکنش بازار، از ناهماهنگی‌ها و تناقض‌هایی حکایت می‌کند. همچنین در خصوص مسئله راهبری یا حاکمیت شرکتی، پژوهشگرانی مانند فخاری و فلاح محمدی (Fakhari and Fallah, 2009)، وان و همکاران (Wallace et al., 1994) از منظر شاخصه‌ای کیفیت حاکمیت شرکتی و تمرکز مالکیت بین افشای اطلاعات و واکنش بازار به نتایج معنادار رسیدند اما در این خصوص یافته‌های پژوهش دیلمی و صفری (Daylami and Safari, 2016) بین نوسان بازده سهام و شاخص حقوق سهام‌داران رابطه معناداری یافت نشد؛ و یا نتایج پژوهش فروغی و همکاران (Foroghi et al., 2008)، نشان می‌دهد مدیران شرکت‌های ایرانی تمایلی به افشای اطلاعات مربوط به هزینه‌های اجتماعی سازمان خود ندارند. در خصوص مؤلفه‌های حسابرسی، کامالیان و همکاران (Kamalian et al., 2011) نوع مؤسسه حسابرسی

کننده را به‌عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار بر افشای اطلاعات بررسی نمودند و به نتایج معنادار رسیدند؛ همچنین ویزنانت و همکاران (Whisenant et al., 2003) در پژوهش خود به بررسی واکنش بازار به افشای رویدادها پرداختند و نتایج آنها در خصوص گزارش مرتبط با تغییر حسابرسی برای سرمایه‌گذاران دارای محتوای اطلاعاتی می‌باشد و منجر به ایجاد بازده غیرعادی می‌شود؛ اما از طرفی مهرجو و تاکر (Mehrjoo and Takor, 2013) بین هزینه‌های انجام‌شده برای حسابرسی با بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری را مشاهده نکردند اما سوئیسی و خلیف (Souissi and Khelif, 2012) در پژوهش خود نشان دادند که اندازه شرکت حسابرسی ارتباط معناداری با افشای اطلاعات شرکت‌های بزرگ دارد. باتوجه‌به حصول خروجی متناقض در پژوهش‌های پیشین در این خصوص، این کاوش با شناسایی و گردآوری مطالعات تجربی مربوطه، یک متاآنالیز از این بخش از ادبیات انجام داد تا از بستر ادغام نتایج و کشف علت‌های تنوع در خروجی مطالعات، برآورد نهایی جهت درک شفاف‌تر افشای اطلاعات بر واکنش بازار امکان‌پذیر گردد، زیرا همان‌طور که در مباحث قبلی بیان گردید پژوهش‌های انجام‌شده به خروجی یکسانی مبنی بر وجود رابطه بین افشای اطلاعات بر واکنش بازار دست نیافته‌اند.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در راستای جمع‌بندی کامل‌تر نتایج متضاد و متناقض مطالعات گوناگون انجام‌شده در خصوص تأثیر افشای اطلاعات بر بازار سرمایه، از روش فراتحلیل (متاآنالیز) در این پژوهش استفاده شده است. در حال حاضر بازار سرمایه در جوامع در حال توسعه به‌صورت ابزاری برای افزایش حجم سرمایه‌گذاری و ارتقا اقتصادی در نظر گرفته می‌شود. یکی از ویژگی‌های مهم بازارهای مالی، حضور اطلاعات شفاف‌تر و کامل‌تر می‌باشد. به‌عبارت‌دیگر کم‌وکاستی اطلاعات موجب بالارفتن هزینه مبادلات و درماندگی بازار در تخصیص مؤثر و مفید منابع می‌شود. اطلاعات هرچقدر دارای شفافیت بالاتر و در دسترس‌تر باشند منجر به اتخاذ تصمیم‌های درست‌تری در زمینه اختصاص بهینه منابع و دستیابی به کارایی تخصیصی که غایت نهایی بازار است می‌گردد؛ بنابراین افشای اطلاعات به‌وسیله شرکت‌ها گام مؤثر و بزرگی در کارایی بازار سرمایه به عهده دارد (Kamyabi et al., 2017).

هندریکسن و ون بردا (Hendriksen and Van Breda, 1992)، افشا را این‌گونه بیان نموده‌اند: (در حالت کلی افشا به معنای بازخورد اطلاعات است؛ اما حسابداران از این واژه معنی محدودتری برداشت می‌کنند و آن را به معنی بازتاب اخبار و اطلاعات مالی واحد تجاری به‌صورت گزارش‌های مالی تبیین می‌نمایند که غالباً به‌صورت سالانه بیان می‌گردد).

ریاحی بلکویی (Riahi Belkaoui, 2000)، می‌گوید (افشا در بردارنده اطلاعاتی است که برای سرمایه‌گذار عادی مفید واقع گردد و باعث گمراه شدن خواننده نشود). به بیان واضح‌تر، افشا در اصل بدین معنا است که هیچ‌کدام از اطلاعات مهم که مورد نظر و توجه سرمایه‌گذار عادی است، نباید از بین برود.

ولک و همکاران (Wolk et al., 1992) افشا را (شامل اخبار و اطلاعات مالی مربوطه، اعم از اطلاعات داخلی و خارج از ترازهای مالی می‌دانند. همچنین افشای اطلاعات در خصوص مسائل بودجه‌ای را به عنوان یکی از عناوین افشای خارج از موضوع صورت‌های مالی، معرفی می‌نمایند). سینگوی و دسای (Singhvi and Desai, 1971)، در کاوشی را در قالب (تجزیه و تحلیل تجربی کیفیت اخبار مالی افشا شده توسط بنگاه‌ها) در آمریکا انجام دادند. در منظر این محققان، فاش شدن اطلاعات شرکت‌ها می‌تواند اشکال مختلفی داشته باشد و گزارش سالیانه به سرمایه‌گذاران، صورت قابل توجهی از افشای دوره‌ای شرکت است. مطابق بخشنامه ۲۰۱۴/۹۵ اتحادیه اروپا (EU) افشای اطلاعات غیرمالی در گزارش سالانه مدیریت، اطلاعاتی در مورد سیاست‌ها، ریسک‌ها و نتایجی در مورد مسائل زیست‌محیطی، جنبه‌های اجتماعی و مدیریتی و نیروی کار، مؤسسه حسابرسی و حسابرس شرکت، احترام حقوق بشر، موضوعات ضد فساد و تنوع در هیئت‌مدیره می‌توان اشاره کرد. این بخشنامه برای ارائه تصویری جامع‌تر از استحکام سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان در نظر گرفته شده است. در دهه‌های اخیر، تعداد بنگاه‌هایی که اطلاعات غیرمالی را فاش می‌کنند، به میزان قابل توجهی افزایش یافته است. به عنوان مثال شرکت‌هایی که گزارش‌های پایداری یا CSR را صادر می‌کنند، از کمتر از ۵۰ مورد در سال ۱۹۹۵ به بیش از ۶۰۰۰ مورد در سال ۲۰۱۵ افزایش یافته است. عوامل مؤثر، شامل فشارهای گروه‌های ذی‌نفع بر شرکت‌ها برای افشای اطلاعات در مورد اثرات زیست‌محیطی و اجتماعی عملیات خود و همچنین رویه‌های مربوط به حاکمیت است (Cheng et al., 2014).

مشخصه بارز شرکت‌های جدید و امروزی، تفکیک مالکیت از مدیریت می‌باشد، تفکیک مدیریت از مالکیت و شیوه کنترل بنگاه‌ها هزینه‌های نمایندگی را ایجاد می‌نماید و نتیجتاً باعث اختلاف و تضاد منافع بین مدیریت و مالکیت می‌گردد؛ بنابراین امکان بالارفتن هزینه‌های نمایندگی برای بنگاه‌های با مالکیت عمومی پراکنده، بیشتر می‌شود. بدین‌سان، صاحبان و سهام‌داران چنین بنگاه‌هایی در خصوص افشای اطلاعات و اخبار کافی به جهت رسیدن به اهداف کنترلی فشارهایی را ایجاد می‌نمایند. والاس و همکاران (Wallace et al., 1994) عقیده دارند در صورتی که مالکیت بنگاه‌ها به صورت پراکنده باشد، تعداد افرادی که به اطلاعات نیاز دارند افزایش می‌یابد؛ بنابراین، این افراد ویژگی‌های جزئی بیشتری را در افشای موارد، طلب می‌نمایند و دیده می‌شود که کیفیت جامعیت افشا در این موارد

بیشتر می‌شود. افشای اطلاعات و اخبار در بنگاه‌های با مالکان فراوان، بیشتر از بنگاه‌های با مالکان کمتر است. حضور یک شرکت کلان با سطح بالایی از افشا داخل یک صنعت خاص میزان افشای این صنعت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و نیز منتهی به نتایج چالش‌برانگیز زیادی بر سطح افشای اخذ شده توسط سایر شرکت‌های آن صنعت می‌گردد. همچنین، کسب روش‌های افشا در ارتباط با یک صنعت، می‌تواند در صورت‌های مالی شرکت‌های آن صنعت خاص، سطوح متفاوتی از افشای اقلام مشابه را ایجاد نماید. مطابق اصل نمایندگی، تصمیماتی که مدیران اتخاذ می‌نمایند ممکن است هدف آن حداقل نمودن خطرپذیری خودشان نسبت به بهای ازدست‌رفتن سرمایه مالکان و یا کارا و مؤثر نمودن ثروت باشد. به جهت کنترل نمودن این حالت، روش‌های گوناگونی برای محدود کردن تضادهای نمایندگی، در قالب (حاکمیت شرکتی) پیشنهاد گردیده است.

در خصوص افشای اطلاعات دو دیدگاه مختلف وجود دارد بسیاری از صاحب‌نظران بر این باورند که شرکت‌ها همه اطلاعاتی را که برای کارکرد بهینه بازارهای سرمایه لازم است افشا می‌کنند، طرف‌داران دیدگاه مزبور بر این باورند که تنها اطلاعاتی که برای سرمایه‌گذاران اهمیتی ندارد و یا اینکه این اطلاعات را بتوان در جای دیگر پیدا کرد، افشا نمی‌شوند و سایر اطلاعات مهم و موردنیاز افشا می‌شود؛ اما در مقابل برخی دیگر نیز بر این باورند که مدارک و شواهد بیانگر این است که شرکت‌ها تمایلی ندارند تا اطلاعات مالی اضافی افشا کنند مگر اینکه دولت یا ضوابط و مقررات و الزامات مالی بر آنها فشار آورد (Hendriksen and Van Breda, 1992). از جمله علل عدم تمایل شرکت‌ها به افشای بیشتر را می‌توان به صورت زیر بیان نمود: افشای اطلاعات باعث می‌شود که شرکت‌های رقیب از وضع آنها آگاه شوند و این به ضرر سهام‌داران است؛ اما این دیدگاه نمی‌تواند ارزش زیادی داشته باشد؛ زیرا شرکت‌های رقیب می‌توانند اطلاعات موردنظر خود را از منابع دیگر به دست آورند اغلب ادعا می‌شود که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند رویه‌ها و سیاست‌های حسابداری را درک کنند و افشای اطلاعات بیشتر موجب گمراهی آنان خواهد شد، البته این دیدگاه نیز نمی‌تواند دارای پشتوانه قوی باشد؛ زیرا مدیران مالی و تحلیلگران در زمینه‌های حسابداری آموزش‌های عالی دیده‌اند و سرمایه‌گذاران می‌توانند از دیدگاه تخصصی آنها استفاده کنند و با استفاده از اطلاعات مالی موجود در بازارهای کارا عمل نمایند. یک دیدگاه دیگر این است که امکان دارد سایر منابع اطلاعاتی موجود بتواند اطلاعات مالی و موردنظر سرمایه‌گذاران را با هزینه‌ای کمتر از اطلاعاتی که از طریق صورت‌های مالی به دست می‌آید ارائه کند. همچنین ناآگاهی از نیازهای مالی سرمایه‌گذاران هم دلیلی است که اطلاعات کمتری افشا شود. شایان ذکر است که باتوجه‌به اینکه الگوهای سرمایه‌گذاری زیادی وجود ندارد و افراد به دیدگاه‌های ارائه شده به‌وسیله واسطه‌ها تکیه و اعتماد می‌کنند؛ بنابراین دیدگاه فوق نیز نمی‌تواند چندان معتبر باشد

باتوجه به مطالب بیان شده به طور کلی دو نوع افشا وجود دارد. افشای اختیاری (داوطلبانه) و افشای اجباری (الزامی). اگر افشا به واسطه یک مرجع قانونی و وضع کننده قوانین الزامی شده باشد به آن افشای اجباری می گویند در صورتی که افشای اطلاعات تحت تأثیر قوانین خاصی نباشد افشای اختیاری تلقی خواهد شد.

پژوهش ها نشان می دهد که برنامه های افشای اجباری، شرکت ها را وادار کرده است که عملکرد عملیاتی خود را در رابطه با محیط زیست، ایمنی مواد غذایی و آب، بهبود دهند (Grewal et al., 2019). مطابق فرضیه بازار کارا، بازار باید نقد، پر حجم و بزرگ باشد. به لحاظ قابلیت دسترسی و هزینه، اطلاعات باید در هر زمان در خدمت سرمایه گذارها باشد. بعلاوه (هزینه معاملات) باید از (سود قابل انتظار سرمایه گذاری) کمتر باشد و همچنین سرمایه گذاران باید منابع مالی لازم و کافی در اختیار خود داشته باشند تا بتوانند از ناکارایی شرایط در صورت وجود، استفاده کنند. الزام به افشای اطلاعات در اصل به علت نامتقارن بودن اطلاعات و اختلاف و تضاد منافع میان مدیران و سرمایه گذاران می باشد (موضوع حاکمیت شرکت). به همین علت رویکرد افشای شرکت نقش اساسی در کاهش این عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران خارجی بازی می کند چون عدم تقارن اطلاعات امکان دارد باعث شود شرکت به اشتباه ارزش گذاری شود و انگیزه های برای اصلاح این ارزش گذاری اشتباه از مجرای اطلاعات بیشتر ایجاد کند. فرایند جمع آوری اطلاعات از شرکت گزارشگر به بازارهای مالی همان افشای اطلاعات می باشد. بنگاه هایی که به طور اختیاری اطلاعاتی را افشا می کنند که اجباری برای افشای آنها از طریق مراجع قانون گذاری وجود ندارد، تلاش می کنند توقعات فعالان بازار جامه عمل بپوشانند و بدین ترتیب از شرایط معامله با اشخاص از طریق افشای اطلاعات اضافی سود می برند.

نوع مؤسسه حسابرسی و حسابرسی یک شرکت نیز می تواند بر میزان اطلاعات فاش شده در صورت های مالی تأثیرگذار باشد. والاس و همکاران (Wallace et al., 1994) نیز اعتقاد دارند حسابرسان انگیزه های بیشتری نسبت به الزام کارفرماها برای افشای جزئیات بیشتر اطلاعات پیدا خواهند کرد اگر نظارت بیشتری داشته باشند و همچنین به این موضوع هم اعتقاد داشته باشند که نتایج کارکرد آنها به وسیله کیفیت گزارش های مالی رسیدگی شده به وسیله آنها مورد بررسی و قضاوت قرار می گیرد. البته این موضوع در مورد بنگاه های بزرگ و بنام حسابرسی از جایگاه بالاتری برخوردار است. اوسو-آنساه (Owusu-Ansah, 1998) نیز اظهار می دارند که کیفیت حسابرسی تحت تأثیر اندازه شرکت حسابرسی است.

شرکت ها، پژوهشگران، اساتید و دانشجویان حوزه مالی، بانک ها و مؤسسات مالی و اعتباری و در نهایت قانون گذاران و دولت جهت اعطای تسهیلات و تعیین شرایط اعتباری سودمند باشد تا علاوه بر

شکل‌گیری دیدگاهی آگاه نسبت به علل وجود تناقضات حول بیانی‌های افشای مختلف اطلاعات و واکنش بازار، دیدگاه یکپارچه‌ای برای استفاده‌کنندگان از آن اطلاعات فراهم آید.

در این راستا در داخل کشور، تابلی و همکاران (Tabeli et al., 2019) به بررسی تأثیر کیفیت افشای داوطلبانه اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه معنادار بین کیفیت افشا و افشای داوطلبانه اطلاعات با نقدشوندگی سهام می‌باشد اما بین کیفیت افشا و افشای داوطلبانه اطلاعات با دو دامنه تفاوت قیمت و خطای پیش‌بینی، رابطه معناداری مشاهده نگردید. باتوجه به نتایج حاصل پیشنهاد می‌گردد که اطلاعات منتشر شده از طرف شرکت‌ها به صورت شفاف ارائه گردد تا از این طریق سرمایه‌گذاران میل بیشتری به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار داشته باشند. به‌طهانی‌نیا و ولیزاده نریجانی (Behbahani Nia and Valizadeh Larjani, 2017) نقش اطلاعات حسابداری در واکنش سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. هدف از این پژوهش سنجش اثر افشای سودهای میان‌دوره‌ای بر واکنش سرمایه‌گذاران است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۴ مورد آزمون قرار گرفت نهایتاً نتیجه پژوهش نشانگر بهبود مدل واکنش به سود و معناداری هم‌زمان سودهای پیش‌بینی شده بود.

کامیابی و همکاران (Kamyabi et al., 2017)، تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه بین افشای اطلاعات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار را بررسی نموده‌اند. در این راستا نمونه‌ای متشکل از ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این بدان معناست که هرچه میزان معاملات با اشخاص وابسته بیشتر باشد واکنش بازار سرمایه نسبت به افشای این معاملات بیشتر خواهد بود؛ اما اخبار خوب و بد و رابطه واکنش بازار سرمایه نسبت به افشای معاملات با اشخاص وابسته تأثیری ندارد.

نصیرزاده و موسوی گوکی (Nasirzadeh and Mousavi Gouki, 2017)، به بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت پرداختند. در این راستا تعداد ۲۱۳ اطلاعیه طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعیه‌های منفی در روزهای پیش از انتشار اطلاعیه، واکنش مثبت و معنادار نشان می‌دهند؛ اما پس از تاریخ انتشار، واکنش معناداری نشان نمی‌دهند؛ همچنین سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعیه‌های مثبت و شفاف ساز واکنش مثبت و معناداری دارند.

فروغی و مهرداد آیسک (Foroghi and Ayask, 2015) در پژوهشی با عنوان بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده، به بررسی واکنش بازار به تعدیل منفی در سود هر سهم پیش‌بینی شده و اعلام دیرهنگام این خبر پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که بازار به اخبار بد واکنش منفی نشان می‌دهد؛ اما اعلام دیرهنگام، با واکنش مثبت بازار روبرو می‌شود. همچنین آنها یافتند که بین اخبار بد دیرهنگام و زودهنگام، از نظر واکنش بازار تفاوتی وجود ندارد؛ اما اعلام دیرهنگام اخبار خوب با یک واکنش مثبت همراه بوده است.

رحمانی و همکاران (Rahmani et al., 2012) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا انتشار پیش‌بینی مدیران و خصوصیات این پیش‌بینی بر رابطه بین بازده و سود آینده اثر می‌گذارد یا نه. در این پژوهش از ضریب واکنش سود آینده‌نگر استفاده شد، زیرا خصوصیات مختلف پیش‌بینی سود می‌تواند برای پیش‌بینی سود آینده مورداستفاده قرار گیرد. برای این منظور ۳۴۷ شرکت / سال در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ انتخاب شد. نتایج پژوهش نشان داد که دفعات پیش‌بینی و دقت آن بر رابطه بین بازده و سود یعنی ضریب واکنش سود آینده اثر می‌گذارد.

جوانمرد و پورموسی (Javanmard and Pourmousa, 2015)، به بررسی اثر گزارش اطلاعات شرکت‌ها و رفتار روزانه بازار سهام تهران پرداختند. در این پژوهش با انتخاب برخی از رویدادهای منتشره توسط شرکت‌ها شامل صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای، برگزاری مجامع پیش‌بینی سود و اعلام سود واقعی سالانه و با استفاده از تغییرات پیاپی قیمت برای یک ماه اطراف وقوع رویداد در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ و با استفاده از روش مقایسه زوجی به بررسی نحوه واکنش بازار سهام به این رویدادها پرداخته و رفتار بازار سهام تهران بر اساس الگوی بازار کار را تبیین شده است. نتایج نشان می‌دهد بازار سهام به این اطلاعات واکنش معناداری نشان می‌دهد همچنین رفتار بازار در برابر رویدادهای فوق غیرکاراست. در خارج از کشور نیز بورک و همکاران (Burke et al., 2022)، به بررسی عوامل تعیین‌کننده ویژگی‌ها و پیامدهای افشای حسابرس در ایالات متحده پرداختند. آن‌ها در یافتند که میزان افشا به طور قابل توجهی توسط مسائل مربوط به گزارشگری مالی و میزان حساب‌هایی که به قضاوت بالا نیاز دارند تعیین می‌شود. نتایج، هیچ‌گونه واکنش کلی بازار یا تغییر در هزینه‌های حسابرسی یا کیفیت را نشان نمی‌دهد. با این حال در تجزیه و تحلیل مقطعی، مشاهده شد تغییر در تعداد و خصوصیات فاش شده به طور قابل توجهی با بازده غیرعادی و هزینه‌های حسابرسی در ارتباط است.

لنوکس و همکاران (Lennox et al., 2022)، به دنبال این سؤال بودند که چرا گزارش‌های حسابرس گسترده در انگلستان برای سرمایه‌گذاران مفید نیست؟ آن‌ها با بررسی بالقوه این مسئله که چرا سرمایه‌گذاران افشای ریسک اضافی حسابرس را مؤثر نمی‌دانند، به این نتیجه رسیدند که قبل از

اینکه حسابرسان گزارش‌های حسابرسی گسترده خود را افشا کنند، سرمایه‌گذاران از آن ریسک‌های گزارشگری مالی از کانال‌های دیگر، مطلع می‌شوند؛ بنابراین ارتباطی بین افشای ریسک گزارش حسابرسان با واکنش بازار نیافتند.

فرناندو و همکاران (Fernando et al., 2020)، به بررسی افشای اطلاعات مربوط به مشتقات از طریق اطلاعاتیه‌های عمومی بر واکنش بازار پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است، زمانی که شرکت‌ها صریحاً افشا و اظهارنظر می‌کنند، در بازار طلا و بورس سهام، به دلیل تغییر دیدگاه‌های بازار نسبت به آینده، شاهد واکنش‌های منفی یا مثبت قیمت سهام برای شرکت‌های اعلام‌کننده و سایر شرکت‌ها هستیم که نهایتاً بین افشای اطلاعات و واکنش بازار به رابطه معنادار رسیدند.

موسی و همکاران (Moussa et al., 2017)، عکس‌العمل بازده سهام و بالا پایین شدن آن را به عرضه و درخواست اطلاعات مورد کاوش قرار دادند. نتایج نشان داد که اطلاعات کلی اولیه متأثر از بازده سهام هستند و سرانجام تبیین کردند که اثر این اطلاعات عمومی بر روی بازده سهام و بالا پایین شدن بازده ناشی از دو شاخص است: ۱- انتشار اخبار شرکت و بازار ۲- خصوصیات مشارکت‌کنندگان در بازار.

اوپار و کیلیچ (Uyar et al., 2012)، به کاوش توانایی ایجاد ارزش به‌وسیله افشای داوطلبانه پرداختند. آن‌ها ۱۲۹ شرکت تولیدی مورد وثوق در بازار بورس استانبول را طی سال مالی ۲۰۱۰ مورد واکاوی قرار دادند. خروجی این پژوهش بیانگر آن است که فعالیت‌کنندگان در بازار سرمایه به افشای اختیاری شرکت‌ها واکنش نشان می‌دهند. به بیان دیگر، بنگاه‌هایی که بیشتر به افشای داوطلبانه می‌پردازند، پیش سرمایه‌گذاران دارای ارزش بالاتری هستند و این روند موجب بالارفتن ارزش این بنگاه‌ها می‌شود.

هاگارد و همکاران (Haggard et al., 2008)، در کاوشی رابطه بین بهینه‌سازی افشای داوطلبانه و فحوای اطلاعاتی قیمت سهام را بررسی کردند. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۵ و شامل ۲۰۸۴ سال شرکت بود. خروجی این بود که اصلاح و پیشبرد سطح افشای اختیاری می‌تواند باعث کاهش بالا پایین‌رفتن قیمت سهام شود. علاوه‌برآن رویکرد افشای شرکت‌ها موجب تأثیر مثبت بر محتوای اطلاعاتی نرخ سهام و بازده سهام آن بنگاه‌ها می‌شود.

جدول (۱) اطلاعات توصیفی برخی از پژوهش‌های داخلی و خارجی

Table (1) Descriptive information of some domestic and foreign researches

ردیف	نویسنده	نام پژوهش	وابسته	مستقل	نتیجه
۱	فروغی و مهرداد آیسک (Foroghi) and Ayask, (2015)	واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سه‌م	بازده بازار	افشای سود پیش‌بینی‌شده	واکنش منفی بازار به اخبار بد
۲	نصیرزاده و موسوی گوکی Nasirzadeh) and Mousavi (Gouki, 2017	بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات با اهمیت	بازده سهم	افشای اطلاعات	واکنش مثبت پیش از انتشار اطلاعیه پس از انتشار، واکنش بی‌معنا
۳	کامیابی و همکاران Kamyabi et) (al., 2017	تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه بین افشای اطلاعات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار	میانگین بازده غیرعادی سهام	معاملات با اشخاص وابسته ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	مثبت و منفی‌دار
۴	هاگارد و همکاران Haggard et) (al., 2008	آیا افشای داوطلبانه باعث بهبود اطلاع‌رسانی قیمت سهام می‌شود؟	بازده سهام	افشای سالانه اطلاعات انتشار اخبار مسئولیت اجتماعی	منفی و معنادار بدون ارتباط معنادار
۵	بورک و همکاران Burke et al.,) (2022	عوامل، خصوصیات و پیامدهای افشای موضوعات مهم حسابرسی در آمریکا	بازده غیرعادی تجمعی	اظهاری نظر حسابرسان افشای حسابرسان تغییر حسابرسان شرکت	منفی و معنادار مثبت و معنادار مثبت و معنادار
۶	فرناندو و همکاران Fernando et) (al., 2020	استفاده از اعلامیه‌های مشتقات: شواهدی از افشای شرکت از طریق اطلاعیه‌های عمومی	بازده غیرعادی	افشای کاهش موقعیت‌های مشتقات افشای افزایش موقعیت‌های مشتقات افشای خبر مربوط به هجینگ ^۱ شرکت	بدون ارتباط معنادار بدون ارتباط معنادار مثبت و معنادار

فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل هستند:

فرضیه اول: اختیاری و اجباری بودن افشا، موجب تعدیل ارتباط بین افشای اطلاعات و واکنش بازار

می‌شود.

فرضیه دوم: نتایج متناقض حاصل از رابطه میان افشای اطلاعات و واکنش بازار تحت تأثیر

مؤلفه‌های مختلف حاکمیت شرکتی قرار می‌گیرد.

فرضیه سوم: نتایج متناقض حاصل از رابطه میان افشای اطلاعات و واکنش بازار تحت تأثیر

مؤلفه‌های حسابرسی قرار می‌گیرد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

برای انجام روش فراتحلیل، با استفاده از نرم‌افزار CMA و سایت‌های مجله‌های خارجی (مقاله‌های منتشرشده در ارتباط با متغیرهای پژوهش از سال ۱۹۹۰ تا سال ۲۰۲۰) و سایت‌های اینترنتی نشریه‌های علمی پژوهشی داخلی (مقاله‌های منتشرشده در ارتباط با متغیرهای پژوهش از سال ۱۳۷۰ تا سال ۱۳۹۹) به‌عنوان جامعه آماری پژوهش شناسایی و جمع‌آوری شدند و با روش حذف سیستماتیک در نهایت ۸۶ مطالعه مورد تجزیه و تحلیل واقع شده است.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

آنچه که قیاس بین پژوهش‌ها را دشوار می‌سازد، متفاوت بودن کاربردی‌ها، ابزارهای سنجش، راه‌ها و موقعیت‌های پژوهشی است؛ بنابراین به‌کارگیری نتایج متفاوت و متناقض پژوهش‌ها، نشر، تفسیر، ارزشیابی و یافتن نقاط ضعف آنها راه‌حلی را می‌خواهد که بر بازنگری و آنالیز صحیح پژوهش استوار باشد، استفاده از شواهد و به‌کاربردن از راه‌های ترکیبی باشد. پژوهش پیشرو از روش متاآنالیز برای رسیدن به نتیجه‌ای واحد استفاده می‌کند. در این روش، نتایج پژوهش‌های متنوع و متعدد با هم آمیخته گردیده و خروجی جدید و سازمان‌یافته‌تر، با به‌کاربردن روش‌های آماری دریافت می‌شود. در پژوهش فراتحلیل، پژوهشگران با درج شاخصه‌ها و یافته‌های مطالعات و پژوهش‌های مختلف در حوزه مورد بررسی و ثبت آنها در قالب مفاهیم کمی، مطالعه موردنظر را آماده به‌کارگیری از روش‌های قوی تحلیل و واکاوی آماری می‌کند. رسالت اصلی روش فراتحلیل، این است که هارمونی و هماهنگی بدیعی به نتایج پژوهش‌های مختلف بدهد. فراتحلیل، به ذاتاً در زمره پژوهش‌های کاربردی لحاظ می‌شود و در گروه پژوهش‌های کمی به لحاظ آماری قرار می‌گیرد. آماره t که بیانگر اندازه اثر می‌باشد، صرفاً با توجه به آماره‌های t و Z در مطالعه موردنظر، بدین صورت محاسبه می‌گردد:

$$r = \sqrt{\frac{t^2}{(t^2 + df)}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$r = \frac{Z}{\sqrt{N}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

N تعداد نمونه و df میزان آزادی است که بر اساس تعداد نمونه و پارامترهای برآورد در رگرسیون محاسبه شده است. جامعه موردنظر و بررسی در این پژوهش، مقالات (حاصل از پژوهش‌های تجربی انجام‌شده) در ارتباط با تأثیر افشای اطلاعات بر واکنش بازار در کل دنیا می‌باشد و از تارنمای مجله‌های خارجی (مقاله‌های منتشرشده تا سال ۲۰۲۰) و پایگاه اینترنتی نشریه‌های علمی پژوهشی داخلی

(مقاله‌های منتشر شده تا ۱۳۹۹) شناسایی و گردآوری شدند. نهایتاً از مجموع ۱۸۸ مطالعه گردآوری شده، با توجه به اعمال محدودیت‌های لازم و با استفاده از روش حذف سیستماتیک، در نهایت ۸۶ مطالعه مورد تجزیه و تحلیل واقع شده است که مطابق جدول (۲) انتخاب شده‌اند.

جدول (۲) نحوه انتخاب مطالعات افشای اطلاعات بر واکنش بازار برای انجام فراتحلیل

Table (2) How to select information disclosure studies on market reaction to perform meta-analysis

۱۸۸	تعداد مطالعات اولیه
۱۱۵	مجموع مطالعات در مجلات خارجی (Scopus, Science Direct, Springer, Emerald, ...)
	معیارهای حذف مطالعات خارجی
(۲۲)	تعداد مقالاتی که دارای شاخص Q2, Q1 نبودند.
(۱۶)	مقاله‌هایی که در مجلات نمایه شده با JCR (مقالات دارای ضریب تأثیر) چاپ نشده‌اند.
(۶)	مقاله‌هایی که روش آماری یکسانی نداشتند.
(۱۶)	مقاله‌هایی که با متغیرهای مورد نظر پژوهش بی‌ارتباط بودند.
(۴)	مقاله‌هایی که در آنها ضرایب همبستگی یا آماره لازم جهت تبدیل به اندازه اثر گزارش نشده است.
۵۱	تعداد نهایی مطالعات خارجی
۷۳	مجموع مطالعات در مجلات داخلی (مجلات تخصصی نور، پایگاه مرکز علمی جهاد دانشگاهی، پورتال جامع علوم انسانی، مگ ایران، سیویلیکا)
	معیارهای حذف مطالعات داخلی
(۴)	مقاله‌هایی که در کنفرانس‌ها و همایش‌ها نمایه شدند.
(۶)	مقاله‌هایی که در فهرست نشریات وزارت علوم نبودند.
(۱۱)	مقاله‌هایی که دارای رتبه الف و ب نبودند.
(۳)	مقاله‌هایی که در آنها ضرایب همبستگی یا آماره لازم جهت تبدیل به اندازه اثر گزارش نشده است.
(۱۴)	مقاله‌هایی که با متغیرهای مورد نظر پژوهش بی‌ارتباط بودند.
۳۵	تعداد نهایی مطالعات داخلی
۸۶	نمونه نهایی

جدول (۳) تعداد مقالات گردآوری شده از منابع و پایگاه‌های داخلی و خارجی

Table (3) Number of articles collected from domestic and foreign sources and databases

ردیف	پایگاه اینترنتی اطلاعات	تعداد مقالات
۱	الزویر ^۱	۴۳
۲	اشپرینگر ^۲	۱۷
۳	ساینس دایرکت ^۳	۱۵
۴	امرالذ ^۴	۸
۵	گوگل اسکالر ^۵	۳۲

1. www.elsevier.com
2. www.springer.com
3. www.sciencedirect.com
4. www.emerald.com
5. www.scholar.google.com

۶	بانک اطلاعات نشریات کشور (مگ ایران) ^۱	۵۴
۷	سایر سایت‌ها و جستجوی گوگل	۱۹
جمع		۱۸۸

متغیرهای پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:

الف: متغیر وابسته واکنش بازار می‌باشد که شاخصه‌ای آن در ادامه تشریح می‌گردد: فاستر (Foster, 1973)، دو نوع واکنش و رفتار را در مطالعات مربوط به اثر رویداد یا مطالعات مربوط به محتوای اطلاعاتی، برای بازار در نظر گرفت که در این پژوهش به‌عنوان متغیر وابسته نمود پیدا می‌کند: ۱- واکنش فردی بازار ۲- واکنش کلی بازار؛ در خصوص واکنش فردی بازار، واکنش افراد در بازار سرمایه با پارامتر حجم معاملات بیان می‌گردد و واکنش کلی بازار نسبت به وقوع رویداد با پارامتر قیمت نشان داده می‌شود. البته لزوماً این‌گونه نیست که واکنش فردی و کلی بازار همسو باشد. مثلاً ممکن است یکسری از اطلاعات باعث افزایش یا کاهش در حجم معاملات گردد اما کل بازار نسبت به بخشی از اطلاعات واکنش نداشته باشد و علت این پدیده می‌تواند انتظارات ناهماهنگ سرمایه‌گذاران باشد و یا ممکن است میزان ریسک‌پذیری آنها باهم متفاوت باشد. فاستر (Foster, 1973)، مچلی و همکاران (Mechelli et al., 2017)، از ارزش بازار سهام که به‌وسیله قیمت سهم و از لگاریتم حاصل ضرب قیمت در مقدار سهام شرکت حاصل می‌شود، برای تبیین واکنش بازار استفاده کردند. براون و وارنر (Brown and Warner, 1985)، از مدل بازار برای برآورد بازدهی روزانه و درنهایت بازده غیرعادی تجمعی جهت به‌دست‌آوردن واکنش بازار استفاده کردند. روزنبوم و ون دایک (Roosenboom and van Dijk, 2009)، لورین و همکاران (Lorraine et al., 2004)، هورتون و سرافیم (Horton and Serafeim, 2010)، ایانیلو و گالوپو (Ianniello and Galloppo, 2015)، نگر و همکاران (Nègre et al., 2017) برای واكاي و سنجش میزان تغییرات واکنش بازار به ارائه اخبار و اطلاعات از بازده غیرعادی تجمعی یا انباشته استفاده کردند. همچنین گلب و زاروین (Gelb and Zarowin, 2002) تغییرات قیمت سهم و گوپتا و همکاران (Gupta et al., 2009) و گریفین و سام (Griffin and Sun, 2013) نرخ بازده را معیار اندازه‌گیری واکنش بازار معرفی کردند. بازده انباشته یا تجمعی از جمع هندسی بازده‌های روزانه حاصل شده است. برای تعدیل بازده‌های روزانه بنگاه‌ها، بازده روزانه بازار از آن کسر می‌گردد، نوسانات قیمت بازار سهام که بیانگر واکنش بازار است با استفاده از روابط جدول (۴) اندازه‌گیری شده‌اند:

جدول (۴) فرمول‌های اندازه‌گیری بازده
Table (4) Yield measurement formulas

فرمول	نماد	نوع بازده
$R_{it} = \alpha_i + \beta_1 R_{mt} + e_{it}$	R	بازده متوسط
$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$	AR	بازده غیرعادی
$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$	CAR	بازده غیرعادی تجمعی
$RT = P_t - P_{t-1}$	RT	بازده مؤثر (واقعی)

متغیر مستقل، سطح افشا می‌باشد که به تشریح شاخصه‌ای آن پرداخته خواهد شد:

بر اساس شاخصه‌ای پیشنهادی توسط بوتوسان و پلوملی (Botosan and Plumlee, 2002) سطح افشای داوطلبانه، اندازه‌گیری می‌شود این شاخص‌ها نظرات کمیته جنکینز استخراج شده است. شاخصه‌ای مورد استفاده در مدل بوتوسان، به وسیله گزارش‌های حاکمیت شرکتی و همچنین اعداد و ارقام طبقه‌بندی بنگاه‌های آمریکایی استخراج شده بود. به علت نبودن موارد ذکر شده در ایران و باتوجه به این که سازمان حسابرسی کتابچه راهنمایی تحت عنوان قالب نمونه گزارشگری شرکت سهامی عام نمونه - صورت‌های مالی در سال ۱۳۷۹ منتشر نموده که شاخصه‌ای مندرج در آن مبنای تهیه و گزارش اطلاعات شرکت‌ها می‌باشد. این موضوع زمینه افشای اطلاعات اختیاری در متن صورت‌های مالی را محدود کرده است؛ لذا گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها مبنای استخراج شاخصه‌ای افشای داوطلبانه قرار گرفت. در نهایت، پرسش‌نامه تعدیل شده بوتوسان برای اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه، مبنای شد که این پرسش‌نامه توسط کاشانی پور و همکاران (Kashanipoor et al., 2009) تنظیم گردیده بود. شاخص‌ها در شش بخش تعیین شدند. امتیاز افشای داوطلبانه از تقسیم مجموع امتیاز کسب شده از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می‌آید.

طریقه به دست آوردن سطح افشا با روش بوتوسان:

$$\text{رابطه (۳)} \quad \text{سطح افشای شرکت } i \text{ در سال } z = \frac{\sum A_S}{\sum T_S}$$

در رابطه (۳)، $\sum A_S$ بیانگر جمع نمرات دریافتی هر شرکت بر اساس شاخصه‌ای شش گانه و $\sum T_S$ بیانگر جمع نمرات قابل دریافت شرکت‌ها از شاخصه‌ای شش بخش مورد نظر است.

طریقه به دست آوردن سطح افشا با روش جانسون و لیز:

در رابطه (۴)، باتوجه به معیار مورد استفاده جانسون و لیز (Johnson and Lys, 1990) سطح افشا محاسبه گردیده است که در کتابچه اعلامیه‌های بورس اوراق بهادار تهران فراهم گردیده است که طریقه اندازه‌گیری سطح افشا مطابق رابطه (۴) می‌باشد:

$$DSCOR_{it} = DIS_{it}/DIS_j \quad \text{رابطه (۴)}$$

$DSCOR_{it}$ ، سطح افشا شرکت i در سال t .

DIS_{it} ، مجموع افشای شرکت i در سال t بر اساس مدل جانسون و لیز (اعلامیه‌های بورس اوراق بهادار تهران).

DIS_j ، جمع امتیازها در معیار جانسون و لیز (افشا کامل) - ۶۲ امتیاز. بدین صورت سطح افشا در هر شرکت برابر است با نسبت کل معیارهای افشا شده در مدل جانسون و لیز توسط آن شرکت به کل موارد افشا بر اساس مدل جانسون و لیز است که عددی بین صفر و یک می‌باشد. این معیار در واقع معیار بی‌وزن سنجش افشا می‌باشد که توسط جانسون و لیز (Johnson and Lys, 1990) ارائه شده است.

جدول (۵) تقسیم‌بندی مدل‌های محاسبه افشا

Table (5) Division of disclosure calculation models

نام مدل	فرمول اندازه‌گیری	ویژگی‌ها
شاخص افشای بوتوسان (موزون)	$\sum AS_i / \sum TS_i$ = سطح افشای شرکت i در سال z	شاخصه‌ای هر بخش بر اساس اهمیت در تصمیم‌گیری‌ها دارای وزن‌های متفاوتی هستند.
شاخص افشای جانسون و لیز (ناموزون)	$DSCOR_{it} = DIS_{it}/DIS_j$	این معیار در حقیقت، فاقد وزن جهت سنجش افشا می‌باشد.

در جدول‌هایی مجزا، نتایج حاصل از اجرای متاآنالیز بر کل نمونه آماری، ارائه شده است که شامل مطالعات داخلی و خارجی می‌باشد. برای بررسی نتایج حاصل از تأثیر متغیرهای تعدیلگر، آمار توصیفی در جدول (۶) ارائه گردیده است. همچنین به جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش در رویکرد فراتحلیل، ابتدا به آزمون عدم تجانس اندازه اثر توجه می‌شود تا بر مبنای آن، نوع الگوی فراتحلیل استفاده شده به لحاظ اثر ثابت یا تصادفی، برای آزمون فرضیه موردنظر تعیین شود. در صورت تجانس بین داده‌ها از الگوی آثار ثابت و در صورت ناهمگون بودن نیز از الگوی آثار تصادفی استفاده می‌شود که نتایج در جدول (۷) ارائه می‌گردد:

جدول (۶) آمار توصیفی متغیرهای تعدیلگر

Table (6) Descriptive statistics of moderator variables

متغیر	تعداد مشاهدات	حجم نمونه	اندازه تأثیر متوسط (میانگین z)	فاصله اطمینان ۹۵٪
				حد پایین حد بالا
کل مطالعات	۴۸۴	۳,۰۱۵,۰۸۴	۶/۰۹۲	۱/۰۵۵ ۱/۱۱۰
افشای اجباری	۱۶۱	۲,۸۲۳,۸۱۱	۸/۲۱۱	۱/۰۹۶ ۱/۱۶۲
افشای اختیاری	۴۷	۲۹,۷۴۸	۱/۰۰۴	۰/۹۷۰ ۰/۰۴۱
سهام‌داران نهادی	۵۸	۵۶,۸۰۱	۴/۵۹۰	۰/۱۰۶ ۰/۰۴۱

سهام‌داران عمده	۳۰	۱,۵۰۷,۷۰۵	-۱/۹۴۵	-۰/۰۲۵	-۰/۰۰۰
ویژگی‌های حسابرسی	۸۶	۴۳,۷۸۳	۱/۵۱۰	-۰/۰۰۴	-۰/۰۳۰
مؤسسه حسابرسی	۱۳	۳,۶۱۱	-۰/۹۲۵	-۰/۰۶۲	-۰/۰۲۲

جدول (۷) آزمون ناهمگونی اندازه اثر

Table (7) effect size heterogeneity test

نتیجه آزمون	آزمون تجانس H			ارتباط بین متغیرها
	مقدار I2	سطح معناداری	آماره Q	
اثر تصادفی	۹۰/۲۱۹	۰/۰۰۰	۲۱۱۶/۲۹۷	انواع افشای اختیاری و اجباری با واکنش بازار
اثر تصادفی	۸۰/۸۳۸	۰/۰۰۰	۴۳۳/۱۴۰	انواع شاخصه‌ای حاکمیت شرکتی با واکنش بازار
اثر تصادفی	۵۳/۵۰۹	۰/۰۰۰	۲۱۰/۷۹۵	ویژگی‌های حسابرس و نوع مؤسسه حسابرسی با واکنش بازار

در جدول (۷)، مقدار آماره Q برای کلیه متغیرها ناهمگونی زیاد را نشان می‌دهد و سطح معناداری آزمون Q کوچک‌تر از سطح معناداری ۰/۰۵ است؛ اما از آنجاکه این شاخص به افزایش تعداد اندازه اثر حساس است و با افزایش تعداد اندازه اثر توان این آزمون برای رد همگنی بالا می‌رود، لذا مجذور I شاخص دیگری است که به همین منظور مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ مقدار I^2 برای متغیرهای مدنظر، بزرگ‌تر از ۷۵ درصد است (به استثنای ویژگی‌های حسابرس و نوع مؤسسه حسابرسی که حدود ۵۳ درصد می‌باشد) که نشان می‌دهد ناهمگونی اندازه اثر در سطح نسبتاً بالایی قرار دارد؛ بنابراین فرضیه صفر رد و فرضیه یک مبنی بر ناهمگونی اندازه اثر متغیرهای اشاره شده تأیید می‌شود؛ بنابراین به دلیل ناهمگون بودن، برای برآورد اندازه اثر این متغیرها از الگوی آثار تصادفی استفاده می‌شود. باتوجه به اینکه پس از بررسی مفروضات فراتحلیل به این نتیجه رسیدیم که باید از مدل اثر تصادفی به منظور ترکیب نتایج به منظور گزارش اندازه اثر استفاده کرد، لذا در جدول (۸)، گزارش اندازه اثر مطالعات انجام شده در مدل تصادفی ارائه شده است:

جدول (۸) آزمون فرضیه‌های پژوهش بر اساس الگوی آثار تصادفی

Table (8) Testing research hypotheses based on the pattern of random effects

نتیجه فرضیه	سطح معناداری	آماره z	فاصله اطمینان		میانگین اندازه اثر مطالعات	ارتباط بین متغیرها
			کران پایین کران بالا	کران		
تأیید	۰/۰۰۰	۷/۸۶۹	۱/۱۴۰	۱/۰۸۲	۱/۱۱۱	انواع افشای اختیاری و اجباری با واکنش بازار
تأیید	۰/۰۴۲	۲/۰۳۴	۱/۰۶۸	۱/۰۰۱	۱/۰۳۴	انواع شاخصه‌ای حاکمیت شرکتی با واکنش بازار
رد	۰/۲۶۹	۱/۱۰۵	۱/۰۹۳	۰/۹۷۶	۱/۰۳۲	ویژگی‌های حسابرس و نوع مؤسسه حسابرسی با واکنش بازار

فرضیه اول پژوهش: نتایج فراتحلیل فرضیه اول پژوهش در جدول (۹) ارائه شده است:

جدول (۹) نتایج آماری فراتحلیل فرضیه اول

Table (9) Statistical results of meta-analysis of the first hypothesis

نتیجه فرضیه	آزمون ناهمگونی اندازه اثر		آزمون فرضیه			فاصله اطمینان		اندازه تأثیر متوسط	ارتباط بین متغیرها	
	نتیجه آزمون تجانس	I ²	p-value	Q-value	p-value	z-value	۹۵٪ حد پایین حد بالا			
بدون ارتباط معنادار	اثر تصادفی	۷۹/۹۴۱	۰/۰۰۰	۲۲۹/۳۳۴	۰/۳۱۵	۱/۰۰۴	۱/۰۹۸	۰/۹۷۰	۱/۰۳۲	افشای اختیاری با واکنش بازار
معنادار و مثبت	اثر تصادفی	۹۱/۵۰۳	۰/۰۰۰	۱۸۸۳/۰۳۳	۰/۰۰۰	۸/۲۱۱	۱/۱۶۲	۱/۰۹۶	۱/۱۲۹	افشا اجباری با واکنش بازار

از کل ۸۶ مطالعه، ۴۵ مورد از آنها انواع افشای اختیاری و اجباری را به‌عنوان فاکتور افشا انتخاب کرده‌اند و به بررسی ارتباط آن با واکنش بازار پرداختند که نتایج فراتحلیل آن‌ها در **جدول (۹)** آمده است. فاصله اطمینان گزارش شده از این تعداد مطالعه، مثبت می‌باشد و همچنین عدد میانگین Z بیانگر ارتباط مثبت بین متغیرهای مربوطه می‌باشد، باتوجه‌به مقدار سطح معناداری بین متغیرها، ارتباط بین افشای اجباری و واکنش بازار معنادار می‌باشد. همچنین آزمون تجانس میان مطالعات میزان ناهمگونی زیادی را نشان می‌دهد که منتج به انتخاب آثار تصادفی می‌گردد.

فرضیه دوم پژوهش: نتایج فراتحلیل فرضیه دوم پژوهش در **جدول (۱۰)** ارائه شده است:

جدول (۱۰) نتایج آماری فراتحلیل فرضیه دوم

Table (10) Statistical results of meta-analysis of the second hypothesis

نتیجه فرضیه	آزمون ناهمگونی اندازه اثر		آزمون فرضیه			فاصله اطمینان		اندازه تأثیر متوسط	ارتباط بین متغیرها	
	نتیجه آزمون تجانس	I ²	p-value	Q-value	p-value	z-value	۹۵٪ حد پایین حد بالا			
معنادار و مثبت	اثر تصادفی	۶۱/۲۰۶	۰/۰۰۰	۱۴۶/۹۳۱	۰/۰۰۰	۴/۵۹۰	۰/۰۴۱	۰/۰۱۶	۰/۰۳۹	سهام‌داران نهادی و واکنش بازار
معنادار و منفی	اثر تصادفی	۸۸/۷۵۶	۰/۰۰۰	۲۵۷/۹۱۱	۰/۰۵۲	-۱/۹۴۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۵	-۰/۰۱۲	سهام‌داران عمده و واکنش بازار

از کل ۸۶ مطالعه نمونه، ۲۶ مورد از آنها انواع شاخصه‌ای حاکمیت شرکتی (سهام‌داران نهادی، سهام‌داران عمده) را به‌عنوان فاکتور افشا انتخاب کرده‌اند و به بررسی ارتباط آن با واکنش بازار پرداختند که نتایج فراتحلیل آن‌ها در **جدول (۱۰)** آمده است. فاصله اطمینان گزارش شده از این تعداد مطالعه، مثبت می‌باشد و همچنین عدد مثبت میانگین Z بیانگر ارتباط مثبت بین متغیرهای مربوطه می‌باشد، باتوجه‌به مقدار سطح معناداری بین متغیرها، ارتباط معناداری بین شاخصه‌ای حاکمیت شرکتی و واکنش

بازار مشاهده گردید. همچنین آزمون تجانس میان مطالعات میزان ناهمگونی زیاد را در خصوص سهام‌داران نهادی و عمده نشان می‌دهد که منتج به انتخاب آثار تصادفی در مورد آن متغیر می‌گردد. فرضیه سوم پژوهش: نتایج فراتحلیل فرضیه سوم پژوهش در **جدول (۱۱)** ارائه شده است:

جدول (۱۱) نتایج آماری فراتحلیل فرضیه سوم

Table (11) Statistical results of meta-analysis of the third hypothesis

نتیجه فرضیه	ارتباط بین متغیرها	اندازه تأثیر متوسط	فاصله اطمینان		آزمون فرضیه		آزمون ناهمگونی اندازه اثر		نتیجه
			۹۵%	صفر	Q-	p-	I ²	p-value	
			حد پایین حد بالا	z-value	p-value	Q-value	p-value	نتیجه آزمون تجانس	
بدون ارتباط معنادار	ویژگی‌های حسابرِس و واکنش بازار	۰/۰۱۳	-۰/۰۰۴ -۰/۰۳۰	۱/۵۱۰	۰/۱۳۱	۱۹۴/۸۲۶	۰/۰۰۰	۵۶/۳۷۱	اثر تصادفی
بدون ارتباط معنادار	ویژگی‌های مؤسسه حسابرِس و واکنش بازار	-۰/۰۲۰	-۰/۰۶۲ -۰/۰۲۲	-۰/۹۲۵	۰/۳۵۵	۲۲/۴۳۶	۰/۰۳۳	۴۶/۵۱۵	اثر تصادفی

از کل ۸۶ مطالعه نمونه، ۱۸ مورد از آنها انواع ویژگی‌های حسابرِس و مؤسسه حسابرِس را به‌عنوان فاکتور افشا انتخاب کرده‌اند و به بررسی ارتباط آن با واکنش بازار پرداختند که نتایج فراتحلیل آن‌ها در **جدول (۱۱)** آمده است. فاصله اطمینان گزارش شده از این تعداد مطالعه، مثبت می‌باشد و همچنین عدد مثبت میانگین Z در خصوص ویژگی‌های حسابرِس بیانگر ارتباط مثبت و مقدار منفی در خصوص نوع مؤسسه حسابرِس، نشانگر ارتباط منفی بین آن‌ها و واکنش بازار می‌باشد، باتوجه به مقدار سطح معناداری بین متغیرها، ارتباط معناداری بین متغیرهای حسابرِس و مؤسسه حسابرِس با واکنش بازار مشاهده نگردید. همچنین آزمون تجانس میان مطالعات میزان ناهمگونی متوسط را نشان می‌دهد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به دنبال فراتحلیل اثر افشای اطلاعات بر واکنش بازار است، در نهایت نتایج فرضیه‌های پژوهش نشان داد پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص عوامل مؤثر بر واکنش بازار شرکت‌ها متنوع و نامتجانس بوده است که الزام انجام چنین پژوهشی را با رویکرد متاآنالیز نشان می‌دهد؛ از طرفی، متغیر تعدیل‌کننده روابط میان آنها، نوع و شیوه افشای اطلاعات، می‌باشد؛ باتوجه به نتایج متناقض مطالعات موسی و همکاران (Moussa et al., 2017)، تابی و همکاران (Tabeli et al., 2019)، کامیابی و همکاران (Kamyabi et al., 2017)، حمیدیان و همکاران (Hamidian et al., 2018)، گوردون و همکاران (Gordon et al., 2012)، فیشمن و هاگرتی (Fishman and Hagerty, 2003)؛ بین متغیر افشا و واکنش بازار، بعضاً به نتایج مثبت، برخی به نتایج منفی و تعدادی بدون ارتباط مؤثر بین این دو متغیر رسیدند. در این پژوهش باتوجه به ترکیب داده‌های مطالعات انفرادی و

تجزیه و تحلیل آنها به کمک نرم‌افزار فراتحلیل، محقق به یک نتیجه هم راستا و همسو در خصوص متغیر افشا بر واکنش بازار رسید و توانست این تضادهای مطالعاتی را حل نماید. براین اساس از متغیرهای افشای اجباری و اختیاری به عنوان تعدیلگر استفاده گردید و نتایج یکسان فراتحلیل نشان داد که فقط در صورت افشای اجباری شرکت‌ها، بازار سهام نسبت به این افشا واکنش نشان خواهد داد و افشای اختیاری تأثیری بر واکنش بازار نخواهد داشت؛ بنابراین سرمایه‌گذاران بازار مالی در تجزیه و تحلیل‌های مالی خود باید به نحوه افشای اطلاعات توجه نمایند و صورت‌های مالی و سایر ابزارهای الزام‌آور افشای اطلاعات شرکت‌ها را مورد بررسی بیشتر قرار دهند.

باتوجه به نتایج ناهمسوی مطالعات انفرادی پژوهشگرانی چون فخاری و فلاح محمدی (Fakhari and Fallah, 2009)، والاس و همکاران (Wallace et al., 1994)، دیلمی و صفری گرایی (Daylami and Safari, 2016)، فروغی و همکاران (Foroghi et al., 2008) در پژوهش حاضر با به‌کارگیری روش فراتحلیل، به نتیجه یکسان در خصوص تأثیر متغیر تعدیلگر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین افشای اطلاعات و واکنش بازار منتج گردید. نتایج نشان می‌دهد مؤلفه‌های مالکیت نهادی و مالکیت عمده به عنوان تعدیلگرهای افشای اطلاعات مربوط به موضوع حاکمیت شرکتی، موجب تغییراتی بر روی سهام شرکت‌ها و در نهایت تغییر واکنش بازار سهام می‌گردند که این تأثیر به ترتیب مثبت و منفی می‌باشد؛ بنابراین فعالان بازارهای مالی باید ترکیب اعضای مالکیت سهام‌داران نهادی، سهام‌داران عمده (تمرکز مالکیت) و ساختار مالکیت شرکت‌ها را در پیش‌بینی‌های آتی بازار سهام مورد توجه قرار دهند. همچنین باتوجه به نتایج متضاد مطالعات انفرادی در پژوهش‌های کمالیان و همکاران (Kamalian et al., 2011)، ویزنانت و همکاران (Whisenant et al., 2003)، مهرجو و تاگر (Mehrjoo and Takor, 2013)، سوئسی و خلیف (Souissi and Khelif, 2012)؛ در خصوص افشای اطلاعات بر واکنش بازار، علت وجود تناقضات در نتایج، به دلیل متغیرهای تعدیلگر حسابرِس و نوع مؤسسه حسابرِس می‌باشد که این متغیرها در پژوهش حاضر، مطابق فرضیه سوم مورد تجزیه و تحلیل با استفاده از روش فراتحلیل قرار گرفت و نتایج حاکی از آن است که انواع مؤلفه‌های حسابرِس و مؤسسه حسابرِس، راهنمایی خاصی در زمینه استفاده از بازار سهام برای انتخاب بهترین گزینه سرمایه‌گذاری به فعالان بازارهای مالی نمی‌تواند ارائه دهد. به‌طور کلی نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل متاآنالیز پژوهش حاضر در جدول (۱۲) ارائه گردیده است.

Table (12) summarizes the results of research hypotheses

نتایج	تأثیر تعدیلگرها	نتایج	شرح فرضیه
معنادار و مثبت	افشای اجباری	ارتباط معنادار	اختیاری و اجباری بودن افشا، موجب تعدیل ارتباط بین افشای اطلاعات و واکنش بازار می‌شود
بدون ارتباط معنادار	افشای اختیاری		
معنادار و مثبت	سهام‌داران نهادی	ارتباط معنادار	نتایج متناقض ارتباط بین افشای اطلاعات و واکنش بازار تحت تأثیر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی قرار دارد
معنادار و منفی	سهام‌داران عمده		
بدون ارتباط معنادار	حسابرس	بدون ارتباط	نتایج متناقض ارتباط بین افشای اطلاعات و واکنش بازار تحت تأثیر مؤلفه‌های حسابرسی قرار می‌گیرد
بدون ارتباط معنادار	مؤسسه حسابرسی	معنادار	

باتوجه به نتایج ارائه شده مبتنی بر یافته‌های هر فرضیه، پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه می‌گردد:

۱. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود برای مشخص شدن ارزش واقعی شرکت‌ها، شفاف‌سازی اطلاعاتشان و درک بهتر عملکردشان، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کنند که تاحدامکان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در طول سال‌های متمادی به صورت شفاف‌تری اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت را فاش کنند. به علاوه یکی از تدابیر لازم و ضروری، تأکید و کنترل بیشتر سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان مرجع تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری بر پدیده کیفیت اطلاعات حسابداری و نیز کیفیت افشای آن اطلاعات می‌باشد و لازم است نقاط ضعف و کمبودهای مقرراتی لازم شناسایی و از طریق وضع قوانین و مقررات یا استانداردهای حسابداری تدابیر لازم در خصوص افزایش کیفیت افشا اندیشیده شود.

۲. یکی دیگر از کاربردهای پژوهش حاضر برای "محققان، پژوهشگران، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان" در مورد نحوه و چگونگی روابط بین افشای اطلاعات و واکنش بازار می‌باشد؛ لذا بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌شود محققان با در نظر گرفتن متغیرهای تعدیل‌کننده و اثرگذار شناسایی شده این پژوهش روش‌ها و مدل‌های اجرای پژوهش خود را به گونه‌ای انتخاب کنند که ضمن به کارگیری تأثیر این نوع متغیرها، نتایج دقیق‌تری از روابط میان متغیرهای اصلی گزارش دهند. باتوجه به نتیجه فرضیه‌های پژوهش به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود هنگام استفاده از صورت‌های مالی جهت تصمیم‌گیری در رابطه با سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها یا فروش سهام به پدیده افشا و شفافیت اطلاعاتی توجه نمایند؛ به علاوه سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند از نتایج قابل‌اتکای پژوهش‌های فرا تحلیل برای ارزیابی ریسک ذاتی اطلاعات حسابداری هنگام اتخاذ تصمیمات خرید و فروش اوراق بهادار بهره‌برند. این

پژوهش ضمن ایجاد بینشی روشن نسبت به دلایل وجود تناقضات پیرامون معیارهای متفاوت افشای اطلاعات، برای مخاطبان دیدگاه یکپارچه‌ای را فراهم می‌نماید.

۳. همچنین یکی دیگر از کاربردهای پژوهش حاضر "مدیران شرکت‌های بورسی و سازمان‌ها" در مورد نحوه و چگونگی ارائه گزارش‌ها و اعلان و افشا اطلاعات می‌باشد؛ لذا باتوجه به اهمیت مکانیزم کنترلی و نقش اعتباردهی افشا در حوزه راهبری شرکتی، پیشنهاد می‌شود مدیران با رعایت اصول اخلاق حرفه‌ای، حفظ استقلال، توجه به صلاحیت حرفه‌ای و افزایش دانش و تجربه، شفافیت صورت‌هایی مالی و گزارش‌ها را با کیفیت مناسب به انجام رسانند؛ زیرا اطلاعات افشا شده توسط مدیران با شفافیت و برخورداری از ویژگی‌های مطلوب سبب اطمینان گروه‌های ذی‌نفع نسبت به اطلاعات مالی گزارش شده گردیده و این موضوع می‌تواند تصمیمات مناسبی را برای این گروه‌ها به ارمغان آورد.

۴. در نهایت بر اساس نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش حاضر، افشای اجباری اطلاعات، منجر به تغییر و بهبود بازده و قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد، بنابراین پیشنهاد می‌شود مسئولین قانون‌گذار و نهادهای نظارتی، قوانین و چارچوب‌های لازم را بیش‌ازپیش نهادینه نمایند و زیرساخت‌های مؤثر در این خصوص فراهم گردد تا تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی در اولویت قرار گیرد و بازارها هرچه بیشتر و سریع‌تر به سمت کارایی روانه شوند.

برای پژوهش‌های آتی به محققان پیشنهاد می‌گردد به بررسی مباحث زیر بپردازند:

- در این پژوهش جهت ارزیابی نقش اطلاعات شفاف، تعدادی از ویژگی‌های اطلاعاتی بکار گرفته شده است و به نظر می‌رسد به‌کارگیری تعداد محدودی از این خصوصیات جهت کسب بازخورد نسبت به نقش افشای اطلاعات، کافی نمی‌باشد. فلذا لازم است از منظری مفصل‌تر نقش مواردی همچون ارتباطات سیاسی، محیط کلان رقابتی، اوضاع اقتصادی، ویژگی‌های نهادی در کنار سایر خصوصیات معمول استفاده شده در خصوص افشای اطلاعات، واکاوی شود.

- به دلیل نقش تحولات محیط اقتصادی، تجاری و فعالیت شرکت‌ها در صنایع مختلف که در پژوهش حاضر بر آن‌ها تمرکز نشده است، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود پژوهش‌هایی را با در نظر گرفتن شرایط مختلف سازمانی، محیط رقابتی و وضعیت اقتصادی انجام دهند.

۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

۷- منابع

- Banimahd, B., Aliahmadi, S. (2013). Analysis Survey the Usefulness of Audit Reports in Market Capital. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 2(6), 13-30. [In Persian]
- Behbahani Nia, P., Valizadeh Larijani, A. (2017). Accounting information role in Tehran stock exchange investor's reaction; Study of forecasted earnings. *Empirical Research in Accounting*, 7(2), 203-218. [In Persian]
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21-40.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Burke, J., Hoitash, R., Hoitash, U., & Xiao, S. (Xia). (2022). The Disclosure and Consequences of U.S. Critical Audit Matters. *The Accounting Review*.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Daylami, S., Safari, M. (2016). The Relation between Corporate Governance Quality and Stock Return Volatility. *Empirical Research in Accounting*, 6(3), 115-136. [In Persian]
- Fakhari, H., Fallah Mohammadi, N. (2009). Investigating the Impact of Information Disclosure on Liquidity of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 1(4), 148-163. [In Persian]
- Fernando, C. S., Hoelscher, S. A., & Raman, V. (2020). The informativeness of derivatives use: Evidence from corporate disclosure through public announcements. *Journal of Banking & Finance*, 114, 105731.
- Fishman, M. J., & Hagerty, K. M. (2003). Mandatory Versus Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 19(1), 45-63.
- Foroghi, D., Mehrdad Ayask, S. (2015). Market Reaction to the Timing of EPS Forecast. *Empirical Research in Accounting*, 5(3), 139-162. [In Persian]
- Foroghi, D., Shahshahani, M., Poorhossein, S. (2008). Managements' Perceptions about Social Accounting Information Disclosures: Listed Companies in TSE. *Accounting and Auditing Review*, 15(3). 55-70. [In Persian]
- Foster, G. (1973). Stock Market Reaction to Estimates of Earnings per Share by Company Officials. *Journal of Accounting Research*, 11(1), 25.
- Gelb, D. S., & Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of accounting studies*, 7(1), 33-52 .
- Gordon, E. A., Henry, E., Peytcheva, M., & Sun, L. (2012). Discretionary disclosure and the market reaction to restatements. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41(1), 75-110.
- Grewal, J., Riedl, E. J., & Serafeim, G. (2019). Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure. *Management Science*, 65(7), 3061-3084 .

- Griffin, P. A., & Sun, Y. (2013). Going green: Market reaction to CSRwire news releases. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(2), 93–113.
- Gupta, P. P., Kennedy, D. B., & Weaver, S. C. (2009). Corporate Governance and Firm Value: *Evidence from Canadian Capital Markets*. Papers.ssrn.com.
- Haggard, K. S., Martin, X., & Pereira, R. (2008). Does Voluntary Disclosure Improve Stock Price Informativeness? *Financial Management*, 37(4), 747–768.
- Hamidian, M., Hajiha, Z., Taghizade, N. (2018). The Usefulness of Voluntary Disclosure to Investors' Judgment. *Economical Modeling*, 11(40), 137-155. [In Persian]
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1992). *Accounting Theory*, united states of America: IRWIN .
- Horton, J., & Serafeim, G. (2010). Market reaction to and valuation of IFRS reconciliation adjustments: first evidence from the UK. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 725–751.
- Ianniello, G., & Galloppo, G. (2015). Stock market reaction to auditor opinions – Italian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(6/7), 610–632.
- Javanmard, M., Pourmousa, A. (2015). The Study of Effect companies information reports to Tehran Stock Market Daily Behavior. *Empirical Research in Accounting*, 5(2), 85-105. [In Persian]
- Johnson, W. Bruce., & Lys, T. (1990). The market for audit services. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), 281–308.
- Kamalian, A, Niknafs, A, Afsharizadeh, O, Gholam Alipour, R. (2011). Clarifying the most important factors affecting the information disclosure rating of companies admitted to the Tehran Stock Exchange with a data mining approach. *Journal of Financial Management Perspective*, 1(2), 49-71. [In Persian]
- Kamyabi, Y., Oskou, V., Boozhmehrani, E. (2017). The impact of the Good and bad news on the relationship between disclosure about related party transactions and capital market reaction. *Financial Accounting Knowledge*, 4(2), 95-114. [In Persian]
- Kashanipoor, M., Rahmani, A., Parchini Parchin, S. (2009). The Relationship Between Voluntary Disclosure and Outside Directors. *Accounting and Auditing Review*, 16(3), 85-100. [In Persian]
- Khajavi, S., Momtazian, A. (2014). Investigation The quality of financial information disclosure effect on current and future stock return of listed companies of Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Knowledge*, 1(1), 9-27. [In Persian]
- Lennox, C. S., Schmidt, J. J., & Thompson, A. M. (2022). Why are expanded audit reports not informative to investors? Evidence from the United Kingdom. *Review of Accounting Studies*, 1-36.

- Lorraine, N. H. J., Collison, D. J., & Power, D. M. (2004). An analysis of the stock market impact of environmental performance information. *Accounting Forum*, 28(1), 7–26.
- Mechelli, A., Cimini, R., & Mazzocchetti, F. (2017). The usefulness of the business model disclosure for investors' judgements in financial entities. A European study. *Revista de Contabilidad*, 20(1), 1–12.
- Mehrjoo, E; Takor, R. (2013). Investigating the relationship between audit fees and market reaction to information disclosure in companies listed on the Tehran Stock Exchange, *the 11th National Accounting Conference of Iran*, Mashhad. [In Persian]
- Moussa, F., Delhoumi, E., & Ouda, O. B. (2017). Stock return and volatility reactions to information demand and supply. *Research in International Business and Finance*, 39, 54–67.
- Nasirzadeh, F., Mousavi Gouki, S. (2017). Investigating the Market reaction to Disclosure of Important Information. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(3), 53-80. [In Persian]
- Nègre, E., Verdier, M.-A., Cho, C. H., & Patten, D. M. (2017). Disclosure strategies and investor reactions to downsizing announcements: A legitimacy perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 239–257.
- Owusu-Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 605–631.
- Rahmani, A., Bashiri Manesh, N., Shahrokhi, S. (2012). Effects of Management Earnings Forecasts on Future earnings response coefficient. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(10), 29-50. [In Persian]
- Riahi Belkaoui, Ahmed. (2002). *Accounting theories*, (Ali Parsaeian, translation). Tehran: Cultural Research Office. (Original publication, 2000). [In Persian]
- Roosenboom, P., & van Dijk, M. A. (2009). The market reaction to cross-listings: Does the destination market matter? *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1898–1908.
- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129–138.
- Souissi, M., & Khlif, H. (2012). Meta-analytic review of disclosure level and cost of equity capital. *International Journal of Accounting & Information Management*, 20(1), 49–62.
- Tabeli, H., Moradzadeh, M., Kashi, M., Derohi, Z., Tabatabaei, S. (2019). Investigating the Impact of Disclosure Quality and Voluntary Disclosure on Information Asymmetry in Tehran Stock Exchange. *Public Management Researches*, 11(42), 201-227. [In Persian]
- Uyar, A., & Kılıç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 363–376.

- Wallace, R. S. O., Naser, K., & Mora, A. (1994). The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*, 25(97), 41–53.
- Whisenant, J. S., Sankaraguruswamy, S., & Raghunandan, K. (2003). Market Reactions to Disclosure of Reportable Events. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(1), 181–194.
- Wolk, Harry I; Dodd, James L.; Tearney, Michael G. (2008). *Accounting theory*, (Gholamreza Karmi, Kamran Tajik, translation). Tehran: Negah Danesh; (Original publication, 1992). [In Persian]

COPYRIGHTS

© 2022 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfaryen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

