

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز
دوره‌ی هفتم، شماره‌ی دوم، پاییز و زمستان ۱۳۹۴، پیاپی ۶۹/۳، صفحه‌های ۲۱۹-۲۴۴
(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

بررسی رابطه متقابل بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان

دکتر امین ناظمی*
علیرضا ممتازیان**
سجاد بهپور***
دانشگاه شیراز

چکیده

در زمینه ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌ها، یک دوگانگی در مطالعات انجام شده وجود دارد. در حالی که برخی از مطالعات به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند، مطالعات دیگری نیز وجود دارد که تأثیر بازده سهام شرکت‌ها بر کیفیت افشای اطلاعات را مورد آزمون قرار داده‌اند. مشاهده شواهدی مبنی بر صحت هر دو رویکرد یاد شده، می‌تواند به معنی وجود یک رابطه دوطرفه بین این دو متغیر باشد. در این راستا، پژوهش حاضر به بررسی رابطه دوطرفه کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲-۱۳۹۰ می‌پردازد. در ابتدا با انجام آزمون علیت گرنجری، وجود رابطه دوطرفه بین این دو متغیر مورد تأیید قرار گرفت و سپس سیستم معادلات همزمان با استفاده از روش رگرسیون دومرحله‌ای برآورد شد. نتایج برآورد حاکی از وجود یک رابطه دوطرفه بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به عبارت دیگر، نتایج حاصل از سیستم معادلات همزمان، از اطمینان و صحت بیشتری نسبت به برآورد تک معادله‌ای، برخوردار است.

واژه‌های کلیدی: کیفیت افشا، بازده سهام، سیستم معادلات همزمان، بورس اوراق بهادار تهران.

* استادیار حسابداری (نویسنده مسئول) aminnazemi@gmail.com

** دانشجوی دکتری حسابداری

*** دانشجوی دکتری اقتصاد

۱. مقدمه

اطلاعات شفاف را می‌توان به عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخ‌گویی مدیران دانست. هرچه انتشار اطلاعات در محیط اقتصادی بیشتر باشد، امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه و ایفای مسئولیت پاسخ‌گویی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع، بیشتر می‌شود. بنابراین، یکی از الزامات رشد و توسعه اقتصادی دسترسی ذی‌نفعان به اطلاعات شفاف و با کیفیت است. ادبیات وسیعی در حسابداری رهنمودهایی را در باب رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌ها فراهم می‌کنند. این در حالی است که در برخی از مطالعات از قبیل بری و براون^۱ (۱۹۸۵)، کل و لئونستین^۲ (۱۹۸۸)، هاندا و لین^۳ (۱۹۹۵)، کلارکسون^۴ و همکاران (۱۹۹۶) و خواجوی و ممتازیان (۱۳۹۲) کیفیت افشا به عنوان علت و بازده سهام به عنوان معلول در نظر گرفته شده، در برخی دیگر از پژوهش‌ها از قبیل اینچاستی^۵ (۱۹۹۷) و دای و سریزار^۶ (۱۹۹۵) بازده سهام به عنوان علت و کیفیت افشا به عنوان معلول در نظر گرفته شده است.

در هر دو دسته از مطالعات، شواهد تجربی رابطه در نظر گرفته شده را مورد تایید قرار داده‌اند و حال این سؤال پیش می‌آید که کدام یک از این رویکردهای اتخاذ شده در مطالعات بالا صحیح است؟ کدام متغیر را به عنوان متغیر مستقل و کدام یک را به عنوان متغیر وابسته باید در نظر گرفت؟ با توجه به تایید نتایج در هر دو دسته از مطالعات و همچنین بررسی ادبیات موجود، می‌توان این‌گونه نتیجه گرفت که یک رابطه دوطرفه بین دو متغیر فوق وجود دارد و لذا در بررسی رابطه بین این دو با استفاده از مباحث اقتصادسنجی، به جای استفاده از مدل‌های تک معادله‌ای (که تنها بیانگر رابطه یک طرفه بین دو متغیر می‌باشند)، باید از سیستم «معادلات همزمان»^۷ (که نشان دهنده رابطه متقابل و دو طرفه بین دو متغیر است) استفاده کرد.

گرچه مطالعات زیادی در رابطه با عوامل موثر بر هر یک از موضوعات فوق و پیامدهای آن‌ها در تصمیمات سرمایه‌گذاران انجام شده است، اما مطالعه‌ای که به بررسی رابطه متقابل بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام و نیز تعیین جهت علیت آن‌ها پرداخته باشد در بورس اوراق بهادار تهران، صورت نگرفته است. لذا یکی از اهداف این مطالعه، پر کردن این خلا مطالعاتی است و در این راستا به بررسی تجربی این موضوع در شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بنابراین هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه همزمان بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان است. در ادامه مقاله مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط با موضوع و همچنین روش پژوهش و فرضیه‌های برگرفته از مسأله و مبانی نظری پژوهش بیان می‌شود. در نهایت نتایج آزمون فرضیات مطرح و در پایان با توجه به نتایج آزمون فرضیات، مبانی نظری و پیشینه مطرح شده، نتیجه‌گیری صورت می‌گیرد و با ذکر پیشنهادها به پایان می‌رسد.

۲. مبانی نظری پژوهش

۲-۱. کیفیت افشا

در سطح معنایی^۸، کلمه افشاء به معنی انتشار اطلاعات است، اما حسابداران اغلب تمایل به استفاده محدود از این واژه به معنای انتشار اطلاعات صرفاً مالی واحد تجاری، در گزارش‌های سالانه دارند. تعیین مقدار اطلاعات قابل ارائه بستگی به اهداف گزارشگری مالی و اهمیت اقلام دارد. هدف از گزارشگری مالی ارائه اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان است، به نحوی که اطلاعات در تصمیم‌گیری‌های منطقی سرمایه‌گذاری، اعتباردهی و تصمیم‌های مشابه مفید واقع شوند (هندریکسون و ونبردا^۹، ۱۹۹۲: ۸۵۷).

هدف اصلی افشا، آگاه کردن تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران درباره‌ی مبلغ و زمان بندی جریان‌های نقدی آتی است تا تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران پیش‌بینی بهتری از سودآوری آتی داشته باشند. بنابراین شفافیت و افشای بهتر برای سهامداران، سودمند می‌باشد. تحقیقاتی که در این زمینه صورت گرفته، نشان می‌دهد که یک افشای خوب، دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران از سودهای آتی را بهبود می‌بخشد. به این معنی که در شرکت‌های با سطح افشای بالا نسبت به شرکت‌های با سطح افشای پایین، رابطه‌ی قوی‌تری بین بازده سهام و سودهای آتی وجود دارد (دسای^{۱۰} و همکاران، ۲۰۰۴). باشمن و اسمیت^{۱۱} (۲۰۰۳) نیز معتقدند که اطلاعات حسابداری مالی و کیفیت افشای بالاتر از طریق شناسایی بهتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران و سرمایه‌گذاران، نظام به انتخاب طرح‌ها و کاهش خطر اخلاقی مدیران (نقش حاکمیتی اطلاعات) و افزایش نقدشوندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بین سرمایه‌گذاران موجب

ارتقا و بهبود عملکرد اقتصادی و افزایش بازده سهامداران می‌شود.

۲-۲. کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام

پژوهش‌های نظری انجام شده دو دیدگاه ممکن را مبنی بر اینکه کیفیت افشا می‌تواند بر بازده سهام تأثیر بگذارد ارائه می‌کند. دیدگاه اول پژوهش‌های انجام شده به وسیله دیاموند و ورجیا^{۱۲} (۱۹۹۱) و اسپینوزا و تامبتا^{۱۳} (۲۰۰۷) که معتقدند افشای کافی با کاهش دادن هزینه‌های معاملات و یا افزایش تقاضا برای سهام و در نتیجه با کاهش بازده مورد انتظار باعث افزایش نقدینگی سهام و کاهش ریسک آن می‌شود. دیدگاه دوم مبنی بر اینکه سطح افشا می‌تواند بر بازده تأثیر بگذارد، مربوط به پژوهش‌های بری و براون (۱۹۸۵)، کل و لئونستین (۱۹۸۸)، هاندا و لین (۱۹۹۵) و کلارکسون و همکاران (۱۹۹۶) می‌باشد. آن‌ها معتقدند که افشای بهتر باعث کاهش خطای پیش‌بینی سرمایه‌گذاران درباره‌ی پارامترهایی از قبیل بازده آینده سهام می‌شود، به این معنی که سرمایه‌گذاران ریسک بیشتری را برای یک دارایی با اطلاعات کم در مقایسه با یک دارایی با اطلاعات زیاد در نظر می‌گیرند. هردو دیدگاه را می‌توان تحت مفهوم تقارن اطلاعات نشان داد. هرچند که فرض می‌شود دیدگاه دوم تأثیر کیفیت افشا را بر روی بازده سهام از طریق بتای سهام نشان می‌دهد (حسینی و موسلی^{۱۴}، ۲۰۱۰: ۱۵۶).

از طرفی دیگر انتظار بر این است که عملکرد شرکت‌ها، کیفیت گزارشگری مالی و افشای اطلاعات شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. از سال ۱۹۶۱ موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها به وسیله اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد به طور کلی در حسابداری مدیریت به تئوری نمایندگی مشهور است (جنسن و مک-لینگ^{۱۵}، ۱۹۷۶). هسته اصلی تئوری نمایندگی بر این فرض استوار است که مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیم‌هایی را اتخاذ کنند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. موضوع شفافیت صورت‌های مالی به عنوان یک راهکار عملی برای کنترل این تضادها مورد توجه قرار گرفته است (کارامونو و وافیز^{۱۶}، ۲۰۰۵: ۴۵۳؛ حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷: ۷۶ و شعری و مرفوع، ۱۳۸۶: ۶۵).

سینقوای و دسای^{۱۷} (۱۹۷۱) معتقدند که سودآوری و بازده سهام، معیاری از عملکرد مطلوب مدیریت است. زمانی که معیار ارزیابی عملکرد مدیران سودآوری و بازدهی سهام باشد،

مدیریت شرکت سودآور (با بازده بیشتر)، به منظور تشریح توانایی‌اش در حداکثر کردن ثروت سهام‌داران و حمایت از موقعیت‌ها و پاداش‌هایش، اطلاعات را تفصیلی و با کیفیت بهتری ارائه می‌کند. در مقابل، زمانی که بازده سهام پایین است، مدیریت ممکن است به منظور پنهان کردن دلایل زیان یا کاهش سود، اطلاعات کمتری افشا کند. اینچاستی (۱۹۹۷) نیز معتقد است که شرکت‌های سودآورتر (با عملکرد بهتر)، اطلاعات بیشتر و با کیفیت‌تری ارائه می‌کنند. وی چنین استدلال می‌کند که بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران شرکت‌های سودآور از افشای اطلاعات به منظور دستیابی به مزایای شخصی استفاده می‌کنند. بنابراین، آن‌ها اطلاعات تفصیلی و با کیفیت ارائه می‌کنند تا از تداوم موقعیت‌ها و قراردادهای پاداش خود حمایت کنند. براساس تئوری پیام‌رسانی، مالکان به منظور اجتناب از ارزش‌یابی شدن کمتر از واقع سهام خود به ارائه اخبار خوب به بازار سرمایه، راغب هستند. براساس نظریه فرآیندهای سیاسی نیز شرکت‌های سودآورتر به افشای بیشتر و با کیفیت‌تر اطلاعات علاقمندند تا سطح سود را توجیه کنند. دای و سریزار (۱۹۹۵) بیان می‌کنند که بازده سهام، کارایی شرکت‌ها را اندازه‌گیری می‌کند و عملکرد یک شرکت، اثر پیام‌رسانی بر بازار اوراق بهادار شرکت و مهارت‌های مدیریتی دارد. به عنوان نمونه، شرکتی با اخبار خوب (بازدهی زیاد)، افزایش در ارزش بازار سهام و اعتبار مدیریت را تجربه می‌کند. نقطه مقابل این امر برای شرکت با اخبار بد (بازدهی کم) صادق است (اوسه-آنسه^{۱۸}، ۲۰۰۰).

۳. پیشینه پژوهش

پژوهشی که به صورت مستقیم به بررسی رابطه همزمان کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته باشد، مشاهده نشد. با این وجود، در اینجا به بیان پاره‌ای از پژوهش‌های تجربی پرداخته می‌شود که در این زمینه انجام شده و به نحوی با موضوع پژوهش ارتباط پیدا می‌کنند. افزون بر این، برخی از پژوهش‌ها به منظور ایجاد پشتوانه برای به‌کارگیری متغیرهای این پژوهش بیان شده است.

دیاموند و ورچیا (۱۹۹۲) معتقدند که افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه را کاهش می‌دهد. در نتیجه، در شرکت‌های با سطح افشای بالا، سرمایه‌گذاران می‌توانند نسبتاً مطمئن باشند که هر گونه مبادلات سهام تحت یک قیمت عادلانه انجام

می‌گیرد، لذا نقدینگی سهام شرکت افزایش می‌یابد. به علاوه این مطالعات استدلال می‌کنند که افشای گسترده و نقدینگی سهام با افزایش مالکیت نهادی همراه است.

هیلی^{۱۹} و همکارانش (۱۹۹۹) دریافتند که شرکت‌هایی که افشاء را بسط داده‌اند، افزایش هم‌زمان مؤثری در قیمت سهام در دست خود را تجربه کرده‌اند، که متناسب با عملکرد سودهای جاری نبوده است.

گلب و زاروین^{۲۰} (۲۰۰۲) به بررسی سیاست‌های افشای شرکت‌ها و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام پرداخته و نتایج حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که کیفیت افشای اطلاعات مالی بالاست، رابطه بین بازده جاری سهام و سودآوری شرکت در سال‌های آتی بهتر و مستحکم‌تر می‌باشد.

کانگ (۲۰۰۴) رابطه‌ی بین افشا و بازده سهام را نشان می‌دهد. وی با استفاده از صرف ریسک افشا و برای اندازه‌گیری تفاوت در بازده سهام، با مقایسه گزینه‌هایی که در آن‌ها تقارن اطلاعات وجود داشته با موارد دیگر، خاطر نشان کرد که شرکت‌های با تاریخچه افشا بد صرف ریسک افشای بیشتری در بازده سهامشان دارند.

جنسن، مارشال و پاگ (۲۰۰۶) به بررسی تاثیر کیفیت افشا بر عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده آمریکایی در یک دوره هفت ساله پرداختند. برای سنجش کیفیت افشا از اندازه فرم-K-10 (به کیلو بایت)، تعداد یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، اندازه یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی (به کیلو بایت) و نسبت اندازه بخش افشای مالی به اندازه فرم-K-10 استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های با اندازه فرم-K-10 کمتر، عملکرد آتی بهتری نسبت به سایر شرکت‌های صنعت خود دارند. با این وجود شواهد بیانگر آن است که تبیین عملکرد فقط به اندازه فرم-K-10 محدود نمی‌شود. افزون بر این، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات در کیفیت افشای اطلاعات و تغییرات عملکرد آتی یافت نشد. چی (۲۰۰۹) به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد شرکت‌های تایوانی پرداخت. یافته‌های پژوهش وی حاکی از آن است که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.

همچنین حاسینی و والکر (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر افشای اختیاری بر رابطه بین بازده جاری سهام و سودآوری آتی آن کردند. نتایج حاکی از آن است که پیش‌بینی قیمت

سهام بر مبنای سودآوری جاری شرکت‌ها با افزایش شفافیت اطلاعات، افزایش می‌یابد. حسینی و موسلی (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و بازده سهام در انگلستان پرداختند. هدف اصلی آن‌ها بررسی نقش شفافیت گزارشگری مالی در افزایش توانایی سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی بهتر سودهای آتی می‌باشد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که کیفیت افشا یک عامل ریسکی بااهمیت می‌باشد و شرکت‌هایی که کیفیت افشای ضعیفی دارند نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت افشای قوی دارند هزینه سرمایه بیشتری را تحمل می‌کنند.

ان‌جی (۲۰۱۱) اثر کیفیت افشای اطلاعات بر ریسک نقد شوندگی را مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که کیفیت بالاتر با ریسک نقد شوندگی کمتر در ارتباط است و کاهش در هزینه سرمایه به دلیل این ارتباط، از نظر اقتصادی قابل توجیه است.

چانگ و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر افشا بر قیمت‌گذاری نادرست سهام پرداختند. در این راستا، ۱۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس کره را مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن بود که با افزایش کمیت افشا لزوماً منطقی بودن ارزش‌یابی سهام افزایش نمی‌یابد.

فدایی و اسماعیل زاده مقری (۲۰۱۴) به بررسی تجربی اثرات کیفیت افشا بر ساختار سرمایه در شرکت‌های خودروبی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن بود که رابطه معناداری بین کیفیت افشا و ساختار سرمایه وجود ندارد. با این وجود، افشای بازار می‌تواند به طور مستقیم و معنادار بر نرخ بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر گذارد.

چادهری (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر کیفیت افشا بر فراریت قیمت سهام پرداخت. یافته‌های این پژوهش با استفاده از رگرسیون حاکی از آن بود که رابطه معکوس و معناداری بین کیفیت افشا و فراریت قیمت سهام وجود دارد.

باقرزاده (۱۳۸۴) در رساله‌ی خود تحت عنوان بررسی عوامل مؤثر بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ پاره‌ای شواهد تجربی، در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۷۴ الی ۱۳۸۰ بدست آورد. مطالعه وی نشان داد که یک رابطه خطی معنادار بین ریسک بازار (که توسط بتا اندازه‌گیری می‌شود)، اندازه شرکت، حجم مبادلات و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده وجود دارد.

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴) اقدام به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که میانگین بازده سهام شرکت‌ها، تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر نمی‌توان پذیرفت که بین میانگین بازده شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آن‌ها به کم‌ترین و بیش‌ترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معنی داری وجود دارد.

دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۵) به بررسی تأثیر افشا بر ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. میزان افشا از طریق مقایسه صورت‌های مالی سالانه منتهی به اسفندماه سال ۱۳۷۹ با موارد تعیین‌شده در رهنمودهای حسابداری لازم الاجرا از ۱۳۷۸/۱/۱، قانون تجارت، قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار و قانون مالیات‌های مستقیم، مورد سنجش قرار گرفت. یافته‌های بررسی ۴۰ شرکت تولیدی در سال ۱۳۷۹ (با کنترل متغیرهای اندازه و نوع صنعت) حاکی از آن است که میزان افشای اطلاعات در صورت‌های مالی سالانه، تأثیری بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها ندارد.

خدمای پور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی اقدام به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران کردند. نتایج پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون چندمتغیره و روش داده‌های تابلویی، بیانگر رابطه معنادار و منفی بین سطح کیفی افشا و مدیریت سود ارقام تعهدی و واقعی سود است. همچنین نتایج با استفاده از الگوی رگرسیون لاجیت، بیانگر رابطه معنادار منفی بین مدیریت کلی سود و سطح کیفی افشا است.

پورحیدری و عرب‌آبادی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری در بورس اوراق بهادار تهران کردند. نتایج نشان می‌دهد که هنگام کاهش بزرگتر قیمت سهام، احتمال افشای اخبار (خوب یا بد) بیشتر است، ولی ارتباطی بین بزرگی افزایش قیمت سهام و احتمال افشای اخبار (خوب یا بد) وجود ندارد. به‌طور کلی، این پژوهش نشان می‌دهد که مدیران برای حداکثرسازی قیمت سهام شرکت خود، اخبار خوب را افشا و اخبار بد را حفظ می‌کنند، اما کاهش قیمت سهام ناشی از یک رویداد عمومی، مانند اعلامیه سود و زیان، می‌تواند مدیر را به افشای اخبار بد حفظ شده تحریک کند؛ چراکه با کاهش بزرگتر قیمت سهام، ممکن است از نظر مدیر اخبار دیگر بد نبوده و چه بسا اکنون اخبار خوب تلقی شود.

۴. فرضیه‌ی پژوهش

در راستای دستیابی به هدف پژوهش این مقاله و با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده، فرضیه‌ی پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه‌ی پژوهش: بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌ها رابطه متقابل و معناداری وجود دارد.

۵. روش‌شناسی پژوهش

۵-۱. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، همه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ است. شرکت‌های مورد بررسی بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 ۲. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.
 ۳. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آن‌ها، نباشند.
 ۴. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی مورد بررسی به طور کامل ارائه کرده باشد.
- با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۱۲۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ حائز شرایط بالا بوده و مورد بررسی قرار گرفته است.

۵-۲. روش گردآوری داده‌ها

اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده‌اند. در نهایت داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار Eviews نسخه ۷ تجزیه و تحلیل نهایی انجام گرفته است.

۳-۵. الگوی مطالعه

همان‌گونه که در قسمت‌های قبل توضیح داده شد، مروری بر ادبیات موضوع و توجه به نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که یک رابطه دوطرفه بین متغیرهای کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌ها وجود دارد و در بررسی چگونگی تأثیر این دو متغیر بر یکدیگر، بهتر است که از سیستم معادلات همزمان به جای سیستم تک معادله‌ای استفاده نمود. در اینجا برای بدست آوردن شواهد بیشتر مبنی بر رابطه دوطرفه بین این دو متغیر، ابتدا آزمون علیت گرنجر^{۲۱} مورد استفاده قرار می‌گیرد و در صورتی که وجود رابطه علی بین دو متغیر به روش تجربی نیز مورد تایید قرار گرفت، آنگاه از سیستم معادلات همزمان استفاده می‌شود.

۴-۵. آزمون علیت گرنجر

گرنجر (۱۹۸۶) با ارائه مدل زیر روشی را برای بررسی جهت علیت بین دو متغیر بیان

نمود:

$$y_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i x_{t-i} \quad (1)$$

$$x_t = \sum_{i=1}^n c_i x_{t-i} + \sum_{i=1}^n d_i y_{t-i} \quad (2)$$

حال پس از برآورد مدل فوق اگر ضرایب β_i از نظر آماری معنی‌دار باشند، گفته می‌شود که متغیر x_t علیت گرنجر متغیر y_t است و اگر ضرایب d_i نیز به لحاظ آماری معنی‌دار باشند، متغیر y_t نیز علیت گرنجر متغیر x_t می‌باشد. اگر تنها یکی از ضرایب معنادار باشد، رابطه علیت بین دو متغیر یک طرفه و اگر هر دو معنی‌دار باشند، رابطه علیت دوطرفه است که این به معنی وجود یک رابطه بازخوردی بین دو متغیر می‌باشد. نتایج آزمون علیت گرنجر با استفاده از داده‌های کیفیت افشا و بازده سهام شرکت در نگاره شماره ۱ گزارش شده است. با توجه به فرضیه‌های صفر این آزمون و مقادیر معناداری بدست آمده، نتیجه بیانگر این است که فرضیه‌های صفر رد شده و بنابراین یک رابطه علی دوطرفه بین دو متغیر برقرار است و لذا بهتر است که در بررسی رابطه بین این دو متغیر از سیستم معادلات همزمان استفاده شود.

نگاره ۱: نتایج آزمون دوطرفه علیت گرنجری

فرضیه صفر	آماره F	P-value
کیفیت افشا علیت گرنجری بازده سهام نمی‌باشد.	۱۸/۹۱۲	۰/۰۰۰۵
بازده سهام علیت گرنجری کیفیت افشا نمی‌باشد.	۱۵/۰۶۴	۰/۰۰۱۳

معادله بازده شرکت

به منظور برآورد بازده سهام، از مدل شماره (۳) استفاده می‌شود:

$$R_{i,t} = \beta_1 + \beta_2(Disc)_{i,t} + \beta_3(Size)_{i,t} + \beta_4\left(\frac{BV}{MV}\right)_{i,t} + \beta_5\left(\frac{E}{P}\right)_{i,t} \quad (۳)$$

معادله کیفیت افشا اطلاعات

برای برآورد کیفیت افشای اطلاعات مالی نیز از مدل شماره (۴) استفاده می‌شود:

$$(DISC)_{it} = \beta_1 + \beta_2(R)_{it} + \beta_3(SIZE)_{it} + \beta_4(FL)_{it} + \beta_5(STRUC)_{it} + \beta_6(QR)_{it} + \beta_7(AUDIT)_{it} + \beta_8(AGE)_{it} + \varepsilon_t \quad (۴)$$

نکته‌ای که در اینجا مشاهده می‌شود، این است که این معادلات را نمی‌توان به صورت جداگانه برآورد نمود. علت آن است که در برآورد تک معادله‌ای با این فرض مواجه‌ایم که متغیرهای توضیحی به صورت برون‌زا تعیین شده‌اند، اما در این جا می‌بینیم که بازده سهام و کیفیت افشای اطلاعات هنگامی که به عنوان متغیرهای توضیحی آورده می‌شوند، برون‌زا نمی‌باشند. بنابراین این معادلات را باید در قالب سیستم معادلات همزمان برآورد نمود که در معادله شماره (۵) این سیستم معادلات نشان داده می‌شود.

$$\begin{cases} R_{i,t} = \beta_1 + \beta_2(Disc)_{i,t} + \beta_3(Size)_{i,t} + \beta_4\left(\frac{BV}{MV}\right)_{i,t} + \beta_5\left(\frac{E}{P}\right)_{i,t} \\ (DISC)_{it} = \beta_1 + \beta_2(R)_{it} + \beta_3(SIZE)_{it} + \beta_4(FL)_{it} + \beta_5(STRUC)_{it} + \beta_6(QR)_{it} + \beta_7(AUDIT)_{it} + \beta_8(AGE)_{it} + \varepsilon_t \quad (۵) \end{cases}$$

۶. متغیرهای پژوهش

بازده سهام (Return): بازده، عبارت است از نسبت کل سود (زیان) حاصل از سرمایه گذاری در یک دوره معین، به سرمایه‌ای که برای به دست آوردن فایده در ابتدای دوره مصرف گردیده است (دستگیر و خداینده، ۱۳۸۲). در پژوهش حاضر، مطابق با پژوهش نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۱) بازده سهام برابر است با مجموع تفاوت قیمت سهام، سود نقدی هر سهم، حق تقدم و سهام جایزه در یک دوره مالی تقسیم بر قیمت اول دوره مالی.

کیفیت افشا (Disc): شاخص کیفیت افشا در پژوهش حاضر، امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت است که به وسیله سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه «رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب» منتشر می‌شود. «امتیاز اطلاع‌رسانی ناشران، بر اساس زمان ارائه اطلاعات مربوط به پیش‌بینی درآمد هر سهم، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به پیش‌بینی درآمد هر سهم اولیه و ۶ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه، صورت‌های مالی حسابرسی نشده پایان سال و تفاوت بین پیش‌بینی‌ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، محاسبه شده است. ضمناً در صورت عدم ارائه به موقع صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان‌بندی پرداخت سود سهام‌داران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته شده است» (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶).

مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشا به شرح زیر است:

(۱) امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بر اساس شاخص‌های دقیق و عینی از قبیل زمان ارائه اطلاعات مربوط و تفاوت پیش‌بینی‌ها با نتایج واقعی محاسبه شده است. بنابراین، معیار مورد استفاده از عینیت و قابلیت اتکای کافی برخوردار است.

(۲) برخلاف پژوهش‌های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، معیار مذکور فقط به کمیت افشا توجه نمی‌کند بلکه به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده را نیز مد نظر قرار می‌دهد.

اندازه شرکت (SIZE): اندازه شرکت یکی از عوامل مؤثر در سودآوری شرکت‌ها به شمار می‌رود. به این معنی که شرکت‌های بزرگ با برخورداری از تنوع محصول، تصاحب سهم

بیش‌تری از بازار، صرفه جویی در مقیاس و امکان تنوع بخشی به فعالیت‌های تجاری خود، ریسک تجاری خود را کاهش داده و سودآوری خود را افزایش می‌دهند. همچنین، شرکت‌های بزرگ به دلیل برخورداری از تعداد سهام بیش‌تر و دارا بودن سهام شناور آزاد بیش‌تر، ریسک قدرت نقدشوندگی سهام خود را برای سرمایه‌گذاران کاهش می‌دهند (باقرزاده، ۱۳۸۴). در نتیجه، منطقی‌اً انتظار می‌رود بین اندازه شرکت و نرخ بازده سهام رابطه مستقیمی وجود داشته باشد.

از لحاظ زمانی شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دارا بودن منابع بیشتر، سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری خبره، توانایی نصب و استفاده از ابزارهای رایانه‌ای با سرعت بالا در پردازش موجودی کالا، عملیات تولید و ... گزارش‌های به‌موقع‌تری ارائه می‌کنند (اوسه آنسه، ۲۰۰۰). شرکت‌های کوچک، بیشتر احساس می‌کنند که افشای کامل اطلاعات می‌تواند موقعیت رقابتی آن‌ها را با خطر مواجهه کند. بنابراین، اطلاعات کمتر و با کیفیت پایین‌تری را افشا می‌کنند (سینقاوی و دسای، ۱۹۷۱؛ رافورنیر، ۱۹۹۵ و بازی، ۱۹۷۵). بنابراین، انتظار می‌رود که رابطه مستقیم و معناداری بین اندازه شرکت و کیفیت افشا وجود داشته باشد. در پژوهش حاضر از لاریتم طبیعی فروش برای اندازه‌گیری اندازه شرکت استفاده شده است، به این دلیل که اگر چه مجموع کل دارایی‌ها شاخص مناسبی برای اندازه شرکت محسوب می‌شود، اما با توجه به نرخ تورم در ایران به نظر می‌رسد مجموع فروش سالانه شرکت شاخص مناسب‌تری برای اندازه شرکت باشد. (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳: ۵۴).

نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار سهام (BV/MV): پایین بودن نسبت ارزش

دفتری به قیمت بازار سهام به این معنی است که بین ارزش دفتری و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اختلاف چشمگیر وجود دارد. این اختلاف از یک عامل اساسی می‌تواند نشأت گرفته باشد: شرکت از دارایی‌های نامشهود و فرصت‌های رشد و توسعه‌ای (نظیر برخورداری از رانت‌های اطلاعاتی و اقتصادی، حق امتیازها، سرقفلی، نیروی انسانی متخصص، دانش فنی انباشته و ...) برخوردار است که در دفاتر شرکت منعکس نشده، اما بازار، ارزش آن‌ها را در قیمت سهام لحاظ کرده است. در مورد بالا بودن نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار نیز عکس این قضیه صادق است. بر این اساس، پایین بودن نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار به معنی ریسک کم‌تر برای شرکت و متعاقباً نرخ بازده مورد انتظار کم‌تر برای سرمایه‌گذاران می‌شود و

بالعکس.

نسبت (E/P): نسبت سود به قیمت (E/P) معکوس نسبت قیمت به سود (P/E) است. بالا بودن نسبت سود به قیمت یک سهم نوعی به این معنی است که بازار، ارزش فرصت‌های رشد و توسعه آتی سهم را در انتظارات خود (قیمت سهم) لحاظ کرده است. بر همین قیاس، بالا بودن نسبت سود به قیمت (E/P) به معنی ریسک بیش‌تر و در نتیجه بازده مورد انتظار بیش‌تر از سهم مورد نظر است. بال معتقد است که نسبت سود به قیمت سهم دربرگیرنده مجموع عوامل ناشناخته مرتبط با بازده سهام است که می‌توان آن‌ها را عوامل ریسک‌زا نام نهاد.

سابقه شرکت (Age): سابقه شرکت، بیانگر سال‌هایی است که از زمان درج نام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران گذشته است. شرکت‌ها رویه‌های گزارشگری و کیفیت افشای اطلاعات خود را در طول زمان بهبود می‌بخشند (السعید، ۲۰۰۵). اوسه-آنسه (۲۰۰۰) نیز ادعا می‌کند که به‌موقع بودن و در نتیجه کیفیت افشای اطلاعات یک شرکت، تحت تأثیر سابقه آن است. وی براساس نظریه منحنی یادگیری چنین استدلال می‌کند که با افزایش تعداد گزارش-های سالانه ارائه شده به‌وسیله یک شرکت، زمان تأخیر گزارشگری، کاهش (به‌موقع بودن افزایش) می‌یابد. با افزایش یادگیری حسابداران و تهیه و ارائه‌کنندگان اطلاعات در طول زمان، مشکلاتی که باعث تأخیر در گزارشگری می‌شود به حداقل ممکن می‌رسد. بنابراین، یک شرکت با سابقه بیشتر در جمع‌آوری، پردازش و ارائه اطلاعات، به‌موقع‌تر عمل می‌کند و اطلاعات را با کیفیت و شفافیت بیشتری افشا می‌کند.

ساختار مالکیت (Struc): بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۲۰ ایران، «در غیاب شواهد نقض‌کننده، در مواردی که واحد سرمایه‌گذار (به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم از طریق واحدهای تجاری فرعی) حداقل ۲۰ درصد از قدرت رأی در واحد سرمایه‌پذیر را داشته باشد، دارای نفوذ قابل‌ملاحظه در واحد سرمایه‌پذیر است.» بنابراین، مشابه پژوهش محمدی (۱۳۸۸) شرکت‌های خانوادگی به‌صورت زیر تعریف می‌شود:

شرکت‌هایی که یا حداقل بیست درصد از سهام آن‌ها به‌صورت فردی یا گروهی در دست اعضای خانواده باشد و یا حداقل یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده، عضو هیئت مدیره و یا مدیر اجرایی بوده و به‌طور فعال در هیئت مدیره شرکت مشارکت داشته باشد. شرکت‌های خانوادگی اطلاعات را با کیفیت پایین‌تری افشا می‌کنند. مالکان خانوادگی در

مقایسه با سایر مالکان معمولاً بیشتر در عرصه مدیریت شرکت به‌عنوان مدیران اجرایی و یا هیئت مدیره دخالت می‌کنند. بنابراین، مالکان خانوادگی دسترسی بهتری به اطلاعات دارند و بهتر می‌توانند بر مدیریت نظارت داشته باشند و در نتیجه مسائل و مشکلات نمایندگی بین مدیریت و سهام‌داران کاهش می‌یابد و به دلیل نقش جایگزینی (جانشینی) نظارت مستقیم و افشای اطلاعات به‌وسیله شرکت، سایر سهام‌داران از نظارت مالکان خانوادگی بر مدیران به طور مجانی استفاده می‌کنند و در نتیجه تقاضای کمتری برای اطلاعات عمومی وجود دارد. بنابراین، شرکت‌های خانوادگی، اطلاعات را با حجم و کیفیت پایین‌تری افشا می‌کنند (چن، چن و چنگ، ۲۰۰۸).

اهرم مالی (LEV): یکی از مهم‌ترین مقیاس‌های اهرم، نسبت بدهی است که از تقسیم بدهی‌ها به دارایی‌ها به دست می‌آید (فاستر، ۱۹۸۶). با توجه به این که شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن، به‌عنوان یک راهکار عملی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مورد توجه قرار گرفته است (کارامونو و وافیز، ۲۰۰۵؛ حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷)، انتظار می‌رود که شرکت‌های اهرمی (با هزینه‌های نمایندگی کمتر)، تعهد کمتری در قبال افشای اطلاعات با کیفیت بالا داشته باشند و در نتیجه اطلاعات کمتر یا با کیفیت پایین‌تری را افشا کنند. به عبارت دیگر، انتظار می‌رود رابطه اهرم مالی و حدود افشا معکوس باشد.

نقدینگی (QR): با توجه به وجود روش‌های مختلف برای محاسبه بهای تمام شده موجودی کالا (شناسایی ویژه، اولین صادره از اولین وارده و میانگین موزون)، در این پژوهش ترجیح داده شد که از نسبت سریع برای سنجش نقدینگی شرکت‌ها استفاده شود. دلیل دیگر استفاده از نسبت سریع برای سنجش نقدینگی، احتمال وجود موجودی مواد و کالاهایی است که قابلیت تبدیل آن‌ها به وجه نقد اندک است (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۹۱). انتظار می‌رود رابطه معناداری بین نقدینگی (نسبت سریع) و کیفیت افشا وجود داشته باشد. نقدینگی توان ایفای تعهدات مالی شرکت را نشان می‌دهد و نسبت‌های نقدینگی پایین در یک شرکت، پیش‌بینی کننده ورشکستگی و بحران مالی است. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های برخوردار از یک وضعیت مالی سالم، اطلاعات بیشتر و با کیفیت‌تری در مقایسه با شرکت‌های با کمبود نقدینگی، افشا کنند (السعید، ۲۰۰۵ و لیاردو، ۲۰۰۹).

اندازه مؤسسه حسابرسی (Audit): برای سنجش اندازه مؤسسه حسابرسی از

متغیرهای مجازی استفاده شده است. اگر شرکتی به وسیله سازمان حسابرسی، حسابرسی شده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می‌یابد. به طور کلی اعتقاد بر آن است که گزارش‌های سالانه و حساب‌ها نه تنها حسابرسی می‌شود، بلکه محتوای آن نیز تحت تأثیر حسابرسان قرار می‌گیرد. با فرض وجود چنین تأثیری و اعتقاد حسابرسان مبنی بر این که عملکردشان از طریق کیفیت گزارش‌های سالانه و حساب‌های حسابرسی شده به وسیله آن‌ها مورد قضاوت قرار می‌گیرد، احتمال زیادی وجود دارد که مؤسسه‌های بزرگ حسابرسی (که وابستگی کمتری به یک یا چندین صاحبکار خود دارند) پیشنهاد کنند که اطلاعات بیشتر و باکیفیت‌تری در گزارش‌های سالانه و حساب‌های صاحبکارانشان ارائه شود. افزون بر این، احتمال بیشتری وجود دارد که صاحبکاران حسابرسی با عقاید و نظرات شرکت‌های حسابرسی بزرگ، بیشتر موافقت کنند. در مقابل، مؤسسه‌های حسابرسی کوچک، توانایی تأثیرگذاری بر رویه‌های افشای صاحبکار خود را ندارند و تلاش می‌کنند تا نیازهای صاحبکاران را به منظور حفظ آن‌ها، برآورده کنند (والاس، ناصر و مورا، ۱۹۹۴).

۷. یافته‌های پژوهش

۷-۱. آمار توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره شماره ۱ ارائه شده است. نگاره شماره ۱ نشان‌دهنده میانگین، حداکثر، حداقل و انحراف معیار است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود بیشترین میزان پراکندگی و همچنین میانگین در بین متغیرهای پژوهش مربوط به بازده سهام و کیفیت افشا است. افزون بر این، کمترین میزان پراکندگی و همچنین میانگین مربوط متغیر نسبت سود به قیمت است.

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
بازده سهام (درصد)	۲۹	۲۷	۷۴	-۵	
کیفیت افشا	۴۹/۹۰۲	۲۱/۷۶۱	۹۶	-۷	
اندازه شرکت	۲۶/۴۳۳	۱/۲۸۳	۳۲/۲۲۳	۲۲/۹۷۱	
نسبت سود به قیمت	۰/۱۸۸	۰/۱۱۴	۰/۶۲	-۰/۱۰	
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۴۴۶	۰/۶۹۴	۰/۸۱	۰/۰۱	
اهرم مالی	۰/۶۵۸	۰/۱۶۸	۱/۳۶۵	۰/۱۰۳	
ساختار مالکیت	۰/۲۸۶	۰/۴۵۲	۱	۰	
نسبت آئی	۰/۷۰۳	۰/۳۴۸	۲/۸۳	۰/۰۴	
سابقه شرکت	۳۶/۲۱	۱۰/۱	۵۷	۴	

قبل از برآورد الگو باید ایستایی متغیرهای مورد استفاده در الگو مورد بررسی قرار گیرد. در صورتی که متغیری ایستا نباشد، باید با تفاضل‌گیری‌های متوالی آن را ایستا کرد تا از وقوع رگرسیون کاذب جلوگیری شود. نتایج نشان می‌دهد که همه متغیرهای مورد استفاده در سطح ۹۵ درصد ایستا هستند که نتایج این آزمون در نگاره شماره ۲ مشاهده می‌شود.

۷-۲. بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش

نگاره ۲: بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش (آزمون لوین، لین و چاو)

متغیر	آماره آزمون	مقدار احتمال
بازده سهام	-۷۶/۶۰۷	۰/۰۰۰۰
کیفیت افشا	-۱۴/۴۸۳	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۹/۹۰۵۴	۰/۰۰۰۰
نسبت سود به قیمت	-۱۵/۱۴۷	۰/۰۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار	-۷/۰۵۹	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۱۶۵۴/۲۳	۰/۰۰۰۰
ساختار مالکیت	-۲۹/۷۰۷	۰/۰۰۰۰

متغیر	آماره آزمون	مقدار احتمال
نسبت آنی	-۱۱/۶۳۳	۰/۰۰۰۰
اندازه مؤسسه حسابرسی	-۱۲/۹۰۱	۰/۰۰۰۰
سابقه شرکت	-۶/۳۸۷	۰/۰۰۰۰

۸. برآورد الگو

پس از اطمینان از ایستایی متغیرها، سیستم معادلات همزمان با استفاده از روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای برآورد شده است که نتایج آن در نگاره‌های شماره ۳ و ۴ مشاهده می‌شود.

نگاره ۳:

متغیر وابسته: بازده سهام

روش: حداقل مربعات دومرحله‌ای (2SLS)

Instrument list: E/P E/P(-1) BV/MV Disc Disc(-1) Disc(-2)

متغیر	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
کیفیت افشا	۰/۱۳۰	۶/۷۲۷	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰۰۵
اندازه شرکت	۱/۷۱۳	۲/۰۹۹	۰/۸۱۵	۰/۰۴۴۸
نسبت سود به قیمت	-۰/۰۴۸	-۲/۰۱۰	۰/۰۲۳	۰/۰۳۶۲
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۰۷۸	۰/۹۵۰	۰/۰۸۲	۰/۳۴۲۱
مقدار ثابت	-۰/۱۴۲	-۱/۸۱۰	۰/۰۷۸	۰/۰۷۰۷
P-value (F)= ۰/۰۰۰		F=۱۶/۵۶۶		R ² = ۰/۲۹
		R ² (Adj)= ۰/۲۴		

نتایج مندرج در نگاره شماره ۳ نشان می‌دهد که ضریب متغیر کیفیت افشا مثبت و معنادار می‌باشد، بدین معنا که هر چه نمره‌ی افشای شرکا در یک دوره مالی بیشتر بوده، بازده سهام نیز در آن دوره زیاد است. همچنین با توجه به مقدار آماره F، در سطح کلیه شرکت‌ها، که برابر با ۱۶/۵۶۶ است، مدل در سطح ۹۵ درصد معنادار است.

نگاره ۴:

متغیر وابسته: کیفیت افشا

روش: حداقل مربعات دومرحله‌ای (2SLS)

Instrument list: SIZE SIZE(-1) GROW(-1) LEV(-1)

متغیر	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
بازده سهام	۰/۱۲۲	۷/۸۹۴	۰/۰۱۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	۲/۴۴۸	۰/۰۰۳	۰/۰۱۴
اهرم مالی	-۰/۰۲۰	-۰۲/۸۷۱	۰/۰۲۳	۰/۰۱۵
ساختار مالکیت	۰/۱۵۷	۱/۸۹۴	۰/۰۸۲	۰/۰۵۸
نسبت آنی	۹/۶۷۷	۱/۹۹۷	۴/۸۴۵	۰/۰۴۱
اندازه مؤسسه حسابرسی	۲/۳۰۷	۲/۸۴۶	۰/۸۱۰	۰/۰۱۵
سابقه شرکت	۱/۴۲۷	۰/۲۲۲	۶/۴۱۵	۰/۸۲۴
مقدار ثابت	۳/۵۹۹	۰/۱۶۶	۲۱/۵۹۵	۰/۸۶۷
$R^2 = ۰/۵۷۱$ $R^2 (Adj) = ۰/۵۳۶$ $F = ۳۲/۴۶۸$ $P\text{-value (F)} = ۰/۰۰۰۰$				

افزون بر این، مقدار R^2_{adj} برابر با ۰/۲۴ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می‌توان ۲۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد. نتایج مندرج در نگاره شماره ۴ نشان می‌دهد که ضریب متغیرهای بازده سهام، اندازه شرکت، ساختار مالکیت، نسبت آنی و اندازه مؤسسه حسابرسی مثبت و معنادار و ضریب اهرم مالی منفی که این امر مطابق با انتظار و مبانی نظری است. همچنین با توجه به مقدار آماره F ، در سطح کلیه شرکت‌ها، که برابر با ۳۲/۴۶۸ است، مدل در سطح ۹۵ درصد معنادار است. افزون بر این، مقدار R^2_{adj} برابر با ۰/۵۳۶ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می‌توان ۵۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

با توجه به نتایج مندرج در نگاره‌های شماره ۳ و ۴، (معنادار بودن ضریب کیفیت افشا در نگاره ۳ و همچنین معناداری ضریب متغیر بازده سهام در نگاره ۴، یک رابطه دوطرفه بین دو متغیر کیفیت افشا و بازده سهام وجود دارد و از این رو نتایج حاصل از سیستم معادلات همزمان، از اطمینان و صحت بیشتری نسبت به برآورد تک معادله‌ای، برخوردار است.

۹. نتیجه‌گیری

در زمینه ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات و بازده سهام شرکت‌ها، یک دوگانگی در مطالعات انجام شده وجود دارد. در حالی که برخی از مطالعات به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر بازده سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند، مطالعات دیگری نیز وجود دارد که تأثیر بازده سهام شرکت‌ها بر کیفیت افشا را مورد آزمون قرار داده‌اند. مشاهده شواهدی مبنی بر صحت هر دو رویکرد یاد شده، می‌تواند به معنی وجود یک رابطه دوطرفه بین این دو متغیر باشد، بنابراین برای بررسی این رابطه دوطرفه، می‌توان از سیستم معادلات همزمان به جای سیستم تک معادله‌ای استفاده کرد.

در این مطالعه به بررسی رابطه متقابل کیفیت افشا و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۹۰ پرداخته شده است. استفاده از روش حداقل مربعات معمولی در سیستم معادلات همزمان باعث می‌شود که تخمین‌های به دست آمده ناسازگار و تورش‌دار باشد و این موضوع نه تنها صحت نتایج به دست آمده را مورد تردید قرار می‌دهد، بلکه آزمون‌های معناداری نیز تحت تأثیر این تورش و ناسازگاری قرار می‌گیرد و ممکن است باعث بروز خطا در تحلیل‌های مبتنی بر این نتایج شود. بنابراین، این معادلات باید به صورت سیستمی برآورد شود تا از رخداد این مشکلات جلوگیری و نتایج به دست آمده از صحت و اطمینان بیشتری برخوردار باشد. در پژوهش حاضر، ابتدا با انجام آزمون علیت گرنجری، رابطه دوطرفه بین این دو متغیر مورد تأیید قرار گرفت و سپس سیستم معادلات همزمان با استفاده از روش رگرسیون دو مرحله‌ای برآورد شد. نتایج برآورد حاکی از وجود یک رابطه دوطرفه بین کیفیت افشا و بازده سهام است. بنابراین فرضیه پژوهش را نمی‌توان رد کرد. در مجموع، این نتایج با مبانی نظری پژوهش سازگاری کامل دارد. هم-چنین، در خصوص مقایسه نتایج پژوهش حاضر با نتایج سایر پژوهش‌های صورت پذیرفته در خارج از کشور، می‌توان بیان نمود که نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های کانگ (۲۰۰۴) و چی (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

با توجه به رابطه متقابل بین کیفیت افشای اطلاعات و بازده سهام و همچنین کارا نبودن بازار سرمایه (تالانه و هجران‌کش، ۱۳۹۰)؛ بهبود رویه‌های نظارتی، اصلاح مقررات، ثبات بیشتر در سیاست‌گذاری‌ها و ایجاد ساز و کار مناسب برای ارائه اطلاعات آگاهی‌بخش به سرمایه‌گذاران

می‌تواند به آن‌ها کمک کند تا به‌جای تصمیم‌گیری بر پایه اطلاعات مالی و غیرمالی به‌دست آمده از منابع غیر رسمی، با مطالعه متغیرهای معتبر حسابداری تصمیم‌گیری خود را بهبود بخشند.

۱۰. پیشنهادها

با تکیه بر نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر پیشنهادهای ذیل ارائه می‌شود:

۱. با توجه به اهمیت کیفیت افشای اطلاعات در بورس، به سازمان بورس و اوراق بهادار توصیه می‌شود که پاداش و مزایایی برای شرکت‌های با کیفیت افشای بالا و تنبیهاتی برای شرکت‌های با کیفیت افشای پایین در نظر گرفته شود تا شرکت‌ها در جهت ارتقای جایگاه خود از لحاظ کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب گام بردارند. بدین ترتیب، بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند از پیامدهای کیفیت افشای مناسب (از قبیل تخصیص بهینه منابع در اقتصاد و کارایی اطلاعاتی) بهره‌مند شود.

۲. به سرمایه‌گذاران، سهام‌داران و دیگر فعالان بازار سرمایه، به ویژه افرادی که دانش مالی اندکی در زمینه تجزیه و تحلیل گزارش‌های مالی دارند، پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیری در رابطه با خرید، نگهداری یا فروش سهام یک شرکت به رتبه بندی افشای آن توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران توجه نمایند.

۳. با توجه تاثیر متقابل بازده سهام روی کیفیت افشای شرکت‌ها، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که به منظور محاسبه کردن رتبه افشای شرکت‌ها، این متغیر ویژه را نیز در نظر داشته باشد.

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، پیشنهادها برای پژوهش‌های بعدی عبارتند از:

۱. به پژوهش‌گران آینده پیشنهاد می‌شود که در پژوهشی مشابه با پژوهش حاضر، موضوع مورد بحث را در سطح هر یک از صنایع مورد بررسی قرار داده و با نتایج پژوهش حاضر مقایسه کنند.

۲. بررسی رابطه متقابل بین ویژگی‌های مالی و غیرمالی شرکت‌ها با افشای اجباری اطلاعات.

۳. بررسی رابطه متقابل بین ویژگی‌های مالی و غیرمالی شرکت‌ها با افشای اجباری

اطلاعات.

۴. بررسی تأثیر نوع بازاری که شرکت در آن فعالیت می‌کند (بازار اول یا دوم) بر کیفیت

افشا.

۱۱. محدودیت‌های پژوهش

نبود داده‌های مورد نیاز و قابل اتکا برای محاسبه متغیرهای پژوهش در مورد برخی از شرکت‌ها موجب حذف آن‌ها از نمونه آماری شد که این امر بر قابلیت تعمیم نتایج به جامعه آماری تأثیر می‌گذارد.

یادداشت‌ها

- | | |
|-----------------------------|----------------------------|
| 1. Barry and Brown | 2. Coles and Loewenstein |
| 3. Handa and Linn | 4. Clarkson |
| 5. Inchausti | 6. Dye and Sridhar |
| 7. Simultaneous Equations | 8. Semantical Level |
| 9. Hendriksen and Van Breda | 10. Desai |
| 11. Bushman and Smith | 12. Diamond and Verrecchia |
| 13. Espinosa and Trombetta | 14. Hussainey and mouselli |
| 15. Jensen and Meckling | 16. Karamanou and Vafeas |
| 17. Singhavi and Desai | 18. Owusu-Ansah |
| 19. Healy | 20. Gelb and Zarowin |
| 21. Granger | |

منابع

الف. فارسی

باقرزاده، سعید (۱۳۸۴). بررسی عوامل مؤثر بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ پاره‌ای شواهد تجربی. *مجله تحقیقات مالی*، ۱۹: ۶۳-۲۵

تالانه، عبدالرضا و هجران‌کش راد، حدیث (۱۳۹۰). بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و نیمه قوی. *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. ۱۲: ۸۱-۶۴.

پورحیدری، امید و عرب‌آبادی، رحیم (۱۳۹۳). رابطه تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری

در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱: ۵۶-۳۱.

پورحیدری، امید و همتی، داود (۱۳۸۳). بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش، و مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۱: ۶۳-۴۷.

حساس‌یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشد (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و شفافیت. حسابدار، ۲۰۳: ۷۴-۷۹.

خواجوی، شکراله و ممتازیان، علیرضا (۱۳۹۲). بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، در جریان چاپ.

خدای پور، احمد، خورشیدی، علیرضا و شیرزاد، علی (۱۳۹۲). اثر کیفیت افشا بر انواع مدیریت سود. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰: ۳۵-۲۱.

خواجوی، شکراله و ناظمی، امین (۱۳۸۴). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۰: ۶۰-۳۷.

دستگیر، محسن و بزازاده، حمیدرضا (۱۳۸۵). تأثیر افشا بر ریسک سیستماتیک. پژوهش‌نامه اقتصادی، ۲۰: ۲۳۵-۲۵۰.

دستگیر، محسن و خدابنده، رامین (۱۳۸۲). ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت جریان وجه نقد با بازده سهام. مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ۳۸: ۱۱۲-۱۰۰.

سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب. سایت بورس اوراق بهادار تهران.

ستایش، محمد حسین و کاظم نژاد، مصطفی (۱۳۹۱). شناسایی و تبیین عوامل موثر بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۶۲: ۷۹-۴۹.

شعری، صابر و مرفوع، محمد (۱۳۸۶). رابطه درصد اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره

و سرمایه‌گذاران نهادی با پیش‌بینی سود شرکت‌ها. *مطالعات حسابداری*، ۱۷: ۶۳-۱۰۴
 محمدی، محمد (۱۳۸۸). بررسی کیفیت سود شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته
 شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی/ارشد*، دانشگاه شیراز.
 نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی محصول و بازده
 سهام. *مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی*، ۳: ۹-۲۷

ب. انگلیسی

- Alsaeed, K. (2005). The association between firm characteristics and disclosure. *Journal of American Academy of Business*, 7(1), 310-321.
- Barry, C. B. & Brown, S. J. (1985). Differential information and security market equilibrium. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(2), 407-422.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 65-87.
- Buzby, S. L. (1975). Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure. *Journal of Accounting Research*, 13(1), 16-37.
- Chaudhry, R. (2014). An interactive disclosure on stock price volatility applied to stock market. *International Journal of Management*, 2(7), 8-11
- Chen, S., X. Chen & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499-536.
- Chi L. C. (2009). Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. *Expert Systems with Applications*, 36(1), 11198-11203.
- Clarkson, P. M., Guedes, J. & Thompson, R. (1996). On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(2), 69-84.
- Coles, J. L. and Loewenstein, U. (1988). Equilibrium pricing and portfolio composition in the presence of uncertain parameters. *Journal of Financial Economics*, 22(1), 279-303.
- Desai, H., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2004). Value-glamour and accruals mispricing: One anomaly or two? *The Accounting*

- Review*, 79(2), 355–385.
- Diamond, D. W. & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(1), 1325-1359.
- Dye, R. A. & Sridhar, S. S. (1995). Industry-wide disclosure dynamics. *Journal of Accounting Research*, 33(1), 157-174.
- Espinosa, M. N. & Trombetta, M. (2007). Disclosure interactions and the cost of equity capital: Evidence from the Spanish continuous market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1), 1371-1392.
- Fadaei, A., & Esmailzadeh Maghari, A. (2014). Investigating the relationship between disclosure quality and capital structure on financial success. *Management Science Letters*, 4(11), 2357-2362.
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall. Inc.
- Gelb, D., & Zarowin, P. (2000). Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. Working Paper, New York University, New York, NY.
- Granger, C. W. (1986). Developments in the study of cointegrated economic variables. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48(3), 213-228.
- Handa, P. & Linn, S. C. (1993). Arbitrage pricing with estimation risk. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(2), 81-100.
- Healy, P., Hutton, A., & Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(1), 485–520.
- Hendriksen, E. S. & Van Breda, M. F. (1992). *Accounting Theory*, 5th edition. Homewood, IL: Irwin Inc.
- Hussainey, K., & Walker, M. (2009). The effects of voluntary disclosure and dividend propensity on prices leading earnings. *Accounting and Business Research*, 39(1), 37-55.
- Hussainey, K., & Mouselli, S. (2010). Disclosure quality and stock returns in the UK. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(1), 154-174
- Inchausti, B. J. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6(1), 45-68.
- Jaiho Chung, J., Hyungseok K., Woojin K., & Yong Keun Y. (2012). Effects of disclosure quality on market mispricing: Evidence from

- derivative-related loss announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39 (7-8), 936-959.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. R., Marshall, B. B., & Pugh, W. N. (2006). Does quantity reflect quality? Financial disclosure size and future performance. *Managerial Finance*, 32(1), 39-50.
- Kang, H. G. (2004). Disclosure-risk Premium: Asset Pricing under Asymmetric Information, Manipulation and Ambiguity. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract/4612922>
- Karamanou, I. & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earning forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453-486.
- Liardo, L. (2009). Association between Company Characteristics and Disclosure Quality of Public Announcements: The case of Tallinn, Riga and Vilnius Stock Exchanges. Working Paper, [Online]. www.ssrn.com.
- Ng, J. (2011). The effect of information quality on liquidity risk. *Journal of Accounting and Economics*, 52, 126-143.
- Owusu-Ansah, S. (2000). Timeliness of corporate financial reporting in emerging capital markets: Empirical evidence from the Zimbabwe Stock Exchange. *Accounting and Business Research*, 30, 241-254.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, 4(2), 261-280.
- Singhavi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129-138.
- Wallace, R. S. O., Naser, K., & Mora, A. (1994). The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*. 25(97), 41.