

تأثیر کیفیت افشا بر رابطه ارزشی اقلام صورت‌های مالی

اعظم ولی‌زاده لاریجانی^{۱*}، ویدا مجتهدزاده^۲، رضوان حجازی^۳

۱- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا

azam_valizade@yahoo.com

۲- استاد حسابداری و عضو هیأت علمی دانشگاه الزهرا

vida.mojtahed@gmail.com

۳- استاد حسابداری و عضو هیأت علمی دانشگاه الزهرا

hejazi33@yahoo.com

چکیده

اطلاعات حسابداری با کیفیت، شرط لازم برای کارکرد سالم بازارهای سرمایه و به طور کلی اقتصاد است و اهمیت زیادی برای سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری دارد. با توجه به این موضوع، در این پژوهش، تأثیر کیفیت افشا بر رابطه ارزشی اقلام صورت‌های مالی بررسی شده است. به این منظور ابتدا رابطه ارزشی اقلام صورت‌های مالی و رابطه ارزشی ویژگی‌های کیفیت افشا با بازده آتی سهام آزمون شد. سپس، تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین اقلام صورت‌های مالی با بازده آتی سهام بررسی شد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ است. در روش پژوهش از تحلیل رگرسیون داده‌های ترکیبی (مدل اثرات ثابت زمانی و مدل اثرات تصادفی زمانی) و نیز از آزمون والد استفاده شد. نتایج پژوهش حاکی از وجود رابطه معنی‌دار بین اقلام صورت‌های مالی (به استثنای سود عملیاتی و نسبت بدهی) و ویژگی‌های قابلیت اتکا و به موقع بودن اطلاعات مالی با بازده آتی سهام است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه ارزشی اقلام صورت‌های مالی با بازده آتی سهام تأثیر معنی‌داری ندارد.

واژه‌های کلیدی: بازار سرمایه، کیفیت افشا، صورت‌های مالی.

مقدمه

رشد و توسعه اقتصادی، نیازمند برخورداری از بازار سرمایه گسترده و کارا است. بازار سرمایه، سازوکاری فراهم می‌کند که امکان تبدیل پس‌اندازهای اندک به سرمایه‌گذاری‌های کلان اقتصادی براساس تخصیص بهینه منابع فراهم شود. در بورس‌های اوراق بهادار، انتخاب و تصمیم‌گیری در خصوص گزینه‌های بهینه سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران به معضل بزرگی تبدیل شده است. براساس نظریه تصمیم^۱، شخص تصمیم‌گیرنده در شرایط نامطمئن قرار داد و از بین گزینه‌های پیش‌رو، بهترین گزینه را انتخاب می‌کند. [۲۱]. در راستای کاهش این عدم اطمینان، آن‌ها همواره در معرض اطلاعات متفاوتی قرار دارند که باید در فرایند تصمیم‌گیری‌های خود به این اطلاعات توجه نمایند. سرمایه‌گذاران همواره با کسب اطلاعات جدید، انتظارات قبلی خود را تعدیل و در جهت حداکثر کردن مطلوبیت خود تلاش می‌کنند [۵].

اما یکی از پرسش‌های مطرح این است که معیار انتخاب و ارزیابی سرمایه‌گذاران در زمان انتخاب سهام شرکت‌ها چیست؟ با شکل‌گیری مبحث تفکیک مالکیت از مدیریت و ایجاد تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و مدیران آن‌ها از موضوع‌های مورد توجه قشرهای مختلف مانند اعتباردهندگان، مالکان، دولت و حتی مدیران شده است. از نظر سرمایه‌گذاران، میزان افزایش ثروت چه از طریق افزایش قیمت و ارزش شرکت و چه از طریق سود نقدی حائز اهمیت است. بنابراین، بازده سهام معیار با اهمیتی در تصمیم‌گیری‌های مالی سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود.

برای کارکرد سالم بازارهای سرمایه، وجود اطلاعات حسابداری با کیفیت ضروری است. اطلاعات حسابداری زمانی مربوط تلقی می‌شود که بتواند به سرعت به نیازهای استفاده‌کنندگان پاسخ دهد [۱۸]. رابطه ارزشی یکی از مشخصه‌های اصلی کیفیت صورت‌های مالی است [۱۰] که به صورت دقیق به معنی رابطه بین مقادیر حسابداری و ارزش‌های بازار سهام تعریف شده است. رابطه ارزشی صورت‌های مالی به معنی میزان توانایی اطلاعات مالی مندرج در صورت‌های مالی در توضیح ارزش‌های بازار سهام است [۲۴]. بنابراین، زمانی که اطلاعات صورت‌های مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران مربوط تلقی شود، بین اطلاعات حسابداری و ارزش‌ها یا بازده‌های سهام رابطه آماری با اهمیت مشاهده می‌گردد [۲۳].

از سوی دیگر تصمیم‌گیری درست برای سرمایه‌گذاری در سطح بنگاه‌های اقتصادی و تخصیص بهینه منابع کمیاب در جامعه، مستلزم وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه است. استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، بالاخص سرمایه‌گذاران، برای تصمیم‌گیری در زمینه خرید و فروش سهام، سودآوری و بازدهی شرکت نیازمند اطلاعات مالی شفاف هستند. اطلاعات افشا شده از سوی شرکت باید قابل اتکا و مربوط باشد به شکلی که استفاده‌کنندگان را در اتخاذ تصمیمات مؤثر، یاری کند. این اطلاعات باید به گونه‌ای باشد که سرمایه‌گذاران را قادر به درک وضعیت مالی، تغییرات وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت کند [۱۵]. اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا پیش‌نیاز کارکرد خوب بازارهای سرمایه و مجموعاً اقتصاد است و به همین دلیل مورد توجه ویژه سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها و استاندارداردگذاران است

نموده و از این طریق، بازده آتی سرمایه‌گذاری خود را پیش‌بینی می‌کنند [۲۱].

هیأت استانداردهای حسابداری بین‌المللی^۱ در چارچوب مفهومی گزارشگری مالی^۲، هدف از گزارشگری مالی با اهداف عمومی را فراهم کردن اطلاعات مالی درباره واحد گزارشگر بیان نموده است؛ به گونه‌ای که برای سرمایه‌گذاران، وام‌دهندگان و سایر اعتباردهندگان بالفعل و بالقوه در زمان تصمیم‌گیری درخصوص فراهم کردن منابع برای واحد گزارشگر، مفید واقع شود. این تصمیم‌ها شامل خرید، فروش و یا نگهداری ابزارهای مالکانه یا بدهی واحد گزارشگر و پرداخت وام یا سایر اشکال اعتبار به آن است [۱۶].

سرمایه‌گذاران در موقعیتی نیستند که بتوانند به صورت مستقیم از عملکرد شرکتی اطلاع یابند، که مایل هستند در آن سرمایه‌گذاری کنند. از این رو، اغلب به استفاده از صورت‌های مالی تهیه شده توسط مدیریت شرکت اکتفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران منطقی در بین همه اطلاعات در دسترس عموم، به گزارش‌ها و افشاهای مالی برای ارزیابی ریسک و ارزش شرکت اتکا می‌کنند [۱۸].

پژوهش‌های تجربی بسیاری در سال‌های اخیر نشان داده‌اند که اقلام صورت‌های مالی واحدهای تجاری نقش با اهمیتی در شکل‌گیری ارزش‌های بازار سهام دارند [۱۱]. در این راستا، برخی از پژوهش‌های به رابطه ارزشی سود تقسیمی اشاره کرده و واکنش بازار به اعلام سود تقسیمی را نشان داده‌اند [۸]. همچنین برخی دیگر به رابطه بین بازده سهام و اقلام صورت‌های مالی مانند ارزش دفتری دارایی‌ها [۱۸، ۱۱، ۲۶]. جریان‌های نقدی سود خالص، جریان‌های نقد عملیاتی،

[۱۴]. از معیارهای مهم کیفیت افشا به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات است [۲۰].

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین اقلام صورت‌های مالی و بازده آتی سهام است. به این منظور، ابتدا رابطه بین اقلام صورت‌های مالی با بازده سهام و رابطه بین کیفیت افشا و بازده سهام آزمون شد. سپس تأثیر کیفیت افشا بر رابطه ارزشی اقلام صورت‌های مالی مورد بررسی قرار گرفت.

این پژوهش حداقل از دو جنبه دارای نوآوری است. اول، در بررسی رابطه بین اقلام صورت‌های مالی و بازده سهام، سعی شده است که اقلام صورت‌های مالی از همه صورت‌های مالی اساسی (ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد) انتخاب شوند؛ در حالی که این موضوع در پژوهش‌های پیشین مصداق ندارد. دوم، در بسیاری از پژوهش‌های تجربی گذشته، رابطه بین کیفیت افشا و قیمت سهام یا بازده سهام آزمون شده اما تاکنون تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین اقلام صورت‌های مالی و بازده سهام بررسی نشده است.

ادبیات و فرضیه‌های پژوهش

بر اساس نظریه تصمیم، شخص تصمیم‌گیرنده در شرایط نامطمئن قرار دارد و می‌تواند از بین گزینه‌های مختلف، بهترین گزینه را انتخاب نماید. همچنین وی می‌تواند پس از تصمیم‌گیری، با کسب اطلاعات بیشتر در دیدگاه خود تجدیدنظر کرده و انتخاب خود را تغییر دهد. اطلاعات حسابداری و صورت‌های مالی، اطلاعات اضافه‌ای که برای تصمیم‌گیری‌ها سودمند است را فراهم کرده و از این رو به نظریه تصمیم‌گیری مربوط هستند. سرمایه‌گذاران با استفاده از صورت‌های مالی، استمرار اخبار خوب یا بد را در آینده برآورد

1 International Accounting Standards Board (IASB)

2 The Conceptual Framework for Financial Reporting

مطالعات تجربی در خصوص افشا، نشان داده است که افزایش اطلاعات عمومی، ارزش شرکت را از طریق کاهش هزینه سرمایه شرکت و یا افزایش جریان های نقد متعلق به سهامداران و یا هر دو، افزایش می دهد. نوع افشا (افشای اختیاری یا افشای اجباری) نیز می تواند در تجزیه و تحلیل های سهام شرکت، با اهمیت تلقی شود [۶].

از معیارهای مهم کیفیت افشا به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات است [۲۰]. یکی از ابزارهای مهم برای نشان دادن کیفیت افشای شرکت ها، رتبه بندی آنها براساس امتیاز افشا است. در واقع، رتبه شرکت می تواند نشان دهنده میزان اعتبار و قدرت آن باشد. با توجه به این موضوع، برخی از کشورها اقدام به رتبه بندی شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار خود کرده اند. در ایران نیز سازمان بورس و اوراق بهادار، ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را از نظر کیفیت افشا و اطلاع رسانی رتبه بندی نموده است. امتیاز اطلاع رسانی ناشران براساس وضعیت اطلاع رسانی آنها از نظر قابلیت اتکا و به موقع بودن ارسال اطلاعات، تعیین شده است. معیار به موقع بودن بر اساس زمان ارسال اطلاعات توسط شرکت در مقاطع تعیین شده در "دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان" (مصوب سال ۱۳۸۷) و با لحاظ نمودن میزان تاخیر در ارسال اطلاعات، محاسبه شده است. میزان نوسان ها و تغییرات در پیش بینی های ارسالی و همچنین تفاوت های بین مبالغ پیش بینی شده و عملکرد واقعی حسابرسی شده، معیار قابلیت اتکا در این محاسبات است [۱].

از این رو، گروه دوم فرضیه های پژوهش به شرح زیر مطرح شده است:

نسبت بدهی [۱۸]، سود عملیاتی [۱۳] و ارقام تعهدی [۳] [اشاره کرده اند.

از این رو، گروه اول فرضیه های پژوهش با توجه به ادبیات پژوهش و تکرار متغیرهای مورد استفاده در پژوهش های گذشته به شرح زیر مطرح شده است:

۱- سود خالص با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی دار دارد.

۲- سود عملیاتی با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی دار دارد.

۳- جریان های نقد عملیاتی خالص با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی دار دارد.

۴- میزان ارقام تعهدی با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی دار دارد.

۵- سود تقسیمی با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی دار دارد.

۶- نسبت بدهی با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی دار دارد.

براساس نظریه نمایندگی، بین مدیران شرکت و مالکان آن، تضاد منافی وجود دارد که تا حدودی از طریق گزارشگری مالی کاهش می یابد. حداقل کردن مخارج نظارت بر نمایندگی، انگیزه ای اقتصادی برای مدیران است؛ تا نتایج حسابداری را به شکلی قابل اتکا به مالکان گزارش کنند. این انگیزه از آنجا ناشی می شود که مدیران، حداقل تا حدودی بر مبنای اینکه گزارشگری توسط آنها تا چه حد منصفانه و سالم است، قضاوت و تشویق می شوند. گزارشگری منصفانه و سالم، حسن شهرت مدیر را افزایش می دهد، که این امر خود به پاداش های بیشتر منجر می شود. از این رو، نظریه نمایندگی، چارچوبی برای تجزیه و تحلیل انگیزه های گزارشگری مالی بین مدیران و مالکان فراهم می کند [۲۵].

آینده، در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی آن‌ها تأثیرگذار است. از دیدگاه سرمایه‌گذاران، اطلاعات مربوط به آن‌ها یاری می‌رساند.

از این رو، گروه سوم فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح شده است:

- ۱- ویژگی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه سود خالص با بازده آتی سهام شرکت، تأثیر معنی‌دار دارد.
- ۲- ویژگی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه سود عملیاتی با بازده آتی سهام شرکت، تأثیر معنی‌دار دارد.
- ۳- ویژگی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه جریان‌های نقد عملیاتی خالص با بازده آتی سهام شرکت، تأثیر معنی‌دار دارد.
- ۴- ویژگی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه میزان ارقام تعهدی با بازده آتی سهام شرکت، تأثیر معنی‌دار دارد.
- ۵- ویژگی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه تقسیمی با بازده آتی سهام شرکت، تأثیر معنی‌دار دارد.
- ۶- ویژگی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه نسبت بدهی با بازده آتی سهام شرکت، تأثیر معنی‌دار دارد.

پیشینه پژوهش

کاروناراتن و راجاپاکس^۲ (۲۰۱۲)، بیان کردند که سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های ذی‌نفع در زمان تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری از صورت‌های مالی و سایر افشاهای مالی در جهت ارزیابی ریسک و ارزش شرکت استفاده می‌کنند. آن‌ها مربوط بودن اطلاعات مالی - که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم از صورت‌های مالی استخراج شده است - و به ویژه مربوط

۱- ویژگی قابلیت اتکای اطلاعات با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی‌دار دارد.

۲- ویژگی به موقع بودن اطلاعات با بازده آتی سهام شرکت، رابطه معنی‌دار دارد.

براساس نظریه علامت‌دهی، شرکت‌ها به منظور دستیابی به منابع محدود سرمایه با هم در رقابت هستند. اگر شرکت به لحاظ گزارشگری مالی خوشنام باشد و اعتماد سرمایه‌گذاران را به خود جلب کند، در جذب سرمایه موفق‌تر خواهد بود. گزارش‌های قابل اتکا و به موقع باعث می‌شود که افراد بتوانند به درستی چشم‌اندازهای آتی شرکت را ارزیابی نمایند. این امر باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و همچنین نرخ بازده مورد انتظار شده و از این رو، کاهش هزینه سرمایه را به دنبال خواهد داشت. افشای داوطلبانه اطلاعات باعث می‌شود عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و بازار کاهش یابد و در نتیجه تعداد بیشتری از سهام شرکت مورد معامله قرار گیرد. بنابراین، با افزایش تقاضا، قیمت سهام و ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد [۷].

به طور کلی، سرمایه‌گذاران با توجه به واکنش کامل و به موقع به اطلاعات، به دو گروه آگاه و ناآگاه تقسیم می‌شوند [۱۹]. چنانچه آن‌ها در زمان تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، اطلاعات و ویژگی‌های قابلیت اتکا و به موقع بودن آن را با اهمیت تلقی نمایند، احتمال بیشتری وجود دارد که در تصمیم‌گیری‌های خود از احساس به دور و منطقی‌تر باشند [۱۷]. براساس دیدگاه هلستورن^۱ (۲۰۰۵)، مربوط بودن و قابل اتکا بودن ویژگی‌های کلیدی اطلاعات مالی مورد استفاده در تصمیمات ارزش‌گذاری است. اطلاعات مربوط، اطلاعاتی است که با کمک به استفاده کنندگان در ارزیابی وقایع گذشته، حال و

آزمون شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که شفافیت سود بالاتری دارند هزینه سرمایه سهام عادی کمتری را تجربه می‌کنند.

روش پژوهش

جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که اطلاعاتشان برای دوره ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ بررسی شد. انتخاب نمونه از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معیارهای زیر انجام پذیرفت:

- ۱- نام شرکت تا پایان سال ۱۳۸۲ در فهرست بورس درج شده باشد.
- ۲- شرکت در بخش واسطه‌گری‌های مالی فعالیت نداشته باشد.^۴
- ۳- پایان سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۴- شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد.
- ۵- شرکت طی دوره مورد مطالعه زیان‌ده و همچنین مشمول مفاد ماده ۱۴۱ اصلاحیه قانون تجارت نشده باشد.
- ۶- نماد معاملاتی شرکت طی سال‌های مورد مطالعه فعال و حداقل یک بار در سال معامله شده باشد.
- ۷- نماد معاملاتی شرکت به تابلوی غیررسمی بورس منتقل نشده باشد و یا شرکت از بورس اخراج نشده باشد.
- ۸- اطلاعات شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.

بودن سود خالص و جریان‌های نقد (رابطه ارزشی آن‌ها با قیمت‌های سهام) را بررسی کردند. نمونه انتخابی آن‌ها یکصد شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کلمبو^۱ طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۸ بوده است. نتایج تجربی تحقیق آن‌ها نشان داد که متغیر سود هر سهم مربوطترین قلم صورت‌های مالی است و دومین متغیر مربوط، جریان‌های نقد حاصل از سرمایه‌گذاری است.

الاکرا و علی^۲ (۲۰۱۲)، اثر افزایش افشای اختیاری که ناشی از خصوصی‌سازی و تغییر ساختار راهبری شرکتی است را بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اردن^۳، طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۴ بررسی کردند و نشان دادند که افزایش افشای اختیاری موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود.

مجتهدزاده و قدرتی (۱۳۹۱)، با بررسی اثر بی‌قاعدگی ارقام تعهدی بر قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ به این نتیجه رسیدند که ارقام تعهدی سود بر بازده سهام و در نتیجه قیمت شرکت‌ها اثرگذار است. همچنین رابطه منفی معنی‌داری بین ارقام تعهدی و بازده سهام وجود دارد. علاوه بر این، آن‌ها بیان کردند که این نتایج با کنترل سایر عوامل تأثیرگذار مانند صرف ریسک بازار، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت همچنان ثابت می‌ماند.

کردستانی و علوی (۱۳۹۰)، به مطالعه رابطه بین شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداختند. فرضیه پژوهش به دو روش آماری داده‌های مقطعی و ترکیبی

۴ در صورتی که شرکت عضو نمونه آماری، شرکت هلدینگ باشد، از صورت‌های مالی شرکت اصلی آن استفاده می‌شود.

1 Colombo
2 Al-Akra and Ali
3 Jordan

P_{it} : سود حاصل از کل فعالیت‌های شرکت در پایان سال مالی است (متغیر مستقل).

OP_{it} : سود حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت در پایان سال مالی است (متغیر مستقل)

OCF_{it} : خالص جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت در پایان سال مالی است (متغیر مستقل).

DIV_{it} : سود تقسیمی مصوب مجمع عمومی عادی سالیانه صاحبان سهام شرکت است (متغیر مستقل).

ACC_{it} : ارقام تعهدی شرکت که موجب متفاوت شدن سود خالص از جوه نقد عملیاتی می‌شود. ارقام تعهدی، از تفاوت سود قبل از ارقام غیر مترقبه و جریان‌های نقد عملیاتی در پایان سال مالی به دست می‌آید (متغیر مستقل).

LEV_{it} : نسبت بدهی است که از تقسیم ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال مالی حاصل می‌شود (متغیر مستقل).

A_{it} : ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال مالی است (متغیر مستقل).

$SIZE_{it}$: لگاریتم ارزش بازار شرکت که به صورت حاصلضرب تعداد سهام منتشر شده شرکت در قیمت سهام در پایان سال مالی محاسبه می‌شود (متغیر کنترلی) [۸].

برای بررسی رابطه کیفیت افشا و بازده آتی سهام، معیارهای امتیاز قابلیت اتکای اطلاعات و امتیاز به موقع بودن اطلاعات در نظر گرفته و مدل شماره ۲ آزمون شد [۴، ۲۰، ۱۲].

(۲)

$RET_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 RS_{it} + \alpha_2 TS_{it} + \alpha_3 ASIZE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 G_{it} + \varepsilon_{it}$
 RS_{it} : ویژگی قابلیت اتکای اطلاعات است که امتیاز آن توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به

به توجه به شرایط فوق، تعداد ۸۶ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب و بررسی شدند.

مدل‌های آماری پژوهش

این پژوهش با استفاده از طرح پژوهش همبستگی و به کارگیری نرم‌افزار Eviews و نیز استفاده از داده‌های ترکیبی اجرا شد. در این پژوهش، ابتدا به منظور آزمون فرضیه‌های گروه اول و دوم، رابطه عامل صورت‌های مالی و عامل کیفیت افشا با بازده آتی سهام به صورت جداگانه و به روش رگرسیون چندگانه آزمون شد. سپس برای بررسی فرضیه‌های گروه سوم، تأثیر عامل کیفیت افشا بر رابطه بین عامل صورت‌های مالی با بازده سهام بررسی گردید. همچنین برای تعیین اثرگذاری کیفیت افشا و مقایسه ضرایب مختلف مدل از آزمون والد استفاده گردید.

برای بررسی رابطه بین ارقام صورت‌های مالی و بازده سهام، معیارهای سود خالص [۱۸]، سود عملیاتی [۱۳، ۱۸]، خالص جریان‌های نقد عملیاتی، نسبت بدهی [۱۸]، ارزش دفتری دارایی‌ها [۱۱، ۲۶]، ارقام تعهدی [۳] و سود تقسیمی [۸] در نظر گرفته و مدل شماره ۱ آزمون شد [۹، ۱۸، ۱۴].

(۱)

$$RET_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 P_{it}/A_{it} + \alpha_2 OP_{it}/A_{it} + \alpha_3 OCF_{it}/A_{it} + \alpha_4 DIV_{it}/A_{it} + \alpha_5 ACC_{it}/A_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

RET_{it} : بازده سهام تعدیل شده نسبت به بازده بازار است. بازده سهام شرکت به صورت تفاوت قیمت سهام بین دو تاریخ مجمع عمومی عادی سالیانه (از تاریخ ۱۳۳۰/۰۵/۰۱ تا تاریخ ۱۳۳۱/۰۵/۰۱)، به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهام مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره محاسبه می‌شود (متغیر وابسته).

افشا و اطلاع‌رسانی که خود تابعی از امتیاز قابلیت اتکای اطلاعات و امتیاز به موقع بودن اطلاعات است، در نظر گرفته و مدل شماره ۳ آزمون شد.

(۳)

$$RET_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 P_{it}/A_{it} + \alpha_2 OP_{it}/A_{it} + \alpha_3 OCF_{it}/A_{it} + \alpha_4 DIV_{it}/A_{it} + \alpha_5 ACC_{it}/A_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 DS_{it} + \alpha_8 P_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_9 OP_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{10} OCF_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{11} DIV_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{12} ACC_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{13} LEV_{it} * DS_{it} + \alpha_{14} SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

DS_{it} : ویژگی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی است که امتیاز آن توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت سالانه محاسبه شده و از طریق سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران بورس و اوراق بهادار در اختیار عموم قرار می‌گیرد. امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی براساس امتیاز قابلیت اتکای اطلاعات و امتیاز به موقع بودن اطلاعات محاسبه می‌شود [۱]. در این تحقیق، برای استانداردسازی امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی، امتیازات منتشر شده از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار بر روی یک طیف از کوچک به بزرگ مرتب شده و به چهار طبقه تقسیم شدند. سپس برای هر یک از طبقات مذکور، رتبه‌های ۱ تا ۴ در نظر گرفته شد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

با استفاده از مدل شماره ۱، رابطه ارزشی اقلام صورت‌های مالی با بازده آتی سهام به روش رگرسیون داده‌های ترکیبی با مدل اثرات ثابت زمانی^۱ بررسی شد که نتایج آن در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود با توجه به آماره F (pvalue < ۰/۰۰۱)، می‌توان ادعا کرد که مدل معنی‌دار است. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۲۶/۳ درصد از بازده آتی سهام به وسیله متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است. از سوی دیگر،

صورت سالانه محاسبه شده و از طریق سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران بورس و اوراق بهادار در اختیار عموم قرار می‌گیرد. معیار محاسبه امتیاز قابلیت اتکای اطلاعات، میزان نوسان‌ها و تغییرات در پیش‌بینی‌های درآمد هر سهم شرکت و همچنین تفاوت‌های بین مبالغ پیش‌بینی شده و عملکرد واقعی حسابرسی شده آن است (متغیر مستقل) [۱].

TS_{it} : ویژگی به موقع بودن اطلاعات است که امتیاز آن توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به صورت سالانه محاسبه شده و از طریق سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران بورس و اوراق بهادار در اختیار عموم قرار می‌گیرد. امتیاز به موقع بودن اطلاعات براساس زمان ارسال اطلاعات (پیش‌بینی‌های درآمد هر سهم، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده، صورت وضعیت پرتفوی، اظهارنظرهای حسابرس نسبت به پیش‌بینی درآمد هر سهم اولیه و شش‌ماهه و صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای شش‌ماهه، صورت‌های مالی حسابرسی نشده و شده پایان دوره مالی و برنامه زمانبندی پرداخت سود سهامداران) توسط شرکت در مقاطع تعیین شده در "دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان" (۱۳۸۷) و با لحاظ نمودن میزان تاخیر در ارسال اطلاعات، محاسبه شده است (متغیر مستقل) [۱].

$ASIZE_{it}$: از تقسیم ارزش دفتری دارایی‌ها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی، حاصل می‌شود (متغیر کنترلی) [۱۳].

G_{it} : از تقسیم سود عملیاتی سال جاری به سود عملیاتی سال گذشته حاصل می‌شود (متغیر کنترلی) [۱۳].

برای بررسی تأثیر کیفیت افشا بر رابطه اقلام صورت‌های مالی و بازده آتی سهام، معیار امتیاز کیفیت

1 Time-Fixed Effect Model

با بازده آتی سهام رابطه معنی‌داری (در سطح معنی‌داری ۵ درصد) وجود ندارد. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران در زمان خرید و فروش و قیمت‌گذاری سهام به اطلاعات مربوط به سود عملیاتی و اهرم مالی شرکت به صورت با اهمیت توجهی ندارند.

مقدار آماره دوربین واتسون (بین ۱/۵ تا ۲/۵) نشان می‌دهد که بین خطاهای مدل، استقلال نسبی وجود دارد. علاوه بر این، بین سود خالص، جریان‌های نقد عملیاتی، سود تقسیمی و اقلام تعهدی با بازده آتی سهام رابطه مثبت معنی‌دار (در سطح معنی‌داری ۵ درصد) وجود دارد. همچنین، بین سود عملیاتی و نسبت بدهی

جدول شماره ۱: نتایج آزمون فرضیه‌های گروه اول

$$RET_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 P_{it}/A_{it} + \alpha_2 OP_{it}/A_{it} + \alpha_3 OCF_{it}/A_{it} + \alpha_4 DIV_{it}/A_{it} + \alpha_5 ACC_{it}/A_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	سطح معنی‌داری	مقدار آماره t
P/A	۰/۵۶۶	۰/۰۰۰*	۶/۰۱۳
OP/A	۰/۰۶۰	۰/۶۵۸	۰/۴۴۳
OCF/A	۰/۱۷۸	۰/۰۱۷*	۲/۳۸۹
DIV/A	۰/۲۷۲	۰/۰۰۰*	۵/۳۸۹
ACC/A	۰/۱۵۴	۰/۰۰۲*	۳/۱۲۱
LEV	-۰/۰۱۲	۰/۸۹۳	-۰/۱۳۴
SIZE	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۱*	-۲/۳۱۸
آماره F	۳۶/۰۹۹		
معنی‌داری آماره F	۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۶۳		
آماره دوربین واتسون	۱/۹۶۸		

*: معنی‌دار در سطح خطای ۵ درصد

متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است. از سوی دیگر، مقدار آماره دوربین واتسون (بین ۱/۵ تا ۲/۵) نشان می‌دهد که بین خطاهای مدل، استقلال نسبی وجود دارد. مطابق با نتایج آزمون، بین امتیاز قابلیت اتکا و امتیاز به موقع بودن اطلاعات مالی شرکت با بازده آتی سهام آن رابطه مثبت معنی‌دار (در سطح معنی‌داری ۵ درصد) وجود دارد. از این رو، می‌توان گفت که به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران نسبت به ویژگی‌های قابلیت اتکا و به موقع بودن واکنش مثبت نشان می‌دهند.

با استفاده از مدل شماره ۲، رابطه ارزشی ویژگی‌های کیفیت افشا (امتیاز قابلیت اتکا و امتیاز به موقع بودن)، با بازده آتی سهام به روش رگرسیون داده‌های ترکیبی با مدل اثرات تصادفی زمانی^۱ بررسی شد که نتایج آن در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود. مطابق با اطلاعات مندرج در جدول، با توجه به آماره F ($pvalue < 0/001$)، می‌توان ادعا کرد که مدل معنی‌دار است. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۶/۹ درصد از بازده آتی سهام بوسیله

جدول شماره ۲: نتایج آزمون فرضیه‌های گروه دوم

$$RET_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 RS_{it} + \alpha_2 TS_{it} + \alpha_3 ASIZE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 G_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	سطح معنی داری	مقدار آماره t
RS	۰/۰۰۱	۰/۰۴۵*	۲/۰۰۷
TS	۰/۰۰۲	۰/۰۱۱*	۲/۵۳۴
ASIZE	۰/۰۰۹	۰/۵۹۱	۰/۵۳۸
LEV	-۰/۲۷۴	۰/۱۱۱	-۱/۵۹۶
G	-۰/۰۰۲	۰/۶۷۹	-۰/۴۱۴
آماره F	۸/۰۸۷		
معنی داری آماره F	۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۶۹		
آماره دوربین واتسون	۱/۸۸۸		

*: معنی دار در سطح خطای ۵ درصد

با استفاده از مدل شماره ۳، تأثیر امتیاز کیفیت افشا و اطلاعات رسانی بر رابطه ارزشی اقلام صورت‌های مالی به روش رگرسیون داده‌های ترکیبی با مدل اثرات ثابت زمانی بررسی شد که نتایج آن در جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود.

جدول شماره ۳: نتایج آزمون فرضیه‌های گروه سوم - بخش الف

$$RET_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 P_{it}/A_{it} + \alpha_2 OP_{it}/A_{it} + \alpha_3 OCF_{it}/A_{it} + \alpha_4 DIV_{it}/A_{it} + \alpha_5 ACC_{it}/A_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 DS_{it} + \alpha_8 P_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_9 OP_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{10} OCF_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{11} DIV_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{12} ACC_{it}/A_{it} * DS_{it} + \alpha_{13} LEV_{it} * DS_{it} + \alpha_{14} SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	سطح معنی داری	شرح	ضریب	سطح معنی داری
P	۰/۵۰۴	۰/۰۶۷**	PDS	۰/۲۰۷	۰/۰۰۱*
OP	-۰/۱۸۰	۰/۶۱۶	OPDS	-۰/۰۲۹	۰/۷۵۸
OCF	۰/۱۴۰	۰/۱۵۲	OCFDS	۰/۰۴۴	۰/۰۲۸*
DIV	۰/۱۴۵	۰/۰۰۰*	DIVDS	۰/۰۰۲	۰/۹۰۴
ACC	-۰/۱۲۰	۰/۳۶۷	ACCDS	۰/۰۹۶	۰/۱۶۵
LEV	-۰/۲۰۷	۰/۱۱۲	LEVDS	-۰/۱۰۶	۰/۶۹۴
DS	۰/۰۲۱	۰/۰۴۹*	SIZE	-۰/۰۲۵	۰/۰۰۱*
آماره F	۳۹/۲۸۲				
معنی داری آماره F	۰/۰۰۰				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۹۶				
آماره دوربین واتسون	۱/۶۳۱				

** و * : معنی دار به ترتیب در سطح خطای ۵ درصد و ۱۰ درصد

اطلاع‌رسانی، بین متغیرهای مذکور و بازده سهام رابطه معنی‌دار وجود ندارد. لیکن با توجه به معنی‌داری (در سطح معنی‌داری ۵ درصد) متغیرهای سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی در حضور امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی (متغیرهای PDS و OCFDS)، میزان تأثیر کیفیت افشا بر ضرایب متغیرهای مذکور بررسی شد. نتایج آزمون والد^۱ در جدول شماره ۴ نشان می‌دهد که امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی، رابطه بین سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی را به صورت معنی‌داری تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

مطابق با اطلاعات مندرج در جدول، با توجه به آماره $F (pvalue < 0/001)$ ، می‌توان ادعا کرد که مدل معنی‌دار است. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۴۹/۶ درصد از بازده آتی سهام به وسیله متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است. از سوی دیگر، مقدار آماره دوربین واتسون (بین ۱/۵ تا ۲/۵) نشان می‌دهد که بین خطاهای مدل، استقلال نسبی وجود دارد. علیرغم این که آزمون فرضیه‌های گروه دوم حاکی از وجود رابطه معنی‌دار (در سطح معنی‌داری ۵ درصد) بین سود تقسیمی و ارقام تعهدی با بازده آتی سهام بود، در حضور امتیاز کیفیت افشا و

جدول شماره ۴: نتایج آزمون فرضیه‌های گروه سوم- بخش ب (آزمون والد)

مقایسه ضریب OCF با ضریب OCFDS		مقایسه ضریب P با ضریب PDS	
ضریب معنی‌داری	ارزش آماره F	ضریب معنی‌داری	ارزش آماره F
۰/۵۵۷	۰/۳۴۶	۰/۳۷۸	۰/۹۷۵

دسترسی به این اطلاعات برای همگان ممکن باشد. از این‌رو، در این مقاله، ابتدا رابطه ارزشی ارقام صورت‌های مالی شامل سود خالص، سود عملیاتی، جریان‌های نقد عملیاتی، سود تقسیمی، ارقام تعهدی و نسبت بدهی با بازده آتی سهام بررسی شد. نتایج حاکی از آن است که به غیر از سود عملیاتی و نسبت بدهی، سایر ارقام صورت‌های مالی با بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار دارند. همچنین رابطه ارزشی معیارهای کیفیت افشا (قابلیت اتکا و به‌موقع بودن) با بازده آتی سهام بررسی شد. نتایج حاکی از آن است که بین معیارهای مذکور و بازده آتی سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. در پایان، به منظور تعیین اثرگذاری معیارهای کیفیت افشا بر واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به ارقام صورت‌های مالی، تأثیر امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر رابطه ارزشی ارقام صورت‌های مالی آزمون شد. براساس

نتیجه‌گیری

صورت‌های مالی اساسی به همراه یادداشت‌های همراه آن، مجموعه اطلاعاتی را برای سرمایه‌گذاران و سهامداران فراهم می‌کند که به وسیله آن اقدام به تصمیم‌گیری‌های مالی می‌کنند. یکی از اهداف گزارشگری مالی تهیه و ارائه اطلاعات برای فراهم کردن مبنایی برای تصمیم‌گیری منطقی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان است. در این راستا اطلاعات باید مفید و مربوط بوده، توان اثرگذاری بر تصمیم‌گیری‌های اقتصادی افراد را داشته باشد و به بهترین تصمیم‌گیری منجر شود. از سوی دیگر، برای مفید واقع شدن اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری گروه‌های مزبور، هدف‌های حسابداری و گزارشگری مالی ایجاب می‌کند که اطلاعات مربوط به گونه‌ای مناسب افشا و

1 Wald Test

5. Bird, R., K. Reddy and D. Yeung. (2011). The relationship between uncertainty and the market reaction to information: How Is It Influenced by Market and Stock-Specific Characteristics? , *working paper series: The Paul Woolley Centre for Capital Market Dysfunctionalit*y, UTS; 14.
6. Botosan, C.A. and M. A. Plumlee. (2001). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital, *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 21-40.
7. Clinch G. (2013). Disclosure Quality, Diversification and the Cost of Capital, *Australian Journal of Management Symposium*, <http://fbe.unimelb.edu.au>.
8. Dasilas, A. and S. Leventis. (2011). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market, *International Review of Economics and Finance* 20: 302-311.
9. Ebrahimi, M. and Aghaei Chadegani, A. (2011). The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock Return: Evidence from Iranian Companies, *International Conference on Humanities, Society and Culture, Singapore*.
10. Francis, J., K. Schipper and L. Vincent. (2002). Expanded disclosures and the increased usefulness of earnings announcements, *Accounting Review*, 77(3): 515-546.
11. Glezakos, M., J. Mylonakis and C. Kafouros. (2012). The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange, *International Journal of Economics and Finance* 4 (2): 56-68.
12. Hassan, O.M.G., P. Romilly, G. Giorgioni and D. Power. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt, *The International Journal of Accounting* 44: 79-102.
13. Hejazi, R., M. Jafari and A. Karimi. (2011). The Information content of Accounting Variables In Companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE), *Business Management Dynamics*, 1(2): 32-38.
14. Hirshleifer, D., K. Hou and S.H. Teoh. (2009). Accruals, cash flows, and aggregate stock returns, *Journal of Financial Economics* 91:389-406.

نتایج به دست آمده، به نظر می‌رسد که به طور کلی امتیاز کیفیت افشا بر رابطه ارزشی ارقام صورت‌های مالی تأثیر معنی‌دار ندارد و سرمایه‌گذاران در هنگام واکنش به ارقام صورت‌های مالی در تصمیم‌گیری‌های خود به امتیاز کیفیت افشای منتشر شده از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار توجهی ندارند.

با توجه به نتایج فوق، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار اقداماتی را در راستای تجدیدنظر نسبت به نحوه محاسبه امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی شرکت‌ها انجام دهد؛ به گونه‌ای که علاوه بر در نظر گرفتن ویژگی‌های قابلیت اتکا و به موقع بودن، موارد دیگری از جمله کیفیت ارقام صورت‌های مالی، ساختار مالکیت، میزان سهام شناور آزاد و غیره را مورد توجه قرار دهد. همچنین برای انجام پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که این پژوهش با در نظر گرفتن معیار افشای اختیاری به عنوان معیار کیفیت افشا مجدداً انجام شود.

منابع

۱. سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۱). سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال).
۲. کردستانی، غلامرضا و مصطفی علوی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین شفافیت سود حسابداری و هزینه سرمایه سهام عادی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی.
۳. مجتهدزاده، ویدا و مونا قدرتی. (۱۳۹۱). اثر بی‌قاعدگی ارقام تعهدی بر قیمت‌گذاری شرکت‌ها، *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، شماره ۱۰، ص ۱۱۹-۱۳۷.
4. Al-Akra, M. and M.J. Ali. (2012). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East – The case of Jordan, *Journal of Accounting and Public policy* 31(5):533-549.

21. Scott, William R. (2012). *Financial Accounting Theory*, Toronto, Prentice Hall, 5th Edition, 69-77.
22. Tan, W.Kh. and Y.J. Tan. (2012). An Exploratory Investigation of The Investment Information Search Behavior of Individual domestic investors, *Telematics and Informatics* 29: 187-203.
23. Thinggaard, F. and J. Damkier. (2008). Has financial statement information become less relevant? Longitudinal evidence from Denmark, *Scandinavian Journal of Management* 24(4): 375-387.
24. Vishnani, S. and S. Bhupesh Kr. (2008). Value Relevance of Published Financial Statements- with Special Emphasis on Impact of Cash Flow Reporting, *International Research Journal of Finance and Economics* 17:84-90.
25. Wolk, H.I., J. R. Francis and M. G. Tearney. (2006). *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*, Thomson South-Western.
26. Yao, T., T. Yu, T. Zhang and Sh. Chen. (2011). Asset growth and stock returns: Evidence from Asian financial markets, *Pacific-Basin Finance Journal* 19: 115-139.
15. Iatridis, G.E. (2011). Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism, *International Review of Financial Analysis* 20: 88-102.
16. International Accounting Standard Board. (2012). The Conceptual Framework for Financial Reporting, [www. Ifrs.org](http://www.ifrs.org).
17. Julius, B., K. Andrew, T. Joel and R. Lucy. (2011). Determinants of Investor Confidence for Firms Listed at Nairobi Stock Exchange, Kenya, *Annual Conference on Innovations in Business & Management London*, UK.
18. Karunaratne, W.V.A.D. and R.M.D.A.P., Rajapakse. (2012). The Value Relevance of Financial statements Information: With Special Reference To The Listed Companies In Colombo Stock Exchange, *3rd International Conference On Business And Information*.
19. Lee, W., A.Y. Hung, Y.Y. Chang and Ch.M. Cheng. (2011). Analysis of decision making factors for equity investment by DEMATEL and Analytic Network Process, *Expert Systems with Applications* 38: 8375-8383.
20. Ng, Jeffrey, I. Tuna and R. Verdi. (2012). management forecast credibility and underreaction to news, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=930697>.