



دانشگاه قم

دانشکده مدیریت و اقتصاد

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری

**عنوان:**

**بررسی اثر پیچیدگی گزارشگری مالی بر رفتار معاملاتی  
سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران**

**استاد راهنما:**

**دکتر حجت سرهنکی**

**استاد مشاور:**

**محمدحسن ملکی**

**نگارنده:**

**سعید ابراهیمی**

**زمستان ۱۳۹۱**



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه قم  
دانشکده اقتصاد مدیریت  
پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری

**عنوان:**

# **بررسی اثر پیچیدگی گزارشگری مالی بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران**

**استاد راهنما:**  
دکتر حجت سرهنگی

**استاد مشاور:**  
محمد حسن ملکی

**نگارنده:**  
سعید ابراهیمی

زمستان ۱۳۹۱

«صورت جلسه دفاع از پایان نامه کارشناسی ارشد»

## تشکر و قدردانی

حمد و سپاس خدای را که توفیق کسب دانش و معرفت را به ما عطا فرموده. در اینجا بر خود لازم می‌دانم از پدر و مادر عزیزم و تمامی اساتید بزرگوارم به ویژه اساتید دوره کارشناسی ارشد که در طول این دوره مراد تحصیل علم و معرفت و فضایل اخلاقی یاری نموده اند تقدیر و تشکر نمایم.

از استاد گرامی و بزرگوار جناب آقای دکتر حجت سرسنگی که راهنمایی اینجانب را در امر تحقیق، پژوهش و نگارش این پایان نامه تقبل نموده اند نهایت تشکر و سپاسگزاری را دارم.

از جناب آقای دکتر محمد حسن ملکی به عنوان مشاور که بارها به منی خود را مورد لطف قرار داده اند کمال تشکر را دارم.

## چکیده:

تدوین‌کنندگان استاندارد مسئول تعریف استانداردهای گزارشگری مالی هستند که اطلاعات یکنواخت و معناداری را به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی ارائه دهد و در عین حال بین این ویژگی‌ها و هزینه تهیه این اطلاعات موازنه‌ای برقرار باشد. بحث و نگرانی‌هایی در خصوص پیچیدگی در نظام‌های گزارشگری مالی جاری در کل دنیا برای استانداردهاگذاران بین‌المللی اهمیت فزاینده‌ای یافته است.

اگر بازار به اطلاعاتی که دشوارتر از معمول، از گزارشات سالانه شرکت‌ها استخراج شده است، واکنش ناقصی نشان دهد، مدیران انگیزه پیدا می‌کنند تا در شرایط بد، گزارشات خود را پیچیده‌تر ارائه دهند. مطابق با «فرضیه مدیریت مبهم» زمانی که چشم‌انداز وضعیت آینده شرکت خوب است، مدیران اقدام به افشای بهتر می‌نمایند. بنابراین تجزیه و تحلیل گزارشات پیچیده، نیازمند صرف زمان زیادی جهت استخراج اطلاعات مفید می‌باشد و همچنین هزینه استفاده از خدمات تحلیل‌گران را بر عهده سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد.

در این تحقیق اثرات پیچیدگی گزارشات بر روی رفتار سرمایه‌گذاران با استفاده از داده‌های ۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۶-۱۳۹۰ با استفاده از رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که گزارش‌های پیچیده منجر به کاهش حجم معاملات سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین اثرات گزارشگری پیچیده بر حجم معاملات در میان سرمایه‌گذاران کوچک نمایان‌تر است. پیچیدگی گزارش‌ها منجر به کاهش توافق معاملاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود.

**کلمات کلیدی:** پیچیدگی گزارشهای مالی، حجم معاملات، توافق معاملاتی

## فهرست مطالب

فصل اول: طرح و کلیات تحقیق.....	۳
مقدمه.....	۳
۱-۱. بیان مساله و تشریح موضوع.....	۵
۲-۱. اهمیت و ضرورت تحقیق.....	۸
۳-۱. اهداف تحقیق.....	۹
۴-۱. سؤالات تحقیق.....	۱۰
۵-۱. فرضیه‌های تحقیق.....	۱۰
۶-۱. روش انجام تحقیق.....	۱۰
۷-۱. شرح واژه‌ها و اصطلاحات کلیدی.....	۱۱
۸-۱. ساختار کلی تحقیق.....	۱۲
۹-۱. خلاصه فصل.....	۱۲
فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق.....	۱۳
مقدمه.....	۱۳
۱-۲. مالی کلاسیک (استاندارد).....	۱۴
۱-۱-۲. فرض انسان عقلایی.....	۱۴
۲-۱-۲. بازارهای کامل سرمایه.....	۱۶
۳-۱-۲. فرضیه بازار کارا.....	۱۸
۲-۲. گذر از مالی استاندارد و حرکت به سمت مالی رفتاری.....	۲۰
۳-۲. مالی رفتاری.....	۲۱
۴-۲. مالی رفتاری و چالش‌های مالی کلاسیک.....	۲۳
۱-۴-۲. مالی رفتاری خرد (چالش‌های فرض انسان عقلایی).....	۲۳
۲-۴-۲. مالی رفتاری کلان (چالش بازارهای کارا).....	۲۷
۱-۴-۲. بی‌قاعدگی‌های بازارهای کارا.....	۲۸
۵-۲. پیچیدگی گزارشهای مالی.....	۳۲
۱-۵-۲. نقش استانداردهای موجود در پیچیدگی غیرضروری در حسابداری.....	۳۳
۲-۵-۲. علل اصلی پیچیدگی قابل اجتناب.....	۳۴
۳-۵-۲. نقش افشا در بازارهای سرمایه.....	۴۲
۱-۳-۵-۲. مشکل اطلاعات.....	۴۲
۲-۳-۵-۲. مشکل نمایندگی.....	۴۳
۳-۳-۵-۲. ایجاد مقررات برای افشا و گزارشگری مالی.....	۴۵
۴-۵-۲. نقش حسابرسان و واسطه‌ها در فرایند افشا.....	۴۶



۴۶	..... حساب‌برسان ۱-۴-۵-۲
۴۶	..... واسطه‌ها ۲-۴-۵-۲
۴۹	..... تصمیمات گزارشگری مدیران ۵-۵-۲
۵۰	..... ادبیات تئوری حسابداری اثباتی ۱-۵-۵-۲
۵۱	..... ادبیات افشای داوطلبانه ۲-۵-۵-۲
۵۹	..... پیچیدگی گزارشهای مالی ۶-۵-۲
۶۲	..... تغییرپذیری خوانایی گزارشهای سالانه ۱-۶-۵-۲
۶۴	..... خوانایی گزارشهای مالی ۲-۶-۵-۲
۶۵	..... ادبیات مربوط به خوانایی ۳-۶-۵-۲
۶۹	..... شواهد تجربی در حوزه خوانایی گزارشهای مالی ۴-۶-۵-۲
۷۱	..... مروری بر تحقیقات قبلی ۶-۲
۷۲	..... تحقیقات خارجی ۱-۹-۲
۷۸	..... تحقیقات داخلی ۲-۹-۲
۸۱	..... فصل سوم: روش اجرای تحقیق
۸۱	..... مقدمه
۸۱	..... ۱-۳. نوع تحقیق
۸۲	..... ۲-۳. روش‌شناسی تحقیق
۸۳	..... ۳-۳. فرضیه‌های تحقیق
۸۴	..... ۴-۳. آزمون فرضیه‌ها و اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق
۸۶	..... ۵-۳. قلمرو تحقیق
۸۶	..... ۶-۳. جامعه آماری و نمونه‌گیری
۸۷	..... ۷-۳. جمع‌آوری و نحوه پردازش داده‌ها
۸۷	..... ۸-۳. روش‌های آماری
۸۸	..... ۱-۸-۳-۱. رگرسیون چند متغیره
۸۹	..... ۲-۸-۳-۲. آزمون فروض رگرسیون کلاسیک
۸۹	..... ۳-۸-۳-۱-۲. نبود خود همبستگی
۸۹	..... ۲-۸-۳-۲-۲. واریانس ناهمسانی جملات خطا و اصلاح آن
۸۹	..... ۳-۸-۳-۲-۳. هم خطی
۹۰	..... ۳-۸-۳-۳. تحلیل همبستگی
۹۰	..... ۳-۸-۳-۱-۳. ضریب تعیین و ضریب تعیین تصحیح شده
۹۰	..... ۳-۸-۳-۲-۳. ضریب همبستگی

۹۱	..... ۴-۸-۳- آزمون نرمال بودن متغیرها
۹۲	..... ۵-۸-۳- آزمون معنی دار بودن در الگوی رگرسیون
۹۲	..... ۱-۵-۸-۳- آزمون معنی دار بودن معادله رگرسیون
۹۲	..... ۲-۵-۸-۳- آزمون معنی دار بودن ضرایب
۹۳	..... ۶-۸-۳- روش استفاده از داده‌ها
۹۵	..... ۷-۸-۳- آزمون ریشه واحد در داده‌های ترکیبی/تلفیقی
۹۶	..... ۱-۷-۸-۳- آزمون‌های لوین و لین (LL)
۹۷	..... ۲-۷-۸-۳- آزمون ایم، پسران و شین (I PS)
۹۷	..... خلاصه فصل
۹۸	..... فصل چهارم: تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه
۹۸	..... ۱-۴- مقدمه
۹۹	..... ۲-۴- آزمون فرضیه‌ها
۹۹	..... ۱-۲-۴- بررسی آمار توصیفی متغیرها
۱۰۰	..... ۲-۲-۴- آزمون نرمال بودن متغیر وابسته
۱۰۰	..... ۳-۲-۴- بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش
۱۰۲	..... ۴-۲-۴- بررسی پایایی متغیرهای پژوهش
۱۰۳	..... ۵-۲-۴- آزمون فرضیه‌های تحقیق
۱۰۳	..... ۱-۵-۲-۴- آزمون فرضیه اول
۱۰۸	..... ۲-۵-۲-۴- آزمون فرضیه دوم
۱۱۲	..... ۳-۵-۲-۴- آزمون فرضیه سوم
۱۱۶	..... ۳-۴- خلاصه فصل
۱۱۸	..... فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات
۱۱۸	..... ۱-۵- مقدمه
۱۱۹	..... ۲-۵- نتایج تحقیق
۱۲۳	..... ۳-۵- محدودیت‌های پژوهش
۱۲۴	..... ۴-۵- پیشنهادها مبتنی بر نتایج پژوهش
۱۲۴	..... ۵-۵- پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی
۱۲۵	..... ۶-۵- خلاصه فصل
۱۲۶	..... فهرست منابع و مآخذ
۱۲۶	..... منابع فارسی
۱۲۷	..... منابع انگلیسی
۱۳۵	..... پیوست‌ها

پیوست ۱. لیست شرکتهای مورد بررسی	۱۳۵
پیوست ۲. نتایج آماری	۱۳۶

## فهرست جداول

- جدول ۴-۱. آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی
- جدول ۴-۲: آزمون کولموگروف اسمیرنف (آزمون توزیع نرمال) برای متغیرهای وابسته
- جدول ۴-۳: همبستگی بین متغیرهای پژوهش
- جدول ۴-۴: آزمون پایایی در سطح متغیرهای مورد بررسی
- جدول ۴-۵: نتایج آزمون چاو برای مدل (۱) (شاخص فوگ برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۶: نتایج برآورد مدل (۱) (شاخص فوگ برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۷: نتایج آزمون چاو برای مدل (۱) (شاخص طول سند برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۸: نتایج برآورد مدل (۱) (شاخص طول سند برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۹: نتایج آزمون چاو برای مدل (۱) (سرمایه‌گذاران بزرگ)
- جدول ۴-۱۰: نتایج برآورد مدل (۱) (سرمایه‌گذاران بزرگ)
- جدول ۴-۱۱: نتایج آزمون چاو برای مدل (۱) (سرمایه‌گذاران کوچک)
- جدول ۴-۱۲: نتایج برآورد مدل (۱) (سرمایه‌گذاران کوچک)
- جدول ۴-۱۳: نتایج آزمون چاو برای مدل (۲) (شاخص فوگ برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۱۴: نتایج برآورد مدل (۱) مدل (۲) (شاخص فوگ برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۱۵: نتایج آزمون چاو برای مدل (۲) (شاخص طول سند برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۱۶: نتایج برآورد مدل (۲) (شاخص طول سند برای پیچیدگی گزارشهای مالی)
- جدول ۴-۱۷: خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها

## مقدمه

تدوین‌کنندگان استاندارد مسئول تعریف استانداردهای گزارشگری مالی هستند که اطلاعات یکنواخت و معناداری را به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی ارائه دهد و در عین حال بین این ویژگی‌ها و هزینه تهیه این اطلاعات موازنه‌ای برقرار باشد. بحث و نگرانی‌هایی در خصوص پیچیدگی در نظام‌های گزارشگری مالی جاری در کل دنیا برای استانداردهاگذاران بین‌المللی اهمیت فزاینده‌ای یافته است. در ژوئن ۲۰۰۷ کمیسیون بورس و اوراق بهادار کمیته بهبود گزارشگری مالی را برای بررسی سیستم گزارشگری مالی تشکیل داد (میلر، ۲۰۱۰).

واضح است که پیچیدگی‌های بالا می‌تواند ناشی از پیچیدگی ذاتی معاملات و رویدادهای تجاری باشد. حسابداری چنین معاملاتی نیز بر حسب ماهیت پیچیده خواهد بود و بنابراین فراتر از کنترل استانداردهاگذاران خواهد بود. لذا ضروری است که از همان ابتدا دو نوع پیچیدگی در گزارشگری مالی از هم متمایز شوند: پیچیدگی که غیرقابل اجتناب است و ناشی از پیچیدگی ذاتی معاملات معین می‌باشد، و پیچیدگی که می‌توان از آن اجتناب کرد و ناشی از خود استانداردهای حسابداری می‌باشد (میلر، ۲۰۱۰).

فرضیه مدیریت مبهم بیان می‌دارد وقتی عملکرد شرکت ضعیف است مدیران تمایل دارند تا اطلاعات را به صورت مبهم ارائه کنند، زیرا ممکن است بازار به اطلاعاتی که به شکل پیچیده‌ای افشا شده با تاخیر واکنش نشان دهد (بلومفیلد، ۲۰۰۲). پیش فرض این قضیه «فرضیه افشای ناقص» است: پردازش اطلاعات پیچیده هزینه بیشتری دارد و شاید در قیمت‌های بازار به طور کامل منعکس نگردد. بنابراین تجزیه و تحلیل گزارشات پیچیده، نیازمند صرف زمان زیادی جهت استخراج اطلاعات مفید می‌باشد و همچنین هزینه استفاده از خدمات تحلیل‌گران را بر عهده سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. در نتیجه این سرمایه‌گذاران در پاسخ به این گزارش‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند و حجم معاملات کاهش می‌یابد (گراسمن و استیگلitz<sup>۱</sup>، ۱۹۸۰؛ بلومفیلد، ۲۰۰۲).

در گام بعدی به منظور بررسی بیشتر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران این سوال پیش می‌آید که آیا پیچیدگی گزارشات منجر به تفاوت در تجزیه و تحلیل و ایجاد برداشت‌های مختلف سرمایه‌گذاران از گزارشات می‌گردد یا خیر؟ در واقع مؤلفه دیگر برای بیان رفتار معاملاتی، توافق معاملاتی بین سرمایه‌گذاران است. پیش فرض اصلی بدین گونه است که با پیچیده شدن گزارش‌ها، توافق بین سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ در مورد اطلاعات پردازش شده کاهش

---

<sup>1</sup> Grossman and Stiglitz

می‌یابد. توافق معاملاتی سرمایه‌گذاران در این تحقیق، با توجه به روند معاملات در میان سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ در دوره خاص و بر روی یک سهام خاص اندازه‌گیری شده است. هرگاه میان سرمایه‌گذاران در مورد سهام خاص توافق وجود داشته باشد درصد تغییر مالکیت از سرمایه‌گذاران کوچک به بزرگ و یا بالعکس به صفر میل می‌کند و در صورت عدم توافق درصد مربوطه به صد نزدیک می‌شود و منجر به انتقال مالکیت از سرمایه‌گذاران کوچک به بزرگ و یا بالعکس می‌گردد. بدین منظور درصدی از سهام مورد نظر را که سرمایه‌گذاران کوچک مورد معامله قرار داده‌اند با درصدی که سرمایه‌گذاران بزرگ معامله کرده‌اند مورد مقایسه قرار داده‌ایم. در صورت توافق کامل درصد تغییر مالکیت بین سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ صفر شده و هیچ‌گونه تغییر مالکیتی رخ نداده است ولی عدم توافق کامل باعث انتقال مالکیت از سرمایه‌گذاران کوچک به بزرگ و یا بالعکس گردیده است و قدر مطلق درصد تغییر مالکیت صد درصد (یک) شده است. بنابراین توافق معاملاتی در یک بازه صفر و یک قرار دارد (میلر، ۲۰۱۰).

در این تحقیق اثرات پیچیدگی گزارشات بر روی رفتار سرمایه‌گذاران با استفاده از داده‌های ۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۶-۱۳۹۰ با استفاده از رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که گزارش‌های پیچیده منجر به کاهش حجم معاملات سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین اثرات گزارشگری پیچیده بر حجم معاملات در میان سرمایه‌گذاران کوچک نمایان‌تر است. پیچیدگی گزارش‌ها منجر به کاهش توافق معاملاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود.

# فصل اول

## طرح و کلیات تحقیق

### مقدمه

وجود اطلاعات مالی مربوط، به کاهش عدم اطمینان یا ریسک کمک می‌کند. با توجه به اینکه به دلیل وجود عدم اطمینان در محیط فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، شرایط ایده‌آل برقرار نیست (و بنابراین نمی‌توان ارزش شرکت را به صورت ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی بیان کرد)، لازم است سرمایه‌گذاران براساس مجموعه اطلاعات در دسترس، خود نسبت به پیش‌بینی آینده شرکت و در نتیجه اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب اقدام نمایند. دسته‌ای از اطلاعات که می‌تواند آینده شرکت را تا حدودی به تصویر کشد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌روی شرکت است. آگاهی از این اطلاعات می‌تواند سرمایه‌گذار را در قیمت‌گذاری سهم و یا تصمیم‌گیری مناسب یاری کند. تصور بر این است مجموعه اطلاعاتی که انعکاس دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌روی شرکت می‌باشند، اهمیت نسبی دیگر متغیرهای تصمیم را تحت تاثیر قرار دهند. بنابراین ارزشیابی این متغیرها از سوی سرمایه‌گذاران نیز تحت تاثیر قرار می‌گیرد (میلر، ۲۰۱۰).

مطالعات انجام شده از دهه ۱۹۳۰ نشان می‌دهد که رفتار قیمت‌ها تصادفی بوده و از روند خاصی پیروی نمی‌کند. نتایج این مطالعات به صورت یک جریان فکری و نظری قوی وارد مباحث اقتصاد و سرمایه‌گذاری گردید و نظریه رفتار تصادفی قیمت‌ها شکل گرفت. نظریه

گشت تصادفی<sup>۱</sup>، از طریق آزمون‌های تجربی به اثبات رساند که تغییرات متوالی قیمت‌ها در دوره‌های کوتاه‌مدت، مستقل از یکدیگر است (مالکیل، ۲۰۰۳).

پس از دهه ۱۹۶۰ تحقیقات از شکل آماری مطالعه رفتار قیمت‌ها، به مساله ویژگی‌های اقتصادی بازار سهام سوق پیدا کرد (مالکیل<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). این مسأله، موجب پیدایش "فرضیه بازار کارا"<sup>۳</sup> شد. این فرضیه بررسی می‌کند که آیا قیمت‌های بازار سهام در انعکاس و پردازش اطلاعات ورودی به سرعت عمل و آن‌ها را در قیمت انعکاس می‌دهد؟ و آیا اطلاعات بدون درنگ و بدون تمایل و گرایش خاص (تورش) در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌شوند یا نه؟ (فاما<sup>۴</sup>، ۱۹۷۰). پیچیدگی گزارشگری مالی می‌تواند بر تاثیر اطلاعات گزارش شده بر قیمت‌های سهام موثر باشد. زیرا اطلاعات گزارش شده ابتدا بایست به خوبی درک شده و سپس تاثیر مثبت یا منفی آن بر قیمت‌ها قابل انعکاس باشد. درک اطلاعات گزارش شده از پیچیدگی آن‌ها نشأت می‌گیرد (میلر، ۲۰۱۰).

تدوین‌کنندگان استاندارد مسئول تعریف استانداردهای گزارشگری مالی هستند که اطلاعات یکنواخت و معناداری را به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی ارائه دهد و در عین حال بین این ویژگی‌ها و هزینه تهیه این اطلاعات موازنه‌ای برقرار باشد. بحث و نگرانی‌هایی در خصوص پیچیدگی در نظام‌های گزارشگری مالی جاری در کل دنیا برای استانداردگذاران بین‌المللی اهمیت فزاینده‌ای یافته است. در ژوئن ۲۰۰۷ کمیسیون بورس و اوراق بهادار کمیته بهبود گزارشگری مالی را برای بررسی سیستم گزارشگری مالی تشکیل داد (میلر، ۲۰۱۰).

واضح است که پیچیدگی‌های بالا می‌تواند ناشی از پیچیدگی ذاتی معاملات و رویدادهای تجاری باشد. حسابداری چنین معاملاتی نیز بر حسب ماهیت پیچیده خواهد بود و بنابراین فراتر از کنترل استانداردگذاران خواهد بود. بنابراین ضروری است که از همان ابتدا دو نوع پیچیدگی در گزارشگری مالی از هم متمایز شوند: پیچیدگی که غیرقابل اجتناب است و ناشی از پیچیدگی ذاتی معاملات معین می‌باشد، و پیچیدگی که می‌توان از آن اجتناب کرد و ناشی از خود استانداردهای حسابداری می‌باشد (میلر، ۲۰۱۰).

---

<sup>1</sup> Random Walk

<sup>2</sup> Malkiel

<sup>3</sup> Efficient Market Hypothesis (EMH)

<sup>4</sup> Fama



## ۱-۱. بیان مساله و تشریح موضوع

صنعت اوراق بهادار در طول تاریخ تحت سیطره این مفهوم اساسی، که «تمام سرمایه‌گذاران، اعم از موسسات بزرگ یا سرمایه‌گذاران خرد، باید از برخی حقایق اساسی راجع به سرمایه‌گذاری چه قبل از خرید و چه در زمان نگهداری آن مطلع گردند» قرار گرفته است (کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، ۲۰۱۰).

تحت تاثیر این بیانیه‌ها، گزارش‌هایی که فراهم‌کننده اصلی اطلاعات موردنیاز سرمایه‌گذاران می‌باشند، طولانی‌تر شده‌اند. بنابراین اگر استخراج اطلاعات مفید از افشاهای طولانی و پیچیده، مشکل و هزینه‌بر باشد، ممکن است کمکی به سرمایه‌گذاران نکند (بلومفیلد<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲).

تلاش‌هایی که بوسیله کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به منظور انتشار گزارش‌های خواناتر<sup>۳</sup> و قابل فهم‌تر انجام گرفت به سال ۱۹۳۳ بر می‌گردد. در واقع کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به طور مداوم سعی دارد، گزارش‌های شرکت‌ها خواناتر شود تا فهم و تفسیر آنها راحت‌تر گردد. در سال ۱۹۶۷، کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا یک گروه مطالعاتی برای ارائه رهنمودهایی به منظور بهبود رویه‌های افشای شرکت‌ها تشکیل داد. نتایج این گزارش در سال ۱۹۶۹ با عنوان گزارش ویت منتشر شد. گزارش ویت اظهار کرد: سرمایه‌گذاران معمولی قادر به فهم سریع گزارشات پیچیده شرکت‌ها نیستند؛ بنابراین گزارش ویت توصیه می‌کرد، شرکت‌ها از انتشار گزارش‌های پیچیده، طولانی و یا زاید، خودداری کنند (فیرتل<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹).

لویت<sup>۵</sup> (۱۹۹۷) نگرانی خود را نسبت به طولانی بودن گزارشات، در بیانیه‌ی هیات قانون‌گذاری بورس بیان کرده است. او اظهارداشت «در بسیاری از موارد، مختصر بودن گزارشات مشکل‌ساز نمی‌باشد، بلکه طولانی بودن گزارشات ممکن است، همانند بیش از حد مختصر بودن آن مشکل‌ساز گردد. افشای بیشتر همواره به معنای افشای بهتر نیست» (لویت، ۱۹۹۷).

تحت رهبری لویت، کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا در سال ۱۹۹۸، راهنمای افشای ساده را منتشر کرد که مشتمل بر ۴۲۱ قانون بود که به استفاده از افشای ساده و روان در انتشار گزارش‌ها تاکید کرده بود. برای مثال، منتشرکننده اطلاعات باید موارد زیر را رعایت کند:

<sup>1</sup> Securities and Exchange Commission (SEC)

<sup>2</sup> Bloomfield

<sup>3</sup> Readable

<sup>4</sup> Firtel

<sup>5</sup> Levitt

جملات کوتاه، صریح، واضح و به زبان مرسوم؛ استفاده از لحن ساده و روان؛ ارائه موضوعات پیچیده به صورت موردی یا فهرست‌وار، عدم استفاده از اصطلاحات تخصصی پیچیده. اخیراً کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا گام‌هایی برای خوانایی افشا در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۱</sup> نیز برداشته است (کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، ۱۹۹۸، گلاسمن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵).

با وجود این قوانین، حقیقتاً گزارش‌ها طولانی‌تر شدند (پاردس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳). در دهه اخیر گزارشات بسیار طولانی‌تر شده‌اند (لی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). سوال این است که؛ آیا داده‌های اضافی برای سرمایه‌گذاران سودمند می‌باشند؟ در حقیقت بعضی از حسابداران بیان می‌کنند اطلاعات مفیدی که در گزارش‌های سالانه افشا می‌شود در میان زیادی متن، موارد زائد یا داده‌های نامربوط پنهان شده و پردازش آن‌ها مشکل می‌گردد (رادین<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷).

در این تحقیق اثر گزارش‌های پیچیده بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران بررسی شده است. میزان پیچیدگی گزارش‌های سالانه با به کار بردن دو متغیر آزموده شده است. متغیر اول شاخص فوگ<sup>۶</sup> است که به عنوان فرمول تعیین کننده خوانایی متن در ادبیات زبان شناسی به کار می‌رود و با ترکیب کردن تعداد کلمات هر جمله و درصد کلمات پیچیده شاخصی برای تعیین میزان خوانایی متن ایجاد می‌کند. در شاخص فاگ فرض بر این است که، کلمات دارای هجاهای بیشتر و یا جملات دارای کلمات بیشتر ناخواناتر و پیچیده‌ترند. متغیر دوم طول گزارشات است. پیش فرض استفاده از این متغیر این است که خواندن متون طولانی‌تر سخت‌تر است و باعث تحمیل هزینه‌های بیشتر پردازش اطلاعات می‌شود (لی، ۲۰۰۸ و میلر<sup>۷</sup>، ۲۰۱۰). هدف این تحقیق یافتن تاثیر پیچیدگی گزارشات بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌باشد. با رجوع به مدارک، حجم معاملات مهمترین مقیاس پاسخ سرمایه‌گذاران به افشای عمومی است (کریدی و هارت<sup>۸</sup>، ۲۰۰۲). هیسو (۲۰۰۶) در تحقیقی با عنوان نقش ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی بر رفتار سهامداران، میزان سرمایه‌گذاری و معاملات در بازار بورس را به عنوان متغیری برای بررسی رفتار سرمایه‌گذاران برگزیده است. بدری و شوآخی‌زواره (۱۳۸۹) در

---

<sup>1</sup> Mutual Funds

<sup>2</sup> Glassman

<sup>3</sup> Paredes

<sup>4</sup> Li

<sup>5</sup> Radin

<sup>6</sup> Fog Index

<sup>7</sup> Miller

<sup>8</sup> Cready and Mynatt

مقاله‌ای در زمینه مالی-رفتاری به منظور یافتن نقاط مرجع مناسب سرمایه‌گذاران در بورس تهران رابطه حجم معاملات (تعداد سهام معامله شده) و عوامل رفتاری را مورد بررسی قرار داده‌اند. لذا در این تحقیق نیز بر روی حجم معاملات تمرکز شده تا پاسخ سرمایه‌گذاران در برابر تغییر در گزارش‌های پیچیده ارزیابی گردد.

فرضیه مدیریت مبهم بیان می‌دارد وقتی عملکرد شرکت ضعیف است مدیران تمایل دارند تا اطلاعات را به صورت مبهم ارائه کنند، زیرا ممکن است بازار به اطلاعاتی که به شکل پیچیده‌ای افشا شده با تاخیر واکنش نشان دهد (بلومفیلد، ۲۰۰۲). پیش فرض این قضیه «فرضیه افشای ناقص» است: پردازش اطلاعات پیچیده هزینه بیشتری دارد و شاید در قیمت‌های بازار به طور کامل منعکس نگردد. بنابراین تجزیه و تحلیل گزارشات پیچیده، نیازمند صرف زمان زیادی جهت استخراج اطلاعات مفید می‌باشد و همچنین هزینه استفاده از خدمات تحلیل‌گران را بر عهده سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. در نتیجه این سرمایه‌گذاران در پاسخ به این گزارش‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند و حجم معاملات کاهش می‌یابد (گراسمن و استیگلitz<sup>۱</sup>، ۱۹۸۰؛ بلومفیلد، ۲۰۰۲).

در گام بعدی به منظور بررسی بیشتر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران این سوال پیش می‌آید که آیا پیچیدگی گزارشات منجر به تفاوت در تجزیه و تحلیل و ایجاد برداشت‌های مختلف سرمایه‌گذاران از گزارشات می‌گردد یا خیر؟ در واقع مؤلفه دیگر برای بیان رفتار معاملاتی، توافق معاملاتی بین سرمایه‌گذاران است. پیش فرض اصلی بدین گونه است که با پیچیده شدن گزارش‌ها، توافق بین سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ در مورد اطلاعات پردازش شده کاهش می‌یابد. توافق معاملاتی سرمایه‌گذاران در این تحقیق، با توجه به روند معاملات در میان سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ در دوره خاص و بر روی یک سهام خاص اندازه‌گیری می‌شود. هرگاه میان سرمایه‌گذاران در مورد سهام خاص توافق وجود داشته باشد درصد تغییر مالکیت از سرمایه‌گذاران کوچک به بزرگ و یا بالعکس به صفر میل می‌کند و در صورت عدم توافق درصد مربوطه به صد نزدیک می‌شود و منجر به انتقال مالکیت از سرمایه‌گذاران کوچک به بزرگ و یا بالعکس می‌گردد. بدین منظور درصدی از سهام مورد نظر را که سرمایه‌گذاران کوچک مورد معامله قرار داده‌اند با درصدی که سرمایه‌گذاران بزرگ معامله کرده‌اند مورد مقایسه قرار می‌دهیم. در صورت توافق کامل درصد تغییر مالکیت بین سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ صفر می‌باشد و هیچ گونه تغییر مالکیتی رخ نمی‌دهد ولی عدم توافق کامل باعث انتقال

---

<sup>1</sup> Grossman and Stiglitz

مالکیت از سرمایه‌گذاران کوچک به بزرگ و یا بالعکس می‌گردد و قدر مطلق درصد تغییر مالکیت صد درصد (یک) می‌شود. بنابراین توافق معاملات در یک بازه صفر و یک قرار می‌گیرد (میلر، ۲۰۱۰).

اگر چه شواهد مربوط به اثرات گزارشگری طولانی بر قیمت بازار گزارش گردیده است (یو و زانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲)، اما اثرات آن بر سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در میان سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ بررسی نشده است (میلر، ۲۰۱۰).

بدین ترتیب در این تحقیق سعی شده است، اثرات پیچیدگی گزارشات بر روی رفتار سرمایه‌گذاران بررسی گردد.

## ۱-۲. اهمیت و ضرورت تحقیق

اهداف گزارشگری مالی با مقاصد عام فراهم کردن اطلاعات مالی درباره واحد گزارشگر است که برای سرمایه‌گذاران، وام‌دهندگان و سایر اعتباردهندگان بالفعل و بالقوه در تصمیم‌گیری درباره تامین منافع برای واحد گزارشگر مفید باشد. این تصمیمات شامل خرید، فروش و نگهداری ابزارهای سرمایه یا بدهی است. تصمیماتی که سرمایه‌گذاران و سایر اعتباردهندگان اتخاذ می‌کنند، به بازده موردانتظار آن‌ها از سرمایه‌گذاری بستگی دارد، که آن هم به زمان‌بندی، مقدار و عدم اطمینان جریان‌های نقدی موردانتظار آن‌ها از سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران و سایر اعتباردهندگان نیازمند اطلاعاتی هستند که آن‌ها را در ارزیابی‌هایشان کمک نماید و هدف اصلی گزارشگری مالی فراهم کردن نیازهای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان است (بیانیه مفهومی شماره ۸ گزارشگری مالی، سپتامبر ۲۰۱۰). لذا با توجه به اهمیتی که گزارشگری مالی برای سرمایه‌گذاران دارد، ضرورت انجام این تحقیق جهت مشخص نمودن اثرات پیچیدگی گزارشگری مالی بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران انجام شده است.

اگر بازار به اطلاعاتی که دشوارتر از معمول، از گزارشات سالانه شرکت‌ها استخراج شده است، واکنش ناقصی نشان دهد، مدیران انگیزه پیدا می‌کنند تا در شرایط بد، گزارشات خود را ناخواناتر و پیچیده‌تر ارائه دهند (بلومفیلد<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). مطابق با «فرضیه مدیریت مبهم»<sup>۳</sup> زمانی که

---

<sup>1</sup> You and Zhang

<sup>2</sup> Bloomfield

<sup>3</sup> Management Obfuscation Hypothesis