



## تبیین مفهومی تأثیرپذیری میزان معاملات و دادوستدها از اعلان سودها

حسن چناری<sup>۱</sup>

بهمن بنی مهد<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۸

### چکیده

هدف این پژوهش تبیین تئوریک تأثیرپذیری میزان معاملات و دادوستدها از اعلان سودها است. روش پژوهش حاضر، روش شناخت تاریخی در چارچوب مطالعات کتابخانه‌ای و از نوع پژوهش‌های نظری-تحلیلی و مبتنی بر پژوهش‌های مرتبط با موضوع است. در حالت کلی رویکرد تحلیلی حداقل 4 ویژگی مهم را دارد؛ اول این که این دیدگاه اغلب متنی است، به این معنی که می‌پذیرد حسابداری دارای اثرات اقتصادی، سیاسی و اجتماعی است. دوم این که این تئوری به دنبال مشارکت و تعامل است. به این معنی که همواره به دنبال تغییر و یا بهبود رویه‌های حسابداری است. سوم این که با هر دو سطح خرد و سازمان‌ها (و کلان) حرفه و جامعه (مربوط است و چهارم میان‌رشته‌ای است و با سایر نظام‌ها ارتباط داشته و از آن‌ها قرض گرفته و با آن‌ها ترکیب می‌شود. فلذا دیدگاه انتقادی بیشتر از مطالعات سنتی با حرفه، نظام و رویه‌های حسابداری مربوط است. اصل افشاء به عنوان یکی از اصول حسابداری مطرح است و بر اساس این اصل، باید کلیه اطلاعات مربوط به فعالیت‌های شرکت به نحو مناسب و به موقع در اختیار گروه‌های مختلف قرار گیرد. به عبارتی از افشای اطلاعات می‌توان به جریان انتقال اطلاعات از قلمرو خاص به قلمرو عام کرد. افشای مناسب و با کیفیت منجر به بهبود شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و اثربخشی بازار خواهد شد. تأثیراتی که نوسانات را در بازار سرمایه تعیین می‌کنند، بی‌شمار هستند. رویدادهای گذشته، حال و حتی آینده نادیده گرفته شده، در قیمت بازار منعکس می‌شوند، اما اغلب رابطه آشکاری را با تغییر قیمت‌ها نشان نمی‌دهند. دانش‌افزایی: نتایج این پژوهش اطلاعات تئوریک مفیدی را برای سیاست‌گذاران و نهادهای تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری در خصوص کیفیت گزارشگری مالی در راستای سرمایه‌گذاران فراهم آورده و موجب توسعه نتایج تحقیقات رفتاری در حوزه مالی می‌شود.

۱- گروه حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. [hachenari@yahoo.com](mailto:hachenari@yahoo.com)

۲- گروه حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران. نویسنده مسئول. [dr.banimahd@gmail.com](mailto:dr.banimahd@gmail.com)



## واژه‌های کلیدی: اعلان سود، بازار سرمایه، حجم معاملات.

### ۱- مقدمه

سود حسابداری از دو جنبه حائز اهمیت است؛ یکی از جنبه داشتن محتوای اطلاعاتی برای بازار سرمایه، به منظور کمک به امر تصمیم‌گیری افرادی همچون سهام‌داران که این ویژگی بر مربوط بودن و به موقع بودن سود تأکید دارد و دیگری از جنبه امکان ارزیابی به منظور انجام اقداماتی همچون میزان پاداش مدیران که این ویژگی بر قابل اتکا بودن رقم سودهای گزارش شده تأکید دارد (آقایی و همکاران، 1391؛ 1).

در یکی از نخستین و تأثیرگذارترین مطالعات بازار سرمایه در حسابداری، بی‌ور (1968؛ 67) توانایی حجم معاملات را برای ایجاد دیدگاه‌های منحصربه‌فرد در خصوص ماهیت اعلان سود و این‌که چه تأثیری بر مشارکت‌کنندگان بازار دارد، شناسایی کرد. استدلال وی بر این بود که واکنش‌های حجم معاملات، به نوعی بیان‌گر عدم توافق در خصوص ارزش متعارف سهام واحد انتفاعی است و منجر به ایجاد تغییراتی در انتظارات سرمایه‌گذاران می‌شود، در حالی که واکنش‌های قیمت، بیان‌گر تغییرات در انتظارات کل بازار است. با توجه به این‌که تأثیرگذاری اعلان سود بر واکنش قیمت سهام به دلیل تغییرات محدود در انتظارات کل بازار می‌تواند کمتر باشد ولی در انتظارات افراد می‌تواند قابل ملاحظه باشد و منجر به معاملات شود. یافته‌های حاصله بیان می‌کند که در راستای ارزیابی‌های مربوط به مفید بودن افشایات، می‌توان بیان کرد که واکنش‌های حجم معاملات احتمالاً از ارزشمندی زیادتری نسبت به واکنش‌های قیمت، برخوردار است.

سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری بر کمیت، کیفیت و به موقع بودن اطلاعات افشاشده از سوی مدیران شرکت‌ها اتکا می‌کنند. از بین کلیه اطلاعات حسابداری که به‌طور منظم در طول یک سال مالی گزارش می‌شود، سود خالص مهم‌ترین جزء اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران دریافت می‌کنند. نحوه برخورد سرمایه‌گذاران با این اطلاعات و تصمیمات آن‌ها، حجم عرضه و تقاضا یا به نوعی عمق بازار و قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش را شکل می‌دهد (صالحی و عرب بافرانی، 1394؛ 2).

خاستگاه مطالعات تأثیرگذاری درباره نوسانات قیمت اوراق بهادار در ارتباط با تغییرات قیمت نسبت به تفاوت و تنوع سرمایه‌گذاران، به بیش از یک قرن اخیر و به پژوهش لویس باچلییر (1900) برمی‌گردد. یافته‌های حاصله بیان‌گر این است که عوامل مؤثر بر تغییرات قیمت و نوسانات بازار سرمایه بی‌شمار و مربوط به رویدادهای گذشته، حال و حتی رخدادهای آتی است و نظرات متناقض درباره این تغییرات به نحوی است که در یک معامله مشابه، خریداران معتقد به افزایش قیمت و فروشندگان به کاهش قیمت هستند.

از زمان مطالعه راس (1989؛ 85)، نظریه‌پردازان پیشرفت‌های قابل ملاحظه‌ای را در ارائه الگوهایی برای توضیح واکنش‌های حجم معاملات - و نیز واکنش‌های قیمت سهام - به افشایات داشته‌اند (وره‌چیا، 2001؛ 97). این الگوهای نظری با در دسترس بودن گسترده داده‌های معاملات، مسیری هموار برای پژوهش‌های بازار سرمایه جهت بررسی حجم معاملات حول اعلان سود و سایر افشایات مالی فراهم کردند؛ اما تا امروز، تلاشی برای تبیین این

ادبیات صورت نگرفته است، زیرا تأکید مطالعه‌های پیشین در حوزه بازار بر بررسی ارتباط بین گزارش‌های مالی و قیمت سهام است (کوتاری، 2001؛ 105). برای پرداختن به این شکاف در ادبیات مالی، هدف پژوهش حاضر، تبیین و تحلیل بازار سرمایه درباره حجم معاملات حول افشایات مالی و ارائه پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی است. موارد زیر را می‌توان از اهمیت و ضرورت انجام پژوهش نام برد:

اعتقاد بر این است مرور پژوهش‌های صورت گرفته درباره واکنش حجم معاملات به اعلان سود و سایر افشایات مالی، به دلایل زیر موجه است: اول این که، معامله فعالیت اقتصادی مهمی است: حجم روزانه معاملات و واکنش‌های حجم معاملات به اعلان سود از زمان مطالعه تأثیرگذار بی‌ور (1986؛ 67) افزایش یافته است. به طور مثال، لندزمن و میدو (2002؛ 797) دریافتند طی دوره 1972-1988 میانگین گردش روزانه سهام شرکت، ده برابر، از 06/0 درصد به 6/0 درصد افزایش یافت و حجم غیرعادی معاملات در اعلان سود سه ماهه افزایش قابل ملاحظه‌ای داشت. دوم این که، معاملات در پاسخ به افشایات مالی قطعاً شواهد مهمی را فراهم می‌سازند مبنی بر این که افشا بر انتظارات سرمایه‌گذاران و تصمیماتشان تأثیرگذار است. شواهد تجربی حاکی از آن هستند که واکنش‌های حجم معاملات به افشایات مالی سریع‌تر از واکنش‌های قیمت شناسایی می‌شوند (کریدی و هارت، 200؛ ۸۹۱). با این وجود شکاف عمیقی ناشی از درک محدودی از طبقات مختلف سرمایه‌گذاران و انگیزه‌هایشان برای معامله در دوره‌های اعلان و بدون اعلان ایجاد شده است، زیرا رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران عادی برای مراجع تدوین‌کننده مقررات و استانداردها از زمان ظهور معاملات آنلاین مهم‌تر شده است (احمد و همکاران، 2003؛ 414) و همچنین مراجع فوق علاقه بیشتری به معاملات مدیران صندوق‌های تأمین سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران نهادی دارند (فانگ و هسیه، 2006؛ 1).

سوم این که، واکنش‌های حجم معاملات توانایی آشکار کردن اثرات افشایات مالی بر تفاوت سرمایه‌گذاران، مانند تفاوت ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را دارند. گردش رو به رشد سهام که در سال 2008 بیشتر از 130 درصد در بازار سرمایه نیویورک بود، بسیاری از پژوهش‌گران اقتصاد و مالی نقش مؤثر تفاوت سرمایه‌گذاران را در بازارهای سرمایه تأیید کردند (هونگ و استین، 2007؛ 110). اعتقاد بر این است که خاستگاه افزایش هزینه سرمایه، سرمایه‌گذارانی است که در وضعیت مطلوب اطلاعاتی قرار ندارند و برای ورود به دادوستد معاملاتی در بازار سرمایه قیمت پایین‌تری را از ارزش ذاتی انتخاب می‌کنند (بوتوسان و همکاران، 2004؛ 234؛ بارون و همکاران، 2005؛ 404). بنابراین معاملات، تفاوت‌ها را بین ارزش ذاتی و ارزش بازار فعلی سهام آشکار می‌سازند - گونه‌ای که منجر به تحریف معیارهای ارزش منصفانه‌ای می‌شوند.

هم‌چنین حجم معاملات به خاطر توانایی بالقوه و بالفعل برای ارائه دیدگاه درباره عدم تقارن اطلاعاتی و تفاوت سرمایه‌گذاران که مورد علاقه ویژه پژوهشگران حسابداری و سیاست‌گذاران است، مهم می‌باشد. هدف مقررات و استانداردهای مربوط به افشایات مالی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران است (لواپت، 2000؛ 65).

هم‌راستا با مطالعه راس (1989؛ 85) از ادبیات تئوریک، اعتقاد بر این است که حجم معاملات حوزه نسبتاً کاوش نشده پژوهش‌های بازار سرمایه است و این ادبیات فاقد چارچوب تئوریک یکپارچه برای تفسیر معاملات حول افشای مالی است؛ به طور مثال، معیارهای دقیقی از بزرگی معاملات حول اعلان سود که ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و تفاوت سرمایه‌گذاران است در برابر تناسب معاملات حاصل از سایر عوامل (مانند تفاوت در نیازهای نقدینگی سرمایه‌گذاران، ترجیحات ریسک یا نیازهای متوازن‌سازی مجدد پرتفوی) وجود ندارد. نبود معیاری قابل قبول از معاملات نقدینگی که حتی در غیاب اطلاعات جدید روی می‌دهند یک مانع محسوب می‌شود. مانع دیگر شناسایی معیارهای تجربی که کاملاً به سازه‌های تئوریک موجود در مدل‌های حجم معاملات حول افشای مالی مربوط می‌شوند، است. به طور مثال، تئوری به سازه‌هایی چون صحت اطلاعات متکی است. خوشبختانه، پیشرفت‌های قابل ملاحظه‌ای در زمینه اندازه‌گیری تجربی سازه‌های تئوریک وجود دارد (کاندل و پیرسون، 1995؛ 831).

## ۲- مبانی نظری و ادبیات

### ۲-۱- واکنش حجم معاملات به افشای مالی

#### • الگوهای اولیه

در زمان بی‌ور (1986؛ 87)، پژوهش‌گران تئوری‌های محدودی برای ساخت و تفسیر آزمون‌های حجم معاملات حول اعلان‌های عمومی داشتند. فرض نظریه‌پردازان عموماً بر این بود که قیمت‌های بازار تمامی اطلاعات عمومی و خصوصی را کاملاً آشکار می‌کنند و در نتیجه امکان معاملات اوراق بهادار به خاطر تفاوت‌های اطلاعاتی یا تفاوت سرمایه‌گذاران وجود ندارد. فرض قیمت‌های بازار کارا به قضیه عدم معامله منجر شد: با در نظر گرفتن اطلاعات معمول مبنی بر این که تمامی سرمایه‌گذاران انتظارات عقلایی دارند، اطلاعات عمومی جدید نمی‌توانند موجب معامله شوند اگر تخصیص اولیه سهام بهینه پاره‌تو باشد.

برای ممکن ساختن احتمال معامله، نظریه‌پردازان نخست فرض انتظارات عقلایی را کنار گذاشتند. فرض مدل‌های اولیه معامله بر این بود که سرمایه‌گذاران چیزی از قیمت بازار یاد نمی‌گیرند و واکنش تطبیقی به انتشار اطلاعات معمول دارند. این مدل‌ها دیدگاه بی‌ور (1968؛ 67) را پایه‌ریزی کردند که حجم معاملات تفاوت‌ها را در تجدیدنظر در باورهای فردی که در قیمت میانگین‌گیری می‌شوند، حفظ می‌کند. این مدل‌های اولیه دو عامل تعیین‌کننده مهم حجم معاملات حول اعلان عمومی را شناسایی کردند: (1) انتظارات پیشین ناهمگن و (2) واکنش‌های ناهمگن به اعلان؛ اما با فرض این که سرمایه‌گذاران چیزی از قیمت بازار یاد نمی‌گیرند، این مدل‌ها واقع‌گرایی را فدای قابلیت پیگیری می‌کنند (کارپوف، 1987؛ 109).

#### • الگوهای انتظارات عقلایی با افشای مالی جزئی

گراسمن و استیگلیتز (1980؛ 394) نشان دادند که به اعتقاد نظریه پردازان، لحاظ کردن تفاوت سرمایه‌گذاران و بدون کنار گذاشتن فرض انتظارات عقلایی نیز منجر به معامله می‌شوند. نخست، گراسمن و استیگلیتز عدم امکان عملی قیمت‌های بازار کارا را اثبات کردند: ریزش بازارهای رقابتی زمانی است که قیمت‌های اوراق بهادار کاملاً افشا کننده همه اطلاعات باشد زیرا سرمایه‌گذاران نمی‌توانند بازده سرمایه‌گذاری‌شان را در اطلاعات پرهزینه کسب کنند، بنابراین فعالیت‌های جمع‌آوری اطلاعات به تدریج متوقف می‌شوند. دوم این‌که، گراسمن و استیگلیتز راهی را برای افشاییات جزئی قیمت بازار ارائه کردند تا سرمایه‌گذاران بتوانند بازده سرمایه‌گذاری هزینه‌برشان را در اطلاعات کسب کنند. به بیان دقیق‌تر، آن‌ها با در نظر گرفتن عدم اطمینان در عرضه سرانه دارایی معامله شده، خطای موجود را به بازار اضافه می‌کنند. این خطای عرضه از افشاییات کامل بودن قیمت جلوگیری می‌کند، زیرا سرمایه‌گذاران دیگر نمی‌توانند موارد زیر را از هم متمایز سازند: (1) نوسانات بازار ناشی از اطلاعات خصوصی جدید؛ و (2) نوسانات بازار ناشی از شوک‌های عرضه که رابطه‌ای با اطلاعات ندارند.

بعد از گراسمن و استیگلیتز (1980؛ 394)، جریان جدیدی از الگوهای انتظارات عقلایی فرض بر این نهادند که سرمایه‌گذاران از قیمت‌ها منتفع می‌شوند، اما قیمت، اطلاعات خصوصی را با خطا افشا می‌کند (کایله، 1985، 1317؛ گراندی و مک نیکولز، 1989، 497؛ هولتاسه و وره چیا، 1990، 194؛ کیم و وره چیا، 1991، 303؛ کمپبل و همکاران، 1993، 907؛ دونتو و رونن، 1993، 859؛ بلوم و همکاران، 1994، 155؛ دمسکی و فلتام، 1994، 5؛ مک نیکولز و ترومن، 1994، 71؛ وانگ، 1994، 128؛ هی و وانگ، 1995، 921؛ تیکاک، 1999، 91؛ چانه، 2005؛ 415). این الگوهای نظری اغلب الگوهای انتظارات عقلایی با افشاییات جزئی نام‌گذاری شده‌اند.

برای نشان دادن شواهد پشتوانه این الگوها، عمدتاً به مدل کیم و وره‌چیا (1991؛ 303) استناد می‌شود. مدل کیم و وره‌چیا (1991؛ 303) یک چرخه معامله را قبل و بعد از اعلان عمومی پیش‌بینی شده ارائه می‌کند. قبل از چرخه اول معامله، هر معامله‌گر یک علامت عمومی و یک علامت خصوصی را درباره ارزش دارایی ریسک‌دار دریافت می‌کند. چرخه معامله قبل از اعلان این امکان را برای معامله‌گران فراهم می‌سازد که به تخصیص بهینه پاره‌تو سهام دست پیدا کنند که تضمین می‌کند هیچ معامله‌ای در دوره بعدی بدون اعلان روی نخواهد داد. بعد از چرخه اول معامله، معامله‌گران اعلان عمومی پیش‌بینی شده را دریافت کرده و وارد چرخه دوم معامله می‌شوند.

کیم و وره‌چیا (1991؛ 303) بیان کردند که واکنش حجم معاملات به اعلان سود متناسب با موارد زیر است: (1) تغییر قیمت مطلق در زمان اعلان و (2) دقت تفاضلی اطلاعات خصوصی پیش از اعلان بین معامله‌گران. بنابراین با این‌که اعلان سود معمولاً تفسیر می‌شود، اما دقت تفاضلی اطلاعات خصوصی پیش از افشا موجب تجدیدنظر در باورهای تفاضلی بین معامله‌گران و در نهایت منجر به معامله می‌گردد. علت آن است که معامله‌گران به علامت‌دهی‌های اطلاعاتی‌شان بر حسب دقتشان اهمیت قائل می‌شوند. معامله‌گران دارای اطلاعات خصوصی با دقت کم‌تر، قبل از افشا، اهمیت بیشتری به اعلان سود می‌دهند، در حالی که معامله‌گران

دارای اطلاعات خصوصی دقیق‌تر، قبل از افشا، اهمیت کمتری به علامت‌دهی عمومی می‌دهند. این تجدیدنظر در باورهای تفاضلی موجب حذف انتظارات بعضی از معامله‌گران (یعنی، قیمت‌های احتیاطی) می‌شود که آن‌ها را به تغییر تخصیص اولیه سهام از طریق معامله برمی‌انگیزاند. به این علت است که در الگوی کیم و وره‌چیا (1991؛ 303)، دقت پیشین تفاضلی برای ایجاد معامله در زمان اعلان عمومی تفسیر شده ضروری است.

همانند تمامی الگوها، الگوی کیم و وره‌چیا (1991؛ 303) بر اساس مجموعه‌ای از مفروضات محدودکننده‌ای که عمومیت را فدای قابلیت تعمیم می‌کنند، می‌باشد. یک عامل غایب از این الگو، هزینه اطلاعات خصوصی است. کیم و وره‌چیا (1991؛ 304) هزینه اطلاعات خصوصی را که دقیق‌تر هستند، اضافه می‌کنند. آن‌ها دریافتند که کاهش هزینه اطلاعات خصوصی موجب افزایش دقت پیشین تفاضلی بین سرمایه‌گذاران می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات دقیق‌تر بیشتر از سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات با دقت کم‌تر، برای افزایش دقت اطلاعات خصوصی‌شان (کسب اطلاعات دقیق‌تر) برانگیخته می‌شوند.

دیگر عامل غایب از الگوی کیم و وره‌چیا (1991؛ 304) تفسیر تفاضلی اعلان عمومی است. الگوی کیم و وره‌چیا (1997) تفسیرهای تفاضلی ناشی از اطلاعات خصوصی دوره رویداد را که فقط همراه با اعلان عمومی استفاده می‌شوند، اضافه می‌کند. چنین اطلاعات خصوصی دوره رویداد، منبع خاصی از سازه عمومی‌تر تفسیرهای تفاضلی به حساب می‌آیند که به معاملاتی که ارتباطی با تغییر قیمت مطلق ندارند منجر می‌شوند. نتیجه کلیدی الگوی کیم و وره‌چیا (1997؛ 397) آن است که حجم معاملات مرتبط با تغییر قیمت مطلق همچنان با دقت تفاضلی اطلاعات خصوصی پیش از افشا برانگیخته می‌شود، در حالی که تفسیرهای تفاضلی به معاملاتی منجر می‌شوند که ارتباطی با میزان واکنش قیمت جاری ندارند.

#### • محدودیت‌های الگوهای انتظارات عقلایی

به خاطر مجموعه ریشه‌دار تئوری‌ها (وره‌چیا، 2001؛ 99)، الگوهای انتظارات عقلایی نقش اصلی را در ادبیات تجربی ایفا می‌کنند (کریدی، 2007)؛ اما این الگوها محدودیت‌هایی دارند؛ گنجاندن اطلاعات تفاضلی پیش از اعلان و تفسیرهای تفاضلی در یک الگو موجب چالش می‌شود (وره‌چیا، 2001؛ 99). دونتو و رونن (1993؛ 857) در مطالعه‌ای با توجه به الگوهای انتظارات عقلایی، روی مشخص کردن محتوای اطلاعاتی متمرکز بوده و به این نتیجه رسیدند که واکنش‌های قیمت و حجم معاملات به تنهایی شناسایی کامل محتوای اطلاعاتی را فراهم نمی‌سازند. برخلاف تمرکز دونتو و رونن روی محتوای اطلاعاتی، کیم و وره‌چیا (1991) بیان کردند که تفاوت‌های مقطعی در دقت اطلاعات پیش از اعلان و تفسیرهای تفاضلی، خودشان را به صورت تفاوت در رابطه بین تغییرات قیمت و حجم معاملات نشان می‌دهند. دونتو و رونن (1993؛ 858) برای نتایجشان روی گراف‌های شبیه‌سازی عددی متکی بوده و کیم و وره‌چیا در جایی روی راه‌حلی متکی هستند که هر بار فقط یک منبع تجدیدنظر در باورهای تفاضلی وجود داشته باشد. به خاطر این دشواری در الگوسازی، الگوهای انتظارات عقلایی نوعاً شامل اطلاعات تفاضلی پیش از اعلان یا تفسیرهای تفاضلی هستند، اما نه هر دو.

محدودیت‌های دیگری در الگوهای انتظارات عقلایی وجود دارد؛ به طور مثال، الگوسازی اقتصادهای مبادله‌ای، از هر نقشی برای تولید اجتناب می‌کند. این الگوها هم‌چنین بازارهای کاملاً رقابتی را فرض می‌کنند، با این وجود لمبرت، لئوز و وره‌چیا (2008؛ 2) نقش مستقیمی را برای عدم تقارن اطلاعاتی در خصوص هزینه سرمایه تحت رقابت کامل ارائه نکردند. الگوهای انتظارات عقلایی نوعاً شامل دارایی ریسک‌دار واحدی نیز هستند که می‌تواند مشکل‌ساز باشد؛ زیرا سرمایه‌گذاران نمی‌توانند ریسک سرمایه‌گذاری‌شان را از طریق متنوع‌سازی کاهش دهند. بنابراین این الگوها نوعاً اختلاف سرمایه‌گذاران را از طریق تفاوت در اطلاعات موجب شده و عموماً نمی‌گذارند محدودیت‌های شناختی سرمایه‌گذاران تأثیری بر معاملات داشته باشند. این محدودیت منجر شده است که نظریه‌پردازان الگوهایی را که مفروضات عقلانیت اکید سرمایه‌گذار را کم‌رنگ می‌کنند، ایجاد نمایند.

#### • کم‌رنگ کردن فرض عقلانیت اکید سرمایه‌گذار

پژوهش‌گران اقتصاد رفتاری دریافته‌اند که چنین الگوهایی به پر کردن فاصله بین تئوری بازار سنتی و یافته‌های روان‌شناسی کمک می‌کنند. به طور مثال، کاندل و پیرسون (1995؛ 834) الگوی بیزی را توسعه دادند که امکان استفاده از توابع درست‌نمایی مختلف را برای سرمایه‌گذاران جهت تفسیر اعلان عمومی فراهم ساخت. سایر تئوری‌های اخیر، تفاوت نظرات در اقتصاد و دارایی ناهمگنی سرمایه‌گذاران را به صورت مشتق شده از تفاوت‌ها در پردازش اطلاعات یا ترجیحات تفاضلی الگوبندی می‌کنند. این الگوها سازه‌های رفتاری، چون رفتار تئوری دورنما (باربریز و هوآنگ، 2001؛ 1248)، باورهای سوگیرانه (باربریز و همکاران، 1998، 309؛ دنیل و همکاران، 1998؛ 1840)، توجه محدود (هرشلیفر و تئو، 2003، 338؛ پنگ و خیونگ، 2006؛ 564)، کنار گذاشتن نزدیک‌بینانه اطلاعات سایر معامله‌گران (بانرجی و کرمر، 2010؛ 1270) و اطمینان بیش از حد (اودیثان، 1998، 1888؛ پنگ و خیونگ، 2006؛ 565) را در برمی‌گیرند. به طور مثال، مدل اودیثان (1998)؛ (1890) پیش‌بینی می‌کند که بخش مهمی از تفاوت سرمایه‌گذاران به این علت روی می‌دهد که سرمایه‌گذاران بیش اطمینان، تمایل دارند دقت اطلاعات خصوصی‌شان را نسبت به اطلاعات سایر سرمایه‌گذاران بیش از حد برآورد کنند. اما معاملات رخ داده در الگوهای مختلف اغلب به نتایج حاصل از الگوهای انتظارات عقلایی که از اطلاعات تفاضلی برای ایجاد ناهمگنی سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند، شباهت دارند. به طور مثال، در مدل بانرجی و کرمر (2010)، حجم معاملات از موارد زیر منتج می‌شود: (1) هم‌گرایی باورها بعد از تفاوت باورهای پیشین؛ و (2) واگرایی باورها ناشی از تفسیرهای تفاضلی. الگوهای انتظارات عقلایی هم‌چنین می‌توانند تفاوت‌های غیراطلاعاتی را بین سرمایه‌گذاران در برگیرند. به طور مثال، فیشر و وره‌چیا (1999؛ 92) دریافته‌اند که افشای عمومی، تعداد معامله‌گرانی را که واکنش بیش از حدی به اطلاعات عمومی به صورت سازگار با قاعده اکتشافی نمایندگی دارند، کاهش می‌دهد اما اساساً آن‌ها را حذف نمی‌کند.

## ۲-۲- عوامل تعیین‌کننده حجم معاملات حول افشای مالی

### ◀ عوامل تعیین‌کننده‌ای که رابطه‌ای با تفاوت‌های اطلاعاتی دارند.

نتیجه کلی معمول بین الگوهای انتظارات تطبیقی اولیه، الگوهای انتظارات عقلایی همراه با خطا و الگوهای اخیر آن است که خاستگاه معاملات حول اعلان‌های عمومی از تجدیدنظر در باورهای تفاضلی ناشی از تفاوت‌ها در (1) باورهای پیش از اعلان سرمایه‌گذاران یا (2) تفسیرهای سرمایه‌گذاران از اعلان‌ها است. در الگوی انتظارات عقلایی کیم و وره‌چیا (1991؛ 304)، هر سرمایه‌گذار اعلامتی را درباره اعلان سود آتی دریافت می‌کند. این علامت‌ها با میانگین و دقت صفر  $s_i$  توزیع می‌شوند. تفاوت‌ها در باورهای پیش از اعلان سرمایه‌گذاران تا حدی ناشی از تفاوت‌های مقطعی در کیفیت یا دقت اطلاعات پیش از اعلان‌شان است؛ بنابراین، معاملات حول اعلان عمومی تابع مشترکی از دقت پیشین تفاضلی و تغییر قیمت مطلق در اعلان است. دقت تفاضلی، معاملات را برمی‌انگیزد؛ زیرا سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات دقیق‌تر پیش از افشا، اهمیت بیشتری به اطلاعات قبلی‌شان و اهمیت کمتری به اعلان، نسبت به سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات کمتر دقیق پیش از افشا قائل هستند. نقشی که دقت تفاضلی اطلاعات در برانگیختن معاملات ایفا می‌کند، اهمیت خاصی برای پژوهش‌گران حسابداری و سیاست‌گذاران دارد، زیرا دقت تفاضلی به این معنا است که بعضی از سرمایه‌گذاران نسبت به سایرین در وضعیت مطلوب اطلاعاتی قرار نداشته و بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. اما دقت تفاضلی اطلاعات پیش از اعلان تنها منبع احتمالی باورهای پیشین تفاضلی نیست. حتی اگر تمامی سرمایه‌گذاران علامت‌های پیش از اعلان با دقت برابری را دریافت کنند (یعنی  $s_i = s$  برای تمامی سرمایه‌گذاران و بنابراین هیچ سرمایه‌گذاری در وضعیت نامطلوب اطلاعاتی قرار نداشته باشد)، این بدان معنا نیست که خود علامت‌ها یکسان هستند. یعنی، دو علامت ممکن است متفاوت باشند؛ حتی اگر دقتشان برابر باشد. اگرچه این در الگوی کیم و وره‌چیا (1991؛ 304) وجود دارد، اما الگوهای دیگر حاکی از آن هستند که این نوع تفاوت دوره پیش می‌تواند منجر به معاملات بعدی حول اعلان عمومی تفسیر شود (کارپوف، 1987؛ 111).

طبقه مهم دیگری از تفاوت‌های مربوط به اطلاعات که معاملات را برمی‌انگیزد، تفسیرهای مختلف از اعلان است. نظریه‌پردازان تفسیر تفاضلی را از طریق موارد زیر الگوبندی کرده‌اند: گنجاندن خطا در اعلان عمومی (دونتو و رونن، 1993؛ 858)، وارد کردن علامت خصوصی که فقط می‌تواند همراه با اعلان عمومی تفسیر شود و اجازه دادن به سرمایه‌گذاران جهت استفاده از توابع درست‌نمایی مختلف در تفسیر اعلان (کاندل و پیرسون، 1995؛ 834). الگوهای انتظارات عقلایی نوعاً به این صورت هستند که تفسیر تفاضلی معاملات را که از تغییر قیمت مطلق مستقل هستند، موجب می‌شوند.

### ◀ عوامل تعیین‌کننده‌ای که رابطه‌ای با تفاوت‌های اطلاعاتی ندارند.



عوامل دیگری نیز می‌توانند معاملاتی را که از طریق تفاوت‌ها در اطلاعات سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شوند، افزایش یا کاهش دهند. به طور مثال، کیم و وره‌چیا (1991؛ 304) بیان کردند که معاملات صورت گرفته از طریق دقت پیشین تفاضلی، در دقت اعلان، افزایش؛ در دقت میانگین اطلاعات پیش از اعلان، کاهش؛ در سطح خطای عرضه (بازار)، افزایش و در تحمل ریسک سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد؛ اما بدون دقت پیشین تفاضلی، این عوامل نقشی ندارند زیرا در زمان اعلان، تجدیدنظر در باورهای تفاضلی وجود ندارد.

معاملات نقدینگی و هزینه‌های معاملاتی نیز، بر واکنش‌های حجم معاملات به افشایات عمومی، تأثیرگذار هستند. ادماستی و پفلیدر (1998؛ 5) اظهار کردند که معاملات نقدینگی، معاملات مبتنی بر اطلاعات را پنهان می‌کنند. این پنهان‌سازی، معاملات مبتنی بر اطلاعات را با افزایش بازده‌هایی که سرمایه‌گذاران از معاملات حاصل از اطلاعات به دست می‌آورند، برمی‌انگیزد. بارون و کارپوف (2004؛ 1209) بیان کردند که هزینه‌های پردازش معاملات، اثرات اطلاعات دقیق‌تر را بر معاملات مبتنی بر اطلاعات کاهش می‌دهد و بوشان (1994؛ 47) بیان کرد که هزینه‌های معاملاتی بالاتر، حرکت پسا اعلان سود را (ظاهراً با کاهش معاملات مبتنی بر اطلاعات در تاریخ اعلان سود) تشدید می‌کنند. مالیات‌ها را می‌توان شکل دیگری از هزینه معاملاتی در نظر گرفت. شاکلفورد و وره‌چیا (2002؛ 207) الگویی را توسعه دادند که پیش‌بینی می‌کند تفاوت‌های بیشتر بین نرخ‌های مالیاتی کوتاه‌مدت و بلندمدت بر سودهای سرمایه‌ای، معاملات را در تاریخ اعلان سود تضعیف می‌کند (زیرا با در نظر گرفتن نرخ‌های بالاتر مالیاتی کوتاه‌مدت احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران سهام برنده را بلافاصله بفروشند و احتمال بیشتری وجود دارد که سهام را نگه دارند تا سود با نرخ بلندمدت پایین‌تری مالیات‌بندی شود). تمامی این مدل‌ها حاکی از آن هستند که سطح معینی از معاملات نقدینگی یا محدودیت بر هزینه‌های معاملاتی، برای حمایت از واکنش قابل توجه معاملات به افشایات مالی ضروری است.

## ۲-۳- شواهد تجربی درباره واکنش حجم معاملات حول افشایات مالی

### ■ اعلان سود

پژوهش‌های تجربی پیشین به این نتیجه رسیدند که اعلان سود محرک معاملات است. مطالعه تأثیرگذار بی‌ور (1986؛ 69) بررسی کرد که آیا سرمایه‌گذاران سود را آگاهی‌بخش در نظر می‌گیرند یا خیر؟ نمونه او شامل اعلان سود سالانه 143 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک (NYSE) بود. بی‌ور دریافت که در هفته‌های اعلان سود، ریسک قیمت 67 درصد بالاتر است و میانگین معاملات نسبت به میانگین معاملات در دوره بدون گزارش (هشت هفته قبل و بعد از اعلان) 33 درصد بیشتر است. او به این نتیجه رسید که اعلان سود محتوای اطلاعاتی دارد که سرمایه‌گذاران را برای معامله برمی‌انگیزد.

کیگر (1972؛ 114) و مورس (1981؛ 375) مطالعه بی‌ور را گسترش دادند. کیگر (1972؛ 114) واکنش‌ها را به اعلان سود سه ماهه 87 شرکت پذیرفته شده در بورس نیویورک (NYSE) بررسی کرد. او دریافت میانگین

حجم روزانه معاملات طی بازه‌های سه روزه و پنج روزه 50 درصد بالاتر از میانگین حجم روزانه معاملات در طول دوره کنترل (دوره پنج روزه، هشت روز قبل از اعلان) ست. مورس (1981؛ 377) از داده‌های قیمت و حجم روزانه برای بررسی زمانی که بازار به اعلان سود سه ماهه و سالانه ارائه شده واکنش می‌دهد، استفاده کرد. نمونه او متشکل از 20 شرکت NYSE، 5 شرکت AMEX و 25 شرکتی که سهامشان خارج از بورس فروخته شده، است. او افزایش چشم‌گیری را در معاملات (و نوسانات قیمت) در روز قبل از اعلان گزارش کرد که تا روز سوم بعد از اعلان برای حجم و تا روز دوم بعد از اعلان برای نوسانات قیمت ادامه داشت. بامبر و همکاران (2000؛ 105) دریافتند که اعلان سود احتمالاً واکنش‌های چشم‌گیر قیمت و حجم را کمتر از آنچه که قبلاً تصور می‌شد، برمی‌انگیزد. بامبر و همکاران، تحلیل بی‌ور را درباره مجموعه مشابهی از شرکت‌های غیر پایان دسامبر تکرار کردند. آن‌ها معاملات زیاد را فقط در 15 درصد هفته‌های اعلان و تحرکات چشم‌گیر قیمت را فقط در 7 درصد هفته‌های اعلان مشاهده کردند. در مقایسه، برای 200 شرکت Fortune (که از 67 درصد ارزش بازار NYSE تشکیل شده بودند)، واکنش حجم با 16 درصد هفته‌های اعلان سود برانگیخته می‌شود، در حالی که واکنش قیمت فقط با 3 درصد این هفته‌ها برانگیخته می‌شود. بنابراین، بامبر و همکاران به این نتیجه رسیدند که بیشتر اعلان‌های سود، حجم غیرعادی (هفتگی) معاملات یا بی‌ثباتی قیمت را برانگیخته نمی‌کنند.

در حالت کلی شواهد اولیه در الگوهای بی‌ور (1986؛ 87)، کیگر (1972؛ 115) و مورس (1981؛ 375) حاکی از آن هستند که اعلان سود، منجر به افزایش غیرعادی حجم معاملات و تغییرات قیمت‌ها می‌شود؛ همچنین بامبر و همکاران (2000؛ 105) نیز در مطالعه خود اظهار کردند بروز واکنش‌های چشم‌گیر بازار به اعلان سود کمتر از آنچه که قبلاً تصور می‌شد، وجود دارد.

اما شواهد اخیر حاکی از آن است که سطح واکنش‌های قیمت و حجم به اعلان سود طی زمان رو به افزایش است. لندزمن و میدو (2002؛ 798) دریافتند که روند افزایش قیمت طی زمان توسط شرکت‌های بزرگ سمت‌وسوی صعودی به خود می‌گیرد. با در نظر گرفتن این‌که اعلان سود شرکت‌های بزرگ به مثابه حجم کم‌تری از اطلاعات بوده و بنابراین واکنش‌های کوچک بازار را برمی‌انگیزد (بامبر و همکاران، 2000؛ 106). ادبیات پژوهش مواردی را برای این افزایش طی زمان در واکنش‌های معاملات به اعلان سود پیشنهاد می‌کند. اول این‌که، فرانسیس و همکاران (2002؛ 517) به این نتیجه رسیدند که افزایش طی زمان در بزرگی واکنش‌های قیمت، به افزایش تعداد افشایات هم‌زمان شامل اطلاعیه‌های رسمی اعلان سود نسبت داده می‌شود. سازگار با این استدلال، بارون و همکاران (2010) بیان کردند معاملات غیرعادی که با تغییرات قیمت توضیح داده نمی‌شوند، در تعداد افشایات صورت گرفته در اعلان سود، رو به افزایش می‌باشند. شرکت‌های بزرگ نوعاً افشایات تفصیلی‌تری را فراهم می‌سازند که می‌تواند شواهد لندزمن و میدو (2002؛ 798) را توضیح دهد مبنی بر این‌که واکنش‌های فزاینده به اعلان سود، به بزرگ‌ترین شرکت‌ها نسبت داده می‌شوند؛ دوم این‌که، بارون و

همکاران (2009؛ 330) دریافتند که افزایش طی زمان لندزمن و میدو (2002؛ 798) در واکنش‌های حجم معاملات از طریق آن قسمت از حجم معاملات که با تغییر قیمت مطلق ارتباط دارد، تهییج می‌شود که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی پیش از افشا را طی زمان منعکس می‌سازد؛ سوم این‌که، احمد و همکاران (2003؛ 414) به این نتیجه رسیدند که ظهور معاملات آنلاین موجب معاملات سرمایه‌گذاران کمتر پیچیده شد که واکنش‌های حجم و قیمت را به اعلان سود افزایش داد؛ در نهایت، بایلی و همکاران (2003؛ 2489) دریافتند (حتی بعد از کنترل واکنش‌های قیمت جاری) واکنش‌های حجم معاملات به اعلان سود بعد از این‌که مقررات افشای منصفانه، افشای گزینشی را ممنوع کرد، افزایش یافت. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که این معاملات زیاد، تفسیرهای تفاضلی اعلان سود را منعکس ساخته و نیز با شواهدی از این تفسیر پشتیبانی می‌کنند که مخالفت تحلیل‌گران، از جمله معیار کاندل و پیرسون (1995؛ 832) از تفسیرهای تفاضلی، بعد از مقررات افشای منصفانه را افزایش می‌دهد.

#### مقایسه مطالعات

کارپوف (1987؛ 111) در مطالعات مربوط به اقتصاد مالی بیان کرد که بدون توجه به افشایات مالی، حجم معاملات ارتباط مثبتی با بزرگی قدرمطلق بازده‌ها دارد. پژوهش‌های تجربی هم‌راستا با پیش‌بینی مربوط به تئوری کیم و وره‌چیا (1991؛ 304) تأیید کردند که معاملات رابطه مثبتی با بزرگی قدرمطلق بازده‌ها حول افشایاتی مانند اعلان سود دارند اما شدت رابطه بین معاملات و بزرگی بازده‌ها خیلی قوی نیست (هوپ و همکاران، 2009؛ 169).

یافته‌های حاصل از پژوهش بامبر و چئون (1995؛ 418) بر این است که تقریباً یک چهارم اعلان‌های سود (الف) معاملات بسیار بالا با تغییر کم‌تر قیمت یا (ب) تغییر زیاد قیمت‌ها اما معاملات کم را ایجاد می‌کنند. سازگار با این شهود که حجم معاملات تفاوت‌هایی را بین افراد حفظ می‌کند که در فرآیند میانگین‌گیری که قیمت‌های تعادلی را تعیین می‌کند خنثی می‌شوند، کاندل و پیرسون (1995؛ 834) معاملات به طور غیرعادی بالایی را حتی حول اعلان سود که موجب واکنش‌های قابل ملاحظه قیمت نمی‌شود مشاهده کردند و بامبر و چئون (1995؛ 418) نشان دادند که معاملات نسبت به میزان واکنش قیمت زمانی که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران واگرا هستند بالا می‌باشند. بایلی و همکاران (2000؛ 177) بیان کردند که بعد از مقررات افشای منصفانه، بخش زیادی از اعلان‌های سود واکنش‌های زیاد معاملات را علی‌رغم واکنش‌های کم قیمت برانگیختند و این را به عنوان مدرکی دال بر این‌که تفسیرهای تفاضلی بعد از مقررات افشای منصفانه افزایش یافت، تفسیر کردند. بزرگی واکنش‌های قیمت و حجم نه تنها اغلب متفاوت است، بلکه کردیدی و هرت (2002؛ 893) نیز شواهدی مبتنی بر شبیه‌سازی را فراهم و بیان کردند که واکنش‌های حجم نسبت به واکنش‌های قیمت،

معیارهای قدرتمندتری از پاسخ بازار هستند. آنها همچنین بیان کردند که تکمیل تحلیل‌های مبتنی بر بازده با آزمون‌های مبتنی بر حجم احتمال رد درست فرض صفر عدم پاسخ بازار به اعلان سود را افزایش می‌دهد، در حالی که برعکس این، درست نیست.

#### ۲-۴- عوامل تعیین‌کننده واکنش‌های حجم معاملات

بامبر و همکاران (2000؛ 105) شواهد تجربی اولیه‌ای را درباره عوامل تعیین‌کننده واکنش‌های حجم معاملات به اعلان سود فراهم و بیان کردند که معاملات با میزان اعلان سود غیرمنتظره افزایش می‌یابد که سازگار با الگوی کیم و وره‌چیا (1991؛ 305) است. بامبر (1987؛ 511) دریافت که معاملات حول اعلان سود سالانه شرکت‌ها ارتباط قوی‌تری با سود غیرمنتظره مبتنی بر گام تصادفی نسبت به سود غیرمنتظره مبتنی بر پیش‌بینی تحلیل‌گران دارد که با حجم معاملات منعکس‌کننده عملکرد تمامی سرمایه‌گذاران، از جمله سرمایه‌گذاران کمتر مطلعی که معاملاتشان ممکن است تأثیری بر قیمت سهام نداشته باشد، سازگار است.

با استفاده از پیش‌بینی آتیاس (1985؛ 22) مبنی بر این‌که اعلان سود بخش بزرگ‌تری از کل مجموعه اطلاعات را برای شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ تشکیل می‌دهد، بامبر (1987؛ 511) نیز در مطالعه‌ای به این نتیجه رسید که اعلان سود شرکت‌های کوچک نسبت به اعلان سود شرکت‌های بزرگ، غیرمنتظره‌تر بوده و معاملات با حجم زیادتری را برمی‌انگیزد. همچنین بامبر (1987؛ 511) دریافت که اعلان سود غیرمنتظره شرکت‌های کوچک به واکنش‌های معاملاتی طولانی‌تری منجر می‌شود؛ اما یافته‌های حاصل از پژوهش بارون و همکاران (2010) بیانگر این است که در سال‌های اخیر رابطه اندازه شرکت و واکنش‌های حجم معاملات به اعلان سود مثبت و معکوس شده است.

#### ✓ عوامل تعیین‌کننده‌ای که رابطه‌ای با تفاوت‌های اطلاعاتی دارند.

تئوری‌ها، معاملات را حول اعلان سود عمدتاً به تجدیدنظر در باورهای تفاضلی که در اثر اطلاعات تفاضلی پیش از افشا یا تفسیرهای تفاضلی روی می‌دهد، نسبت می‌دهند. زیبارت (1990؛ 478) اولین کسی بود که ارتباط بین حجم معاملات و تجدیدنظر در باورهای تفاضلی را مورد آزمون قرار داد. وی درجه‌ای را که تغییرات در معاملات (الف) تغییر سود غیرمنتظره، (ب) تغییر ریسک پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران و (ج) سطح اطلاعات پیش از افشا (که با اندازه شرکت معیارگذاری می‌شود) را منعکس می‌سازند، مورد مطالعه و بررسی قرار داد. یافته‌های حاصله بیانگر این است که تغییر حجم غیرعادی رابطه مثبتی با (1) تغییرات در میانگین پیش‌بینی و (2) تغییرات در ریسک پیش‌بینی دارد (یعنی، معاملات برای اعلان سودی که، به جای کاهش، ریسک پیش‌بینی را افزایش می‌دهد، بیشتر است). بارون و همکاران (1998؛ 422) مطرح کردند که ریسک پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران، نه تنها تابعی از فقدان سازه اجماعی هولتاسن و وره‌چیا (1990؛ 192) بلکه تابعی از عدم اطمینان کلی نیز است. اگرچه بارون و همکاران (2009؛ 331) به این نتیجه رسیدند که سطوح ریسک

پیش‌بینی‌ها، عدم اطمینان تحلیل‌گران را بیشتر از عدم اجماعشان منعکس می‌کند، اما آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که احتمال بیشتری وجود دارد که تغییرات در ریسک پیش‌بینی‌ها (که زیارت بررسی کرد) تغییرات در اجماع را منعکس سازند تا تغییرات در عدم اطمینان را. بنابراین، تفسیر شواهد درباره رابطه بین تغییرات در ریسک پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران و حجم معاملات آسان‌تر می‌شود.

یافته‌های پژوهش آتیاس و بامبر (1994؛ 311) بر این است که واکنش‌های حجم معاملات به اعلان سود در (الف) میزان تغییر قیمت جاری و (ب) دقت تفاضلی اطلاعات خصوصی در سرمایه‌گذاران، پیش از افشا افزایش می‌یابد. آتیاس و بامبر (1994؛ 311) از ریسک و گستره پیش‌بینی‌های پیش از افشای تحلیل‌گران به عنوان معیارهای دقت پیشین تفاضلی استفاده کردند. آن‌ها اذعان کردند که معیارهایشان محدودیتی دارد: (الف) آن‌ها انتظارات واگرایی تحلیل‌گران و نه سرمایه‌گذاران را منعکس می‌سازند در حالی که سازه تئوریک، دقت تفاضلی اطلاعات پیش از افشا است. بعد از اثبات تئوریک این مسئله که ریسک پیش‌بینی، میانگین دقت اطلاعات پیش از اعلان، یا عدم اطمینان پیش از اعلان را نیز منعکس می‌سازد، آتیاس و بامبر (1994؛ 311) این عدم اطمینان را با لحاظ کردن میزان تغییر قیمت و اندازه شرکت در آزمون‌های تجربی‌شان کنترل کردند. با یافتن این که ریسک و گستره پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران رابطه مثبتی با حجم معاملات حول اعلان دارد، حتی بعد از کنترل عدم اطمینان پیش از اعلان، آن‌ها به این نتیجه رسیدند که معاملات حول اعلان سود رابطه مثبتی با آن قسمت ریسک که عدم اطمینان را منعکس نمی‌سازد، دارد. به بیان دقیق‌تر، نتایج آتیاس و بامبر (1994؛ 311) حاکی از آن هستند که اجماع پیش از اعلان بین تحلیل‌گران، معاملات دوره اعلان سود را برمی‌انگیزد. بارون و همکاران (2009؛ 332) معتقدند که سطوح پایین اجماع تحلیل‌گران، اختلافات بزرگ‌تری را بین اطلاعات سرمایه‌گذاران مطلع در برابر سرمایه‌گذاران غیرمطلع منعکس می‌سازد. در این صورت آتیاس و بامبر (1994؛ 311) گزارش کردند که خطای ریسک پیش‌بینی پیش از افشا اثر تفاوت‌ها را در دقت پیشین اطلاعات بین گروه‌های مطلع و غیرمطلع مشارکت‌کنندگان بازار نشان می‌دهد.

یوتاما و کریدی (1997؛ 132) سازه دقت پیشین تفاضلی کیم و وره‌چیا (1991؛ 305) را با فرض این که معامله‌گران مطلع اطلاعات با دقت بالایی دارند در حالی که سایر معامله‌گران اطلاعات با دقت پایینی دارند، ساده کردند. استدلال آن‌ها بر این بود که دقت تفاضلی اطلاعات خصوصی پیش از افشا با ترکیب برابر هر دو نوع از سرمایه‌گذاران به اوج می‌رسد. یوتاما و کریدی، نهادها را معرف معامله‌گران مطلع در نظر گرفته و بیان کردند هنگامی که مالکیت پایین باشد معاملات با مالکیت نهادی افزایش می‌یابند، اما زمانی که مالکیت نهادی بالا (یعنی، بیش از 50 درصد) باشد معاملات با مالکیت نهادی کاهش یافته و رابطه U شکل بین واکنش‌های حجم معاملات و مالکیت نهادی ایجاد می‌شود. یوتاما و کریدی به این نتیجه رسیدند که از آن جایی که سطح تغییر دقت بین سرمایه‌گذاران حول مالکیت نهادی 50 درصد به اوج می‌رسد، شواهد آن‌ها از این پیش‌بینی کیم و وره‌چیا (1991؛ 305) پشتیبانی کردند که حجم معاملات حول اعلان سود با دقت پیشین تفاضلی افزایش

می‌یابد. علی و همکاران (2008؛ 47) معیار اطلاعات خصوصی تفاضلی پیش از افشای یوتاما و کریدی (1997؛ 132) را با تمرکز روی نهادهایی با سهام متوسط اصلاح می‌کنند. علی و همکاران استدلال می‌کنند نهادهایی با سهام کوچک نمی‌توانند هزینه‌های ثابت توسعه اطلاعات خصوصی را توجیه کنند، در حالی که نهادهایی با سهام بزرگ سرمایه‌گذاران اختصاصی هستند که حول اعلان سود معامله نمی‌کنند. سازگار با انتظارات، آن‌ها دریافتند که رابطه U شکل پیش‌بینی شده بین حجم معاملات و مالکیت نهادی برای نهادهایی با سهام متوسط درست است و نه برای نهادهایی با سهام کوچک یا بزرگ.

با توجه به این‌که اعلان سود تفسیر شده اشاره به این دارد که می‌تواند معامله‌ای در غیاب تغییر قیمت‌ها وجود نداشته باشد، کاندل و پیرسون (1995؛ 834) این فرض را مورد آزمون قرار دادند. آن‌ها دریافتند حتی اعلان‌های سودی که به تغییر قابل تشخیص قیمت منجر نمی‌شوند، حجم غیرعادی را برمی‌انگیزند. سپس آن‌ها الگویی را توسعه دادند که در آن توابع درست‌نمایی تفاضلی سرمایه‌گذاران آن‌ها را به این سوق می‌دهند که سیگنال (علامت) عمومی را متفاوت تفسیر کنند (که می‌تواند معاملات را حتی در غیاب واکنش‌های قیمت برانگیزد). کاندل و پیرسون از الگوشان برای به دست آوردن یک معیار تجربی از تفسیرهای تفاضلی اعلان‌های سود استفاده می‌کنند. تناسب جفت پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران که (الف) در جهات مخالفی حرکت می‌کنند و (ب) در پاسخ به یک اعلان معین، تغییر کرده یا واگرا می‌شوند. کاندل و پیرسون بیان کردند میانگین تناسب جفت‌هایی که تغییر کرده یا واگرا می‌شوند، چهار یا پنج برابر در دوره اعلان نسبت به دوره بدون اعلان بیشتر است که این نشان می‌دهد بسیاری از اعلان‌های سود به طور تفاضلی تفسیر می‌شوند. در پژوهش بامبر و همکاران (1999؛ 370) فرض بر این است که با در نظر گرفتن معاملات نقدینگی کافی جهت کمک در پنهان کردن معاملات سرمایه‌گذاران مطلع، معاملات حول اعلان سود با معیار تفسیرهای تفاضلی کاندل و پیرسون (1995؛ 834) افزایش می‌یابند. بعد از کنترل سود غیرمنتظره، معاملات سطح بازار و اندازه شرکت، یافته‌های پژوهش نشان داد که معاملات در تفسیرهای تفاضلی افزایش می‌یابند؛ اما این رابطه فقط زمانی درست است که (الف) تغییر قیمت‌ها جزئی باشد؛ یا (ب) معاملات بالای سطح میانگین معاملات بدون اعلان باشند که با سرمایه‌گذاران مطلع سازگار است که زمانی که معاملات نقدینگی کافی جهت پنهان کردن معاملاتشان وجود دارد فعال‌تر هستند.

تمامی این شواهد از گزاره‌های مهم مدل‌های کیم و وره‌چیا (1991؛ 305) پشتیبانی می‌کنند. این شواهد نشان می‌دهند که تجدیدنظر در باورهای تفاضلی، معاملات را حول اعلان سود برمی‌انگیزد. شواهد تجربی از این پیش‌بینی تئوریک پشتیبانی می‌کنند که تجدیدنظر در باورهای تفاضلی، از طریق دقت تفاضلی اطلاعات پیش از اعلان (آتیاسه و بامبر، 1994، 311؛ یوتاما و کریدی، 1997؛ 132؛ علی و همکاران، 2008؛ 49) و تفسیرهای تفاضلی اعلان (کاندل و پیرسون، 1995) برانگیخته می‌شود. سازگار با الگوهای کیم و وره‌چیا (1991الف)، شواهد همچنین نشان می‌دهند که عدم اطمینان بیشتر پیش از اعلان و سودهای غیرمنتظره

بیشتر نیز با معاملات بیشتر حول اعلان سود ارتباط دارند. مطالعات تجربی اخیر از استدلال کیم و وره‌چیا (1997؛ 398) مبنی بر این که آن قسمت حجم که با تغییر قیمت رابطه دارد معیار دقت تفاضلی پیش از افشا است، استفاده کردند؛ در حالی که آن قسمت حجم که رابطه‌ای با تغییر قیمت ندارد تفسیرهای تفاضلی اعلان را منعکس می‌سازد.

برای بررسی اثربخشی مقررات افشای منصفانه در هموار کردن سطح اطلاعاتی، احمد و شنیبل (2007؛ 285) آن قسمت واکنش حجم را که با تغییر قیمت مطلق رابطه دارد، مورد مطالعه قرار دادند. بعد از مشاهده این که شدت رابطه حجم و بازده بعد از مقررات افشای منصفانه کاهش یافت، آن‌ها به این نتیجه رسیدند که این مقررات تفاوت‌ها را در دقت اطلاعات خصوصی پیش از افشا کاهش دادند که با مراجع تدوین‌کننده مقررات سازگار است. به نظر می‌رسد این اثر به هموار کردن سطح اطلاعاتی برای شرکت‌های کوچک و شرکت‌های دارای فن‌آوری بالا نسبت داده می‌شود. هوپ و همکاران (2009؛ 170) اثر بیانیه استانداردهای حسابداری مالی شماره 131 را در پژوهشی به مطالعه این موضوع پرداختند که الزام به افشای سود بر حسب بخش جغرافیایی حذف گردد، مگر این که شرکت بخش‌های عملیاتی را در امتداد خطوط جغرافیایی تعریف کند. این نویسندگان اثر FAS No. 131 را برای معیارهای دقت تفاضلی اطلاعات خصوصی پیش از افشا و تفسیرهای تفاضلی به دست آمده بر اساس مدل کیم و وره‌چیا (1997؛ 398) بررسی کردند. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان کرد که متوقف کردن افشای جغرافیایی، تفسیرهای تفاضلی را کاهش می‌دهد (بارون و همکاران، 2010).

#### ✓ عوامل تعیین‌کننده‌ای که رابطه‌ای با تفاوت‌های اطلاعاتی ندارند.

با توجه به مباحث مطروحه، چندین عامل تعیین‌کننده دیگر نیز در واکنش‌های حجم معاملات به اعلان‌های عمومی وجود دارد. کیم و وره‌چیا (1991؛ 305) دو عامل را مطرح کردند: میزان سود غیرمنتظره و سطح عدم اطمینان پیش از اعلان. یافته‌های حاصل از پژوهش‌های تجربی نیز به نقش تأثیرگذار هر دو عامل در تبیین واکنش‌های حجم به اعلان سود اذعان می‌کنند (بامبر و همکاران، 1997؛ 577).

یک استثنای قابل ملاحظه، الگوی کراس و همکاران (1994؛ 68) است. استدلال آن‌ها بر این است که تغییرات صورت گرفته در ریسک شرکت که در تاریخ اعلان سود آشکار می‌شوند، سرمایه‌گذاران را به معامله جهت هم‌ترازی مجدد سبدهای سهامشان با ترجیحات ریسکی تفاضلی برمی‌انگیزاند. آن‌ها دریافتند که حجم معاملات تابع صعودی از تغییر ریسک شرکت است که با تغییر ریسک سیستماتیک مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارزشگذاری می‌شود.

در خصوص هزینه‌های معاملاتی، یوتاما و کریدی (1997؛ 134) شواهدی را سازگار با پیش‌بینی بارون و کارپوف (2004؛ 1210) که هزینه‌های معاملاتی بالا، معاملات را کاهش می‌دهند، فراهم کردند. به بیان دقیق‌تر، یوتاما و کریدی بیان کردند قیمت نهایی سهام دو روز پیش از اعلان (معیار معکوس برای هزینه‌های معاملاتی

تفاوت قیمت پیشنهادی خریدوفروش) رابطه مثبتی با حجم معاملات حول اعلان سود سالانه دارد. مالیات‌ها را می‌توان شکل دیگری از هزینه معاملاتی در نظر گرفت. به طور مثال، الگوی شاکلفورد و وره‌چیا (2002؛ 207) پیش‌بینی می‌کند هر چه اختلاف در نرخ‌های مالیاتی بین سودهای سرمایه‌ای کوتاه‌مدت در برابر بلندمدت بیشتر باشد، تضعیف معاملات دوره اعلان سود بیشتر خواهد شد. ایده آن است که احتمال کمتری وجود دارد سرمایه‌گذاران سهام برنده را بلافاصله بفروشند (که به خاطر نرخ مالیاتی کوتاه‌مدت بالاتر است) و احتمال بیشتری وجود دارد سهام را تا زمانی نگهدارند که سود با نرخ بلندمدت پایین‌تری مالیات‌بندی شود. با استفاده از داده‌ها درباره معاملات کل در سراسر بازار، بلوین و همکاران (2003؛ 614) شواهدی را سازگار با این پیش‌بینی فراهم کردند. هارت و سیدا (2004؛ 45) شواهد قوی‌تری را فراهم و نشان دادند هر چه اختلاف در نرخ‌های مالیاتی بیشتر باشد، احتمال کمتری وجود دارد معامله‌گران در معرض نرخ‌های مالیاتی تفاضلی سودهای سرمایه‌ای (تک‌تک سرمایه‌گذاران)، سهام دارای افزایش ارزش را حول تاریخ‌های اعلان سود بفروشند.

#### ۲-۵- دیدگاه‌های حاصل از معاملات طی روز در تاریخ‌های اعلان سود

کریدی (2007) شواهد تجربی اولیه‌ای را درباره معاملات سرمایه‌گذاران بزرگ در برابر کوچک، حول اعلان سود ارائه کرد. نتایج حاکی از آن است که معامله‌گران بزرگ حول اعلان‌های سود فعال‌تر بوده و واکنش‌های سریع‌تری از معامله‌گران کوچک دارند. لی (1992؛ 267) تعداد معامله‌گران کوچک در برابر بزرگ را (با استفاده از آستانه 10 هزار دلار) در فواصل اعلان‌های سود سه ماهه و تغییر سود سهام بررسی کرد. یافته‌های حاصله تأییدی بر شواهد کریدی بود که معامله‌گران بزرگ واکنش‌های قوی‌تر و سریع‌تری از معامله‌گران کوچک دارند.

استدلال باتاچاریا (2001؛ 225) بر این است که سرمایه‌گذاران کوچک، علی‌رغم در دسترس بودن پیش‌بینی‌های درست‌تر تحلیل‌گران، روی انتظارات گام تصادفی فصلی متمرکز هستند. سازگار با این استدلال، یافته‌های پژوهش بیان‌گر این است که معاملات سرمایه‌گذاران کوچک حول اعلان سود با سود غیرمنتظره حاصل از انتظارات گام تصادفی فصلی افزایش می‌یابد، اما رابطه‌ای با سود غیرمنتظره مرتبط با پیش‌بینی‌های در دسترس تحلیل‌گران ندارند. نتایج او عمدتاً به شرکت‌های کوچک جهت تعدیل پیگیری تحلیل‌گران محدود است. به همین نحو، باتالیو و مندنهال (2005؛ 291) واکنش‌های معامله‌گران کوچک در برابر معامله‌گران بزرگ را به اعلان سود شرکت‌های NASDAQ با استفاده از معیار خرید خالص برای ارزیابی معامله مقایسه کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که حول تاریخ‌های اعلان سود، معامله‌گران کوچک در جهت اشتباهات پیش‌بینی گام تصادفی فصلی معامله می‌کنند، در حالی که معامله‌گران بزرگ در جهت اشتباهات پیش‌بینی تحلیل‌گران معامله می‌کنند که با این موضوع سازگار است که سرمایه‌گذاران کوچک روی انتظارات سود گام تصادفی فصلی و سرمایه‌گذاران بزرگ روی پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران متمرکز هستند.



## ۲-۶- اثر معاملات دوره اعلان سود بر بازده‌های پسا اعلان سود

اقتصاددانان مالی علاقه بیشتری را به این که معاملات چه رابطه‌ای با قیمت‌گذاری دارایی‌ها دارند، نشان می‌دهند (هونگ و استین، 2007؛ 112). پژوهش‌های اخیر در حسابداری حاکی از آن هستند که معاملات در زمان اعلان سود باقیمت‌های متعاقب سهام، به ویژه بازده‌های پسا اعلان، رابطه دارند. گارفینکل و سوکوبین (2006؛ 87) معتقدند آن قسمت معاملات تاریخ اعلان سود که الف- واگرایی نظرات؛ ب- معاملات نقدینگی؛ پ- واکنش سرمایه‌گذاران را به محتوای اطلاعاتی اعلان سود را منعکس می‌سازد، بایستی مجزا شود. استدلال بر آن است که معاملات، واگرایی نظرات را منعکس می‌سازد. گارفینکل و سوکوبین (2006؛ 87) دریافتند قسمتی از معاملات اعلان سود که واگرایی نظرات را منعکس می‌سازد، با بازده‌های غیرعادی مثبت پسا اعلان ارتباط دارد. شواهد حاصله سازگار با این پیش‌بینی تئوریک و ره‌چپا (1985؛ 100) تفسیر می‌شود که واگرایی نظرات، ریسک فاکتور اضافی که برای آن، سرمایه‌گذاران به پاداش نیاز دارند، است. به عبارت دیگر، آن‌ها به این نتیجه رسیدند که حداقل قسمتی از نابهنجاری حرکت بعد از اعلان سود دارای خبر خوب ممکن است جبران‌کننده صرف ریسک مرتبط با نظرات واگرا باشد.

## ۲-۷- واکنش‌های حجم معاملات به افشایات مالی غیر از اعلان سود

نیکولز و همکاران (1979؛ 378) در پژوهشی بیان کردند که پیش‌بینی‌های اختیاری مدیریت درباره تغییرات در سود حداقل 40 درصدی آگاهی‌بخش هستند، زیرا این پیش‌بینی‌ها معاملاتی را که 40% بالاتر از سطح میانگین معاملات بدون اعلان هستند، برمی‌انگیزند. یافته‌های حاصل از پژوهش کریدی و مینات (1991؛ 294) بر این است که انتشار گزارش‌های سالانه شرکت (به صورت مجزا از اعلان سود) واکنش‌های قیمت یا معاملات را، غیر از کوچک‌ترین معامله‌گران، بر نمی‌انگیزاند. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاران بزرگ به اعلان سود متکی هستند، در حالی که سرمایه‌گذاران کوچک به گزارش‌های سالانه شرکت متکی می‌باشند. به بیان دقیق‌تر، بعد از عدم رد فرض صفر که واکنش قیمت به انتشار گزارش‌های سالانه وجود ندارد، کریدی و مینات شواهد شبیه‌سازی را فراهم و نشان دادند اگر چنین واکنش قیمتی وجود داشته باشد، آن قدر کوچک است که نمی‌تواند از نظر اقتصادی قابل ملاحظه باشد، زیرا روش‌هایشان واکنشی را با هر معامله بزرگی، معنادار شناسایی می‌کنند.

چن و سامی (2008؛ 17) واکنش‌های بازار را به صورت‌های مغایرت Form 20-F بین سود استانداردهای بین‌المللی حسابداری و سود اصول پذیرفته شده حسابداری آمریکا مطالعه می‌کنند. پژوهش‌های پیشین صورت گرفته درباره محتوای اطلاعاتی صورت‌های مغایرت مبتنی بر واکنش‌های قیمت شواهدی را فراهم کردند. چن و سامی خاطرنشان کردند که بررسی واکنش حجم معاملات از این لحاظ مهم هستند که معیارهای مبتنی بر حجم معاملات شاخص‌های قدرتمند محتوای اطلاعاتی هستند، به ویژه در زمینه‌هایی که بر اساس نمونه‌های کوچکی می‌باشند. چن و سامی (2008؛ 17) دریافتند که تفاوت بین سودهای استانداردهای بین‌المللی حسابداری و سود

اصول پذیرفته شده حسابداری آمریکا ارتباط مثبتی با معاملات غیرعادی در تاریخ اعلان در صورت مغایرت دارد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران صورت‌های مغایرت را آگاهی‌بخش می‌یابند. ریچاردسون و همکاران (1986؛ 315) به این نتیجه رسیدند که اعلان سود سهام موجب افزایش معاملات می‌شود. در مطالعه صورت گرفته روی 51 شرکت در طول دوره پیش از کمیسیون اوراق بهادار و بورس از 1905 تا 1910 که عملاً با عدم وجود مقررات افشا شناخته می‌شود، شیواکومار و ویمیر (1993؛ 64) دریافتند که اعلان تغییرات در سودهای سهام، معاملات بیشتری را از اعلان تغییرات در سودها موجب می‌شود که با سودهای سهامی سازگار است که سیگنال معتبری را هنگامی که افشاهای سود بایگانی نمی‌شوند، فراهم می‌سازند. پژوهش‌گران همچنین بررسی کرده‌اند که آیا ویژگی‌های حسابرسی با معاملات ارتباط دارند.

### ۳- روش تحقیق

روش پژوهش حاضر، روش شناخت تاریخی در چارچوب مطالعات کتابخانه‌ای و از نوع پژوهش‌های نظری-تحلیلی و مبتنی بر پژوهش‌های مرتبط با موضوع است. در حالت کلی رویکرد تحلیلی حداقل 4 ویژگی مهم را دارد؛ اول این که این دیدگاه اغلب متنی است، به این معنی که می‌پذیرد حسابداری دارای اثرات اقتصادی، سیاسی و اجتماعی است. دوم این که این تئوری به دنبال مشارکت و تعامل است. به این معنی که همواره به دنبال تغییر و یا بهبود رویه‌های حسابداری است. سوم این که با هر دو سطح خرد (افراد و سازمان‌ها) و کلان (حرفه و جامعه) مربوط است و چهارم میان‌رشته‌ای است و با سایر نظام‌ها ارتباط داشته و از آن‌ها قرض گرفته و با آن‌ها ترکیب می‌شود. فلذا دیدگاه انتقادی بیشتر از مطالعات سنتی با حرفه، نظام و رویه‌های حسابداری مربوط است.

زمینه غالب در مطالعات مفهومی و تحلیلی توجه به نقش زبان در تولید دانش است. از طریق زبان است که حسابداری ساخته می‌شود و واقعیات را می‌سازد. از این رو بسیاری از روش‌های جایگزین وابسته به رویکردهای فلسفی متنوع و مختلفی در مورد زبان هستند. این رویکردها شامل نشانه‌شناسی، زبان‌شناسی تجزیه و تحلیل، فصاحت و بلاغت، هرمنوتیک و ساختارشکنی است. زبان همواره یکی از نگرانی‌های اصلی فلاسفه بوده است؛ اما بنا بر گفته رتی (1992) یک تغییر نگرش به زبان در بسیاری از نظام‌ها در نیمه دوم قرن بیستم اتفاق افتاده است و این موضوع آگاهی بسیار بیشتری از اهمیت نقش زبان در ایجاد و فهم دانش به وجود آورده است و نقش با اهمیتی در بسیاری از تئوری‌های انتقادی بازی می‌کند.

### ۴- یافته‌ها

دیدگاه‌های منحصربه‌فرد اولیه حاصل از بررسی معاملات، از این واقعیت نشأت می‌گیرند که معاملات اقدامات سرمایه‌گذاران را با هم جمع می‌زنند، در حالی که واکنش‌های قیمت دیدگاه‌هایی را درباره ارزیابی‌های میانگین فراهم می‌سازند. با این وجود بسیاری از اعلان‌هایی که موجب واکنش‌های قیمت نمی‌شوند، نیز مفید هستند از

این حیث که آن‌ها سرمایه‌گذاران را برای معامله برمی‌انگیزند (کاندل و پیرسون، 1995، 870؛ بامبر و چئون، 1995؛ 435). از آنجایی که کریدی و هرت (2002؛ 897) بیان کردند که واکنش‌های حجم معاملات بیشتر از واکنش‌های قیمت قابل‌شناسایی هستند، محدود کردن تحلیل‌ها فقط به واکنش‌های قیمت، آگاهی‌بخش بودن افشایات مالی را کم‌رنگ می‌کند. به طور مثال، از تحلیل واکنش‌های حجم معاملات آموخته‌ایم که افشایات غیرمعمولی مانند بایگانی‌های زود هنگام کمیسیون اوراق بهادار و بورس (که قبل از اطلاعیه‌های رسمی اعلان سود روی می‌دهند)، اظهارنظرهای مشروط حسابرسی و صورت‌های مغایرت فرم 20-F برای سرمایه‌گذاران علی‌رغم عدم برانگیختن واکنش‌های قابل ملاحظه قیمت، آگاهی‌بخش هستند (چن و سامی، 2008؛ 19). یافته‌های حاصل از پژوهش‌های حجم معاملات بر آن است که بسیاری از اعلان‌های سود اثرات متفاوتی بر سرمایه‌گذاران مختلف داشته و این‌که این اثرات پیچیده هستند. شواهد موجود نشان می‌دهند که بسیاری از اعلان‌های سود تجدیدنظرها در باورهای تفاضلی را برانگیخته و این تجدیدنظرها در باورهای تفاضلی تأثیرگذارتر هستند. همان‌طور که در الگوی تئوریک کیم و ورچیا (1991؛ 317) پیش‌بینی شده است، عدم تقارن اطلاعاتی پیش از افشا تجدیدنظر در باورهای تفاضلی و به نوبه، معاملات را در زمان اعلان عمومی برمی‌انگیزاند، زیرا سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات غیردقیق پیش از افشا، اعلان را آگاهی‌بخش‌تر از سرمایه‌گذارانی که از اطلاعات دقیق‌تر پیش از افشا مطلع هستند، می‌یابند (آتیاسه و بامبر، 1994؛ 317؛ یوتاما و کریدی، 1997؛ 137؛ علی و همکاران، 2008؛ 57). شواهد باتاچاریا (2001؛ 225) مبنی بر این‌که معاملات سرمایه‌گذاران کوچک با سودهای غیرمنتظره حاصل از مدل انتظار گام تصادفی فصلی افزایش می‌یابد، اما رابطه‌ای با سودهای غیرمنتظره مربوط به پیش‌بینی‌های در دسترس تحلیل‌گران ندارد، حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران کوچک روی قسمت نسبتاً کوچکی از اطلاعات در دسترس پیش از افشا معامله می‌کنند. کنیل و همکاران (2008؛ 290) شواهد مشابهی را فراهم کردند که همگی نشان می‌دهند تفاوت‌ها در کیفیت اطلاعات پیش از افشای سرمایه‌گذاران به حد کافی برای برانگیختن معاملات چشم‌گیر هنگامی که سود در نهایت اعلان می‌شود، با اهمیت هستند.

ادبیات هم‌چنین حاکی از آن است که حداقل بعضی از اعلان‌های سود موجب تجدیدنظرها در باورهای تفاضلی که به علت تفسیرهای تفاضلی رخ می‌دهند، می‌شوند. یعنی، خود اعلان‌ها اطلاعات متفاوتی را به سرمایه‌گذاران مختلف منتقل می‌کنند (برخلاف تجدیدنظرها در باورهای تفاضلی که از تفاوت‌ها در اطلاعات پیش از افشا نشأت می‌گیرند).

به خاطر توانایی بهتر در تحلیل اطلاعات مالی یا اطلاعاتی خصوصی که فقط همراه با اعلان سود مفید هستند، شواهد نشان می‌دهند که افراد معینی اطلاعات خصوصی را در نتیجه اعلان سود استخراج کرده یا توسعه می‌دهند (بارون و همکاران، 2002؛ 822) که با پیش‌بینی تئوریک کیم و وره‌چیا (1997؛ 310) سازگار است. این اطلاعات خصوصی به نوبه خود معاملات را برمی‌انگیزاند که حاکی از آن است اطلاعات عمومی، اطلاعات خصوصی را برانگیخته یا تکمیل می‌کنند (هوپ و همکاران، 2009؛ 172). این فرم تفسیر تفاضلی ممکن است برای مراجع

تدوین‌کننده مقررات و استانداردها نگران‌کننده باشد، زیرا بیان می‌کنند حداقل بعضی از اعلان‌ها دامنه اطلاعاتی نه چندان همواری را نسبت به آنچه که قبل از اعلان بود، فراهم می‌کنند. در حالی که بامبر و همکاران (2000؛ 110)، بال و شیواکومار (2008؛ 999) اظهار می‌کنند که اعلان سود اطلاعات جدید محدودی را منتقل می‌کند، اما افزایش واکنش‌های حجم معاملات طی زمان (لندسمن و میدو، 2002، 800؛ بال و شیواکومار، 2008؛ 999) حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران اعلان سود را به طور فزاینده‌ای مفید ادراک می‌کنند. احتمالاً این افزایش طی زمان چندین علت دارد. اول این که، اعلان سود حاوی اطلاعات بیشتری از افشایبایات بسیار تفصیلی است (فرانسیس و همکاران، 2002؛ 520)؛ اما دلایل احتمالی دیگر برای این افزایش طی زمان در معاملات اساساً خبرهای خوبی نیستند: شواهد حاکی از آن هستند که عدم تقارن اطلاعاتی پیش از افشا و تفسیرهای تفاضلی رو به افزایش هستند.

ادبیات حجم معاملات حاکی از آن است که نگرانی‌های مراجع تدوین‌کننده مقررات درباره حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران خرد استوار و محکم است. یافته‌های حاصل از پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهند که معامله‌گران خرد واکنش کندتری به اعلان سود دارند (لی، 1992؛ 267). برخلاف معامله‌گران عمده، به نظر می‌رسد معامله‌گران خرد به انتظارات گام تصادفی فصلی از سود (باتالیو و مندنهال، 2005؛ 297) متکی هستند. همچنین شواهد تجربی حاکی از آن هستند که سرمایه‌گذاران خرد، شاید به خاطر اعتماد بیش از حد، خیلی زیاد معامله می‌کنند و در نتیجه بازده‌های پایین‌تری را کسب می‌کنند (باربر و اودینن، 2000). نگرانی درباره وضعیت نامطلوب اطلاعاتی سرمایه‌گذاران خرد در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پیش از افشا (بارون و همکاران، 2009؛ 345) و تفسیرهای تفاضلی افشایبایات مالی (احمد و همکاران، 2003؛ 427) تشدید می‌شود.

پژوهش‌های مبتنی بر حجم معاملات همچنین دیدگاه‌هایی را درباره اثرات مقررات و اثرات تغییرات در استانداردهای حسابداری فراهم ساخته‌اند. به طور مثال، اعلان سود سهام نه تنها معاملات غیرعادی را برمی‌انگیزاند (ریچاردسون و همکاران، 1986؛ 325)؛ بلکه همچنین معاملات بیشتری را از اعلان سود در بازارهای سرمایه اولیه‌ای که سود ارائه نمی‌شود برمی‌انگیزاند (شیواکومار و وایمایر، 1993؛ 70). این شواهد حاکی از آن است هنگامی که افشایبایات سود ارائه نشده باشند، سود سهام علامت معتبرتری است. یافته‌های حاصل از سایر پژوهش‌های مبتنی بر حجم معاملات حاکی از آن است که مقررات افشای منصفانه عدم تقارن اطلاعاتی پیش از افشا را که مراجع تدوین‌کننده مقررات در نظر داشتند، کاهش داد (احمد و شنیل، 2007؛ 290). در خصوص تغییرات در استانداردهای حسابداری، هوپ و همکاران (2009؛ 180) اظهار می‌کنند که با تعدیل کردن الزام جهت افشای سود بخش‌های جغرافیایی، FAS No. 131 تفسیرهای تفاضلی را تضعیف کرد.

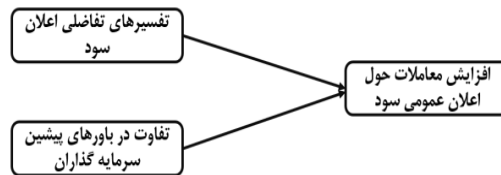
## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

اعلان سود، گزارش‌های حسابداری پیش‌بینی سود شرکت‌ها است که طبق ماده 7 فصل دوم دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس (مصوب 08/05/1384 هیأت مدیره سازمان بورس)، ناشر بورسی مکلف است مطابق استانداردهای ملی افشا کند. محتوای اطلاعاتی بدین معنا است که وقوع یک رویداد، در صورتی محتوای اطلاعاتی تلقی خواهد شد که قبلاً شناخته نشده باشد؛ به عبارت دیگر این اطلاعات جدید است که نوسانات قیمت‌ها را شکل می‌دهد. در واقع بین عوامل مؤثر سودآوری که بر قیمت سهام مؤثر هستند و اعلان سود که دارای محتوای است تفاوت وجود دارد. سود حسابداری یک شرکت می‌تواند نمایان گر عواملی مثل جریان‌های نقدی باشد که به عنوان عامل مؤثر بر قیمت سهام تلقی شود و باعث افزایش نرخ بازده غیرعادی شرکت گردد، بدون آن که سود اعلام شود و اطلاعاتی را به بازار منتقل کند.

هدف این پژوهش تبیین تئوریک تأثیرپذیری میزان معاملات و دادوستدها از اعلان سودها است. بی‌ور (1968؛ 69) معتقد است که واکنش‌های حجم معاملات نبود اجماع را درباره ارزش شرکت منعکس ساخته و این که حجم معاملات تغییرات را در انتظارات سرمایه‌گذاران به دست می‌آورد در حالی که واکنش‌های قیمت تغییرات را در انتظارات کل بازار منعکس می‌سازند. یعنی، در حالی که بازده‌ها میانگین تغییر را در باورهای سرمایه‌گذاران منعکس می‌سازند، حجم منعکس‌کننده مجموع تفاوت‌ها در واکنش‌های معامله‌گران به اعلان است، خواه آن تفاوت‌ها ناشی از تفسیر تفاضلی باشند خواه از باورهای تفاضلی پیش از اعلان.

شواهد اخیر مبنی بر این که قسمت قابل ملاحظه‌ای از معاملات حول اعلان سود از تفسیرهای تفاضلی اعلان نشأت می‌گیرد، سؤالاتی را درباره اثربخشی اعلان‌ها در هموار کردن دامنه اطلاعاتی مطرح می‌کند (بارون و همکاران، 2005؛ 407) و مطالعات صورت گرفته درباره معاملات می‌توانند به ما بگویند چه کسی به افشایات کمیسیون اوراق بهادار و بورس واکنش نشان می‌دهد (باتاچاریا و همکاران، 2007؛ 582). جریان دیگر پژوهش‌ها حاکی از آن است که معاملات حول اعلان سود جالب هستند، زیرا آن‌ها به طور سیستماتیک با بازده‌های پسا اعلان ارتباط دارند (گارفینکل و سوکوبین، 2006؛ 90). علی‌رغم توانایی حجم معاملات در فراهم ساختن دیدگاه‌هایی جدید درباره سؤالات مورد نظر پژوهشگران حسابداری، مراجع تدوین‌کننده مقررات و سیاست‌گذاران، بیشتر مطالعات بازار سرمایه روی واکنش‌های قیمت به اعلان سود و سایر گزارش‌های مالی متمرکز هستند. بازخورد کم تحلیل‌های حجم معاملات احتمالاً به این علت بود که پیش از این، نبود تئوری کافی، نسلی از پژوهشگران را عمدتاً به نادیده گرفتن پتانسیل حجم معاملات جهت فراهم ساختن دیدگاه‌های جدید جالبی که نسبت به دیدگاه‌های به دست آمده از مطالعات مبتنی بر قیمت هستند، سوق داد. به این منظور، توسعه تاریخی تئوری حجم معاملات را خلاصه می‌کنیم، از الگوهای اولیه بازارهای مالی که فضایی را برای مخالفت سرمایه‌گذاران که معامله را برمی‌انگیزند ممکن نداشتند، گرفته تا الگوهای اولیه انتظارات تطبیقی تا انتظارات عقلایی همراه با خطا و الگوهای اختلاف نظرات که پایه و اساس پژوهش‌های تجربی کنونی را تشکیل می‌دهند. نتیجه‌گیری کلیدی

از ادبیات تئوریکي آن است که معاملات حول اعلان‌های عمومی با تعارض ناشی از (الف) تفاوت‌ها در باورهای پیشین سرمایه‌گذاران و (ب) تفسیر تفاضلی اعلان افزایش می‌یابند.



شکل ۱- مدل مفهومی حاصل از واکاوی اعلان سود

منبع: یافته‌های پژوهشگر

معیارها برای تجدیدنظر در باورهای تفاضلی سرمایه‌گذاران (نشأت گرفته از تفاوت‌ها در اطلاعات پیش از اعلان یا تفسیرهای تفاضلی اعلان) نقش مهمی را در توضیح معاملات دوره اعلان ایفا می‌کنند (علی و همکاران، 2008؛ 50). به بیان دقیق‌تر، پژوهش‌های اخیر از استدلال کیم و وره‌چیا (1997؛ 310) استفاده کردند که آن قسمت واکنش حجم که با تغییر قیمت رابطه دارد دقت تفاضلی اطلاعات پیش از افشا را منعکس می‌سازد، در حالی که آن قسمت واکنش حجم که رابطه‌ای با تغییر قیمت ندارد تفسیرهای تفاضلی اعلان را منعکس می‌سازد تا بدین ترتیب اثر افشایبایات مالی بر جنبه‌های مختلف مخالفت سرمایه‌گذاران بررسی شود (هوپ و همکاران، 2009؛ 170). با بررسی ورای معاملات کل، معاملات روزانه به ما امکان بررسی این را که چه کسانی طبق افشایبایات گوناگون معامله می‌کنند (کریدی و ماینات، 1991، 300؛ آستانا و همکاران، 2004، 572؛ باتاچاریا و همکاران، 2007؛ 582) و بررسی این را که انتظارت سود بین سرمایه‌گذاران کوچک در برابر بزرگ چه قدر متفاوت هستند (باتالیو و مندنهال، 2005؛ 295) فراهم می‌سازند. با توجه به مباحث مطرحه پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌کنیم. علی‌رغم افزایش قابل ملاحظه روند پژوهشی طی چند دهه گذشته، در سطح این دیدگاه‌ها که حجم می‌تواند ویژگی‌های افشایبایات مالی و اثراتشان را بر سرمایه‌گذاران فراهم سازد، باقی مانده‌ایم. به طور مثال، هنوز درکی از عوامل تعیین‌کننده اولیه واکنش‌های حجم معاملات به اعلان سود وجود ندارد. همچنین تئوری یا شواهد تجربی کمی درباره این که واکنش‌های حجم چه تأثیری بر قیمت‌گذاری اوراق بهادار و هزینه سرمایه شرکت‌ها دارند، داریم. بنابراین، با استدلال راس (1989؛ 90) موافق هستیم که حجم معاملات (به ویژه حول افشایبایات مالی) نقطه تاریک عظیمی برای پژوهشگران حسابداری مالی و بازارهای سرمایه است. علاوه بر پژوهش‌های آرشویی، نظریه‌پردازان می‌توانند با تصریح مدل‌ها به لحاظ پدیده‌های (تقریباً) قابل مشاهده و رقیق کردن مفروضات کلیدی که احتمالاً توصیفی نیستند، کمک شایانی کنند. آزمایش‌های آزمایشگاهی می‌توانند با اندازه‌گیری مستقیم عوامل

تعیین‌کننده تئوریک پاسخ‌های معاملات به اعلان‌های عمومی که اندازه‌گیری درست آن‌ها در زمینه آرشویی غیرممکن است (به طور مثال، دقت تفاضلی اطلاعات پیش از اعلان) کمک شایانی بکنند. پژوهش‌هایی که از تفاوت‌های بنیادی در پیامدهای واکنش‌های قیمت در برابر واکنش‌های حجم استفاده می‌کنند، توانایی فراهم ساختن دیدگاه‌های جدید را درباره مسائلی که برای عمل و نیز پژوهشگران مهم هستند، دارند. به طور مثال، چه کسانی به افشای مالی واکنش نشان می‌دهند؟ آیا کیفیت اطلاعات پیش از اعلان به طور سیستماتیک بین انواع مختلف افشاها و یا انواع مختلف سرمایه‌گذاران متفاوت است؟ کدامیک از ویژگی‌های خاص افشاها موجب تفسیرهای تفاضلی می‌شوند؟ آیا انواع مختلف سرمایه‌گذاران در تفسیر افشای مالی متفاوت هستند و اگر این چنین باشد، چگونه و چرا؟ تفسیرهای تفاضلی ناشی از تفاوت‌ها در اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران یا ناشی از تفاوت‌ها در توانایی‌شان در پردازش اطلاعات مالی تا چه حدی هستند؟ تحلیل حجم معاملات حول وحوش افشاهای مالی پتانسیل زیادی برای فراهم ساختن دیدگاه‌ها درباره این انواع سؤالاتی که مرتبط با سیاست‌گذاران و نیز دانشگاهیان هستند، دارد.

### فهرست منابع

- آقایی، محمدعلی، علی ثقفی، غلامحسین تقی‌نجاج و جهانبخش اسدنیاء، (1391)، "تأثیر اعلان سود فصلی شرکت‌ها بر تأمین نیاز اطلاعاتی ذی‌نفعان"، فصلنامه حسابداری مالی، (16) 4، صص 1-39
- صالحی، مهدی و فریبا عرب بافرانی، (1394)، "اثر اعلان سودهای فصلی و سالانه بر عمق بازار"، فصلنامه دانش حسابداری مالی، ۲ (۵)، صص 89-109.
- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (1988), "A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability", *The Review of Financial Studies*, 1(1), PP. 3-40.
- AGhaie, M. A., Saghafi, A., Taghinataj, G. H., & Asadnia, J. (2013), "The Effect of Seasonal Profit Announcement of Companies on Meeting the Information Needs of Stakeholders", 4(16), PP. 1-39. (In persian)
- Ahmed, A. S., Schneible Jr, R. A., & Stevens, D. E. (2003), "An Empirical Analysis of the Effects of Online Trading on Stock Price and Trading Volume Reactions to Earnings Announcements", *Contemporary Accounting Research*, 20(3), PP. 413-439.
- Ahmed, A. S., & Schneible Jr, R. A. (2007), "The Impact of Regulation Fair Disclosure on Investors' Prior Information Quality—Evidence from an Analysis of Changes in Trading Volume and Stock Price Reactions to Earnings Announcements", *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), PP. 282-299.
- Ali, A., Klasa, S., & Li, O. Z. (2008), "Institutional Stakeholdings and Better-informed Traders at Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), PP. 47-61.
- Asthana, S., Balsam, S., & Sankaraguruswamy, S. (2004), "Differential Response of Small Versus Large Investors to 10-K Filings on EDGAR", *The Accounting Review*, 79(3), PP. 571-589.
- Atiase, R. K. (1985), "Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior around Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, PP. 21-36.

- Atiase, R. K., & Bamber, L. S. (1994), "Trading Volume Reactions to Annual Accounting Earnings Announcements: The Incremental Role of Predisclosure Information Asymmetry", *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), PP. 309-329.
- Bailey, W., Li, H., Mao, C. X., & Zhong, R. (2003), "Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses", *The Journal of Finance*, 58(6), PP. 2487-2514.
- Bailey, W., Karolyi, G. A., & Salva, C. (2006), "The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-listings", *Journal of Financial Economics*, 81(1), PP. 175-213.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008), "How Much New Information Is There in Earnings?", *Journal of Accounting Research*, 46(5), PP. 975-1016.
- Bamber, L. S., & Cheon, Y. S. (1995), "Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements", *Accounting Review*, PP. 417-441.
- Bamber, L. S., Christensen, T. E., & Gaver, K. M. (2000), "Do We Really 'Know' What We Think We Know? A Case Study of Seminal Research and Its Subsequent Overgeneralization", *Accounting, Organizations and Society*, 25(2), PP. 103-129.
- Bamber, L. S. (1987), "Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume around Quarterly Earnings Announcements", *Accounting Review*, PP. 510-532.
- Bamber, L. S., Barron, O. E., & Stober, T. L. (1999), "Differential Interpretations and Trading Volume", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, PP. 369-386.
- Bamber, L. S., Barron, O. E., & Stober, T. L. (1997), "Trading Volume and Different Aspects of Disagreement Coincident with Earnings Announcements", *Accounting Review*, PP. 575-597.
- Banerjee, S., & Kremer, I. (2010), "Disagreement and Learning: Dynamic Patterns of Trade", *The Journal of Finance*, 65(4), PP. 1269-1302.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000), "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", *The Journal of Finance*, 55(2), PP. 773-806.
- Barberis, N., & Huang, M. (2001), "Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns", *the Journal of Finance*, 56(4), PP. 1247-1292.
- Barron, O. E., Byard, D., & Kim, O. (2002), "Changes in Analysts' Information around Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 77(4), PP. 821-846.
- Barron, O., Byard, D., & Yu, Y. (2010), "Earnings Announcement Disclosures That Spur Differences in Interpretations".
- Barron, O. E., Harris, D. G., & Stanford, M. (2005), "Evidence That Investors Trade on Private Event-period Information around Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 80(2), PP. 403-421.
- Barron, O. E., & Karpoff, J. M. (2004), "Information Precision, Transaction Costs, and Trading Volume", *Journal of Banking & Finance*, 28(6), PP. 1207-1223.
- Barron, O. E., Kim, O., Lim, S. C., & Stevens, D. E. (1998), "Using Analysts' Forecasts to Measure Properties of Analysts' Information Environment", *Accounting Review*, PP. 421-433.
- Barron, O. E., Stanford, M. H., & Yu, Y. (2009), "Further Evidence on the Relation between Analysts' Forecast Dispersion and Stock Returns", *Contemporary Accounting Research*, 26(2), PP. 329-357.
- Battalio, R. H., & Mendenhall, R. R. (2005), "Earnings Expectations, Investor Trade Size, and Anomalous Returns around Earnings Announcements", *Journal of Financial Economics*, 77(2), PP. 289-319.



- Beaver, W. H. (1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, PP. 67-92.
- Bhattacharya, N. (2001), "Investors' Trade Size and Trading Responses around Earnings Announcements: An Empirical Investigation", *The Accounting Review*, 76(2), PP. 221-244.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2007), "Who Trades on Pro forma Earnings Information?", *The Accounting Review*, 82(3), PP. 581-619.
- Bhushan, R. (1994), "An Informational Efficiency Perspective on the Post-earnings Announcement Drift", *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), PP. 45-65.
- Blouin, J. L., Raedy, J. S., & Shackelford, D. A. (2003), "Capital Gains Taxes and Equity Trading: Empirical Evidence", *Journal of Accounting Research*, 41(4), PP. 611-651.
- Botosan, C. A., Plumlee, M. A., & Xie, Y. (2004), "The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital", *Review of Accounting Studies*, 9(2-3), PP. 233-259.
- Campbell, J. Y., Ramadorai, T., & Schwartz, A. (2009), "Caught on Tape: Institutional Trading, Stock Returns, and Earnings Announcements", *Journal of Financial Economics*, 92(1), PP. 66-91.
- Campbell, J. Y., Grossman, S. J., & Wang, J. (1993), "Trading Volume and Serial Correlation in Stock Returns", *The Quarterly Journal of Economics*, 108(4), PP. 905-939.
- Chae, J. (2005), "Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information", *The Journal of Finance*, 60(1), PP. 413-442.
- Chen, L. H., & Sami, H. (2008), "Trading Volume Reaction to the Earnings Reconciliation from IAS to US GAAP", *Contemporary Accounting Research*, 25(1), PP. 15-53.
- Cready, W. M. (2007), "Understanding Rational Expectations Models of Financial Markets: A Guide for the Analytically Challenged.", Available at SSRN 999409.
- Cready, W. M., & Hurtt, D. N. (2002), "Assessing Investor Response to Information Events Using Return and Volume Metrics", *The Accounting Review*, 77(4), PP. 891-909.
- Cready, W. M., & Mynatt, P. G. (1991), "The Information Content of Annual Reports: A Price and Trading Response Analysis", *Accounting Review*, PP. 291-312.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998), "Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions", *the Journal of Finance*, 53(6), PP. 1839-1885.
- Demski, J. S., & Feltham, G. A. (1994), "Market Response to Financial Reports", *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), PP. 3-40.
- Dontoh, A., & Ronen, J. (1993), "Information Content of Accounting Announcements", *Accounting Review*, PP. 857-869.
- Fama, E. F., & Markets, E. C. (1970), "A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25(2).
- Fischer, P. E., & Verrecchia, R. E. (1999), "Public Information and Heuristic Trade", *Journal of Accounting and Economics*, 27(1), PP. 89-124.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2002), "Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 77(3), PP. 515-546.
- Fung, W. K., & Hsieh, D. A. (2006), "Hedge Funds: An Industry in Its Adolescence", *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 91(4), PP. 1.
- Garfinkel, J. A., & Sokobin, J. (2006), "Volume, Opinion Divergence, and Returns: A Study of Post-Earnings Announcement Drift", *Journal of Accounting Research*, 44(1), PP. 85-112.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *The American Economic Review*, 70(3), PP. 393-408.
- Grundy, B. D., & McNichols, M. (1989), "Trade and the Revelation of Information through Prices and Direct Disclosure", *The Review of Financial Studies*, 2(4), PP. 495-526.

- Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003), "Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), PP. 337-386.
- Holthausen, R. W., & Verrecchia, R. E. (1990), "The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior", *Accounting Review*, PP. 191-208.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2007), "Disagreement and the Stock Market", *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), PP. 109-128.
- Hope, O. K., Thomas, W. B., & Winterbotham, G. (2009), "Geographic Earnings Disclosure and Trading Volume", *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(3), PP. 167-188.
- Hurttt, D. N., & Seida, J. A. (2004), "Do Holding Period Tax Incentives Affect Earnings Release Period Selling Activity of Individual Investors?", *Journal of the American Taxation Association*, 26(2), PP. 43-64.
- Hvidkjaer, S. (2008), "Small Trades and the Cross-section of Stock Returns", *The Review of Financial Studies*, 21(3), PP. 1123-1151.
- Kandel, E., & Pearson, N. D. (1995), "Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets", *Journal of Political Economy*, 103(4), PP. 831-872.
- Kaniel, R., Saar, G., & Titman, S. (2008), "Individual Investor Trading and Stock Returns", *The Journal of Finance*, 63(1), PP. 273-310.
- Karpoff, J. M. (1987), "The Relation between Price Changes and Trading Volume: A Survey", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, PP. 109-126.
- Kiger, J. E. (1972), "An Empirical Investigation of NYSE Volume and Price Reactions to the Announcement of Quarterly Earnings", *Journal of Accounting Research*, PP. 113-128.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1991), "Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements", *Journal of Accounting Research*, 29(2), PP. 302-321.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1997), "Pre-announcement and Event-period Private Information", *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), PP. 395-419.
- Kothari, S. P. (2001), "Capital Markets Research in Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), PP. 105-231.
- Kross, W., Ha, G. L., & Heflin, F. (1994), "A Test of Risk Clientele Effects Via an Examination of Trading Volume Response to Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), PP. 67-87.
- Kyle, A. S. (1985), "Continuous Auctions and Insider Trading", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, PP. 1315-1335.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012), "Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital", *Review of Finance*, 16(1), PP. 1-29.
- Landsman, W. R., & Maydew, E. L. (2002), "Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades?", *Journal of Accounting Research*, 40(3), PP. 797-808.
- Lee, C. M. (1992), "Earnings News and Small Traders: An Intraday Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), PP. 265-302.
- Levitt, A. (2000), "Quality Information: The Lifeblood of our Markets", *Quality Assurance*, 7(2), PP. 65-75.
- McNichols, M., & Trueman, B. (1994), "Public Disclosure, Private Information Collection, and Short-term Trading", *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), PP. 69-94.
- Morse, D. (1981), "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination", *Journal of Accounting Research*, PP. 374-383.



- Nichols, D. R., Tsay, J. J., & Larkin, P. D. (1979), "Investor Trading Responses to Differing Characteristics of Voluntarily Disclosed Earnings Forecasts", *Accounting Review*, PP. 376-382.
- Odean, T. (1998), "Volume, Volatility, Price, and Profit When all Traders Are above Average", *The Journal of Finance*, 53(6), PP. 1887-1934.
- Peng, L., & Xiong, W. (2006), "Investor Attention, Overconfidence and Category Learning", *Journal of Financial Economics*, 80(3), PP. 563-602.
- RayBall. (1994), "The Development, Accomplishments and Limitations of the Theory of Stock Market Efficiency", *Managerial Finance*, 20(2), PP. 3-48.
- Richardson, G., Sefcik, S. E., & Thompson, R. (1986), "A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reactions to a Change in Dividend Policy", *Journal of Financial Economics*, 17(2), PP. 313-333.
- Ross, S. A. (1989), "Discussion: Intertemporal Asset Pricing", *Theory of Valuation*, PP. 85-96.
- Salehi, M., & Arab, F. (2015), "The Effect of Quarterly and Annual Earnings Announcements on Market Depth", *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 2(2), PP. 89-110. (In Persian)
- Sarkar, A., & Schwartz, R. A. (2009), "Market Sidedness: Insights into Motives for Trade Initiation", *The Journal of Finance*, 64(1), PP. 375-423.
- Shackelford, D. A., & Verrecchia, R. E. (2002), "Intertemporal Tax Discontinuities", *Journal of Accounting Research*, 40(1), PP. 205-222.
- Sivakumar, K. N., & Waymire, G. (1993), "The Information Content of Earnings in a Discretionary Reporting Environment: Evidence from NYSE Industrials, 1905-10", *Journal of Accounting Research*, 31(1), PP. 62-91.
- Tkac, P. A. (1999), "A Trading Volume Benchmark: Theory and Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, PP. 89-114.
- Utama, S., & Cready, W. M. (1997), "Institutional Ownership, Differential Predisclosure Precision and Trading Volume at Announcement Dates", *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), PP. 129-150.
- Verrecchia, R. E. (2001), "Essays on Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), PP. 97-180.
- Ziebart, D. A. (1990), "The Association between Consensus of Beliefs and Trading Activity Surrounding Earnings Announcements", *Accounting Review*, PP. 477-488.
- Wang, J. (1994), "A Model of Competitive Stock Trading Volume", *Journal of Political Economy*, 102(1), PP. 127-168.

## **Conceptual Explanation of the Effectiveness of Trading Volume around Earnings Announcements**

Hassan Chenari<sup>1</sup>  
Bahman Banimahd<sup>2</sup>

Received: 29/ December /2021 Accepted: 03/ March /2022

### **Abstract**

The objective of this research is conceptual explanation of the effectiveness of Trading Volume around Earnings Announcements. The method of the present research is the method of historical cognition in the framework of library studies and is of the type of theoretical-critical research and based on research related to the subject. In general, the analytical approach has at least 4 important features; First, this view is often textual, meaning that it accepts that accounting has economic, political, and social implications. Second, this theory seeks participation and interaction. This means that it is always looking to change or improve accounting practices. Third, it is related to both micro (individuals and organizations) and macro (profession and society) levels, and the fourth is interdisciplinary and relates to, borrows from, and combines with other systems. Therefore, the critical view is more related to the accounting profession, system and procedures than traditional studies. The principle of disclosure is considered as one of the principles of accounting and according to this principle, all information related to the activities of the company should be provided to various groups in an appropriate and timely manner. In other words, information disclosure can be used to transfer information from a specific domain to a general domain. Proper and quality disclosure will improve transparency and reduce information asymmetry and market effectiveness. The effects that determine fluctuations in the capital market are innumerable. Past, present, and even neglected events are reflected in market prices, but often do not show a clear relationship with price changes. The results of this study provide useful theoretical information for policy makers and institutions that develop accounting standards on the quality of financial reporting for investors and develop the results of behavioral research in the field of finance.

**Keywords:** Earnings Announcements, Exchange Market, Trading Volume

---

1 Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran.

E-mail: hachenari@yahoo.com

2 Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. Corresponding Author.

E-mail: dr.banimahd@gmail.com