

بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام

شکراله خواجوی*

دانشیار حسابداری دانشگاه شیراز

علیرضا ممتازیان

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه شیراز

چکیده: بهبود کیفیت افشاء یکی از عوامل موثر برای دستیابی به بازار کارای سرمایه است. انتظار می رود بهبود کیفیت افشاء از طریق کاهش هزینه مبادله، بازده سهام را تحت تاثیر قرار دهد. در این مقاله با کنترل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار، تاثیر کیفیت افشا بر بازده سهام مطالعه شده است. برای سنجش متغیر کیفیت افشاء، از امتیاز کیفیت افشای هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران منتشر می شود، استفاده شده است. نمونه آماری تحقیق را ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۹ تشکیل می دهند. یافته ها بیانگر آن است که کیفیت افشا بر بازده جاری و آتی سهام شرکت ها تاثیر مثبتی دارد.

واژگان کلیدی: کیفیت افشاء، بازده جاری، بازده آتی، اندازه شرکت، نسبت E/P

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۰۹/۱۴ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۳/۰۱/۱۷

نشانی پست الکترونیکی نویسنده ی مسؤول (شکراله خواجوی): shkhajavi@rose.shirazu.ac.ir

۱- مقدمه

انجام سرمایه‌گذاری مستلزم تامین مالی است. دو گروه عمده ای که تامین مالی سرمایه‌گذاری را برعهده دارند اعتبار دهندگان و سرمایه‌گذاران می‌باشند. از دید گروه اول قدرت و وضعیت مالی شرکت‌های اعتبارگیرنده در پرداخت به موقع بدهی‌ها، از اهمیت بسزایی برخوردار است و این از قدرت سودآوری شرکت آشکار می‌گردد. اما از دیدگاه سرمایه‌گذاران مساله به مراتب عمیق‌تر است، زیرا در این فرآیند آن‌ها دارای ریسک افزونتر بوده و نهایتاً به دنبال بازده^۱ بالاتر خواهند بود. در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران سعی دارند پس‌اندازهای خود را در سرمایه‌گذاری‌هایی صرف کنند که بیشترین بازده‌ها را داشته باشد اما در این راستا به ریسک مربوط به سرمایه‌گذاری نیز توجه دارند و در صورتی تحمل ریسک را پذیرا می‌شوند که از بابت آن بازده بیشتری عایدشان شود (فرخی، ۱۳۷۹: ۳). در این مورد، ایجاد محیطی مناسب برای سرمایه‌گذاری‌های سالم و مولد و تقویت بازار سرمایه از مهمترین اقداماتی است که می‌تواند توسط دست‌اندرکاران اقتصاد کشور انجام گیرد که در نیل به این اهداف ساز و کارهای کنترلی بورس اوراق بهادار می‌تواند سهم عمده‌ای داشته باشد.

شفافیت اطلاعات مالی (کیفیت افشا^۲) شرکت‌ها از جمله دل‌مشغولی‌های اصلی فعالان بازار سرمایه در کشورهای مختلف به شمار می‌رود. براساس تئوری نمایندگی 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. مطابق این تئوری باید ساز و کار کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت سهام‌داران از تضاد منافع ایجاد شود. (نمازی، ۱۳۸۴: ۱۵۲-۱۴۹)

در این راستا موضوع شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن، به عنوان یک راه‌کار عملی مورد توجه قرار گرفته است (حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷: ۷۶). شفافیت اطلاعاتی و ارائه اطلاعات صحیح و به موقع توسط شرکت‌ها، یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر در خصوص دستیابی به یک بازار سرمایه کاراست (نمازی، ۱۳۸۲: ۱۳۴-۱۳۳). اطلاعات شفاف را می‌توان به عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخگویی مدیران دانست. هرچه انتشار اطلاعات در جوامع 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. از این جهت شفافیت اطلاعاتی را می‌توان پدیده‌ای اجتماعی دانست که بر روابط اجتماعی متقابل افراد ذی‌نفع به شدت تأثیر می‌گذارد (حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷: ۵).

افزون بر این یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام می‌باشد. بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌نمایند (قائمى و طوسى، ۱۳۸۵: ۱۶۰).

کیفیت بالای افشا و تقارن اطلاعاتی^۳ موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. بر عکس، هرچه کیفیت افشای اطلاعات پایین‌تر و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران به جهت پذیرش ریسک بیشتر، هزینه سرمایه بالاتری را مطالبه می‌کنند. افزون بر این، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مسئله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار مواجه با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند و هزینه داد و ستد آن‌ها در زمان خرید و فروش بیشتر است. بنابراین، خریداران تمایل کمتری به خرید آن‌ها دارند. سرمایه‌گذاران برای اضافه هزینه معاملاتی پرداخت شده، پاداش بیشتری مطالبه می‌کنند. با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشا، شرکت‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه سرمایه را کاهش و در نتیجه بازده خود را بهبود بخشند (اسپینوزا^۴ و تامپتا^۵، ۲۰۰۷: ۱۳۷۵). باتوجه بدین ترتیب، انتظار می‌رود کیفیت افشای شرکت‌ها بر بازده سهام آن‌ها تاثیرگذار باشد. پژوهش حاضر به بررسی تجربی این موضوع در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بنابراین هدف اصلی این مقاله بررسی ارتباط بین کیفیت افشای اطلاعات مالی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

در ادامه مقاله پیشینه و مبانی نظری 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 محدودیت‌ها و پیشنهادها به پایان می‌رسد.

۲- مبانی نظری و ادبیات

اصل افشا یکی از اصول حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارشگری مالی تأثیر دارد. اصل افشا ایجاب می‌کند که کلیه واقعیت‌های با اهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. بر اساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی تمامی اطلاعات با اهمیت، مربوط و به موقع باشد و این نوع اطلاعات به گونه‌ای قابل فهم و به صورت کامل ارائه شود تا امکان اتخاذ تصمیمات آگاهانه برای استفاده

کنندگان را فراهم سازد. از سوی دیگر، اطلاعاتی که ارائه می‌شود نباید از لحاظ کمیت و کیفیت به گونه‌ای باشد که موجبات سر درگمی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را فراهم سازد (عالی‌ور، ۱۳۸۱: ۲۳).

اصطلاحات "کیفیت" افشای اطلاعات حسابداری و "شفافیت" یک سیستم افشا، به صورت مشترک و قابل جایگزین استفاده می‌شود و ارائه تعریف دقیق از "شفافیت" و "کیفیت" که بر آن اجماع وجود داشته باشد، مشکل است (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰: ۵۷). پانال^۶ و شیپر^۷ (۱۹۹۹) صورت‌های مالی را با کیفیت تلقی می‌کنند، اگر سه ویژگی شفافیت، افشای کامل و قابلیت مقایسه را دارا باشند. صورت‌های مالی شفاف، صورت‌هایی هستند که رویدادها، مبادلات، قضاوت‌ها و برآوردهای اساسی صورت‌های مالی و کاربردهای آن‌ها را نشان دهند (ص. ۲۶۲). شفافیت، استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا نتایج و کاربردهای تصمیمات، قضاوت‌ها و برآوردهای تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی را مشاهده و درک کنند.

پژوهش‌های نظری انجام شده دو دیدگاه ممکن مبنی بر اینکه کیفیت افشا می‌تواند بر بازده سهام تأثیر بگذارد را ارائه می‌کند. دیدگاه اول پژوهش‌های انجام شده به وسیله دیاموند^۸ و ورچیا^۹ (۱۹۹۱) و اسپینوزا و تامبیتا (۲۰۰۷) که معتقدند افشای کافی با کاهش 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 هابری^{۱۰} و براون^{۱۱} (۱۹۸۵)، کل^{۱۲} و لئونستین^{۱۳} (۱۹۸۸)، هاندا^{۱۴} و لین^{۱۵} (۱۹۹۵) و کلارکسون^{۱۶} و همکاران (۱۹۹۶) می‌باشد. آنها معتقدند که افشای بهتر باعث کاهش خطای پیش‌بینی سرمایه‌گذاران در باره‌ی پارامترهایی از قبیل بازده آینده سهام یا 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. هر دو 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^{۱۷} و موسلی^{۱۸}، ۲۰۱۰: ۱۵۶).

دیاموند و ورچیا (۱۹۹۱) معتقدند که کیفیت افشای قوی، 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.

پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد که ریسک اطلاعات نوعی ریسک سیستماتیک است که نمی‌توان فقط به وسیله بتای سهام آن را تبیین کرد. برای نمونه ایزلی^{۱۹} و اوهارا^{۲۰} (۲۰۰۴) نشان دادند که اطلاعات عمومی، ریسک مربوط به نگهداری سهام برای معامله‌گران بیاطلاع را کاهش می‌دهند. آنها معتقدند که سرمایه‌گذاران که با اطلاعات در دسترس اندکی اقدام به نگهداری سهام می‌کنند خواهان بازدهی بیشتری هستند. همچنین آنها نشان دادند که افشا یک ارزشی دارد، زیرا سرمایه‌گذاران مطلع می‌توانند پرتفوی خود را براساس اخبار خوب شرکت تعدیل کرده، در حالی که سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع نمی‌توانند اقدام مناسب را انجام دهند. علاوه بر این مطالعات کانگ^{۲۱} (۲۰۰۴) رابطه‌ی افشا و بازده سهام را نشان می‌دهد. وی با استفاده از صرف ریسک افشا برای اندازه‌گیری تفاوت در بازده سهام با مقایسه یک مورد که در آن تقارن اطلاعات وجود دارد با موردی دیگر که در آن تقارن اطلاعات وجود ندارد نشان داد که شرکت‌های با تاریخچه افشا بد صرف ریسک افشای بیشتری در بازده سهامشان دارند.

باشمن^{۲۲} و اسمیت^{۲۳} (۲۰۰۳) نیز معتقدند که اطلاعات حسابداری مالی و کیفیت افشای بالاتر از طریق شناسایی بهتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران و سرمایه‌گذاران، نظام‌دهی 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.

چو^{۲۴} و وانگ بورن^{۲۵} (۱۹۸۷) رویه‌های افشای مالی اختیاری شرکت‌های مکزیکی و رابطه حدود افشا با اندازه، اهرم مالی و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود تفاوت زیاد در میزان افشای اختیاری شرکت‌های مورد بررسی است و رابطه مثبت و معناداری بین اندازه شرکت و حدود افشا وجود دارد، ولی رابطه اهرم مالی و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها با حدود افشا معنادار نمی‌باشد.

کوک^{۲۶} (۱۹۸۹) به بررسی تأثیر نوع صنعت و نقدینگی بر کیفیت افشای اطلاعات پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های غیرتجاری در مقایسه با شرکت‌های تجاری، اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند. افزون بر این، رابطه مثبت و معناداری بین نقدینگی و کیفیت افشا وجود دارد.

زارزسکی^{۲۷} (۱۹۹۶) به بررسی تأثیر اندازه شرکت، نسبت فروش خارجی به کل فروش، نسبت بدهی و فرهنگ داخلی بر رویه‌های افشا پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که با افزایش فروش‌های خارجی و اندازه شرکت و همچنین کاهش نسبت بدهی، کیفیت و

میزان افشا افزایش می‌یابد. افزون بر این، شرکت‌های فعال در سطح بین‌المللی، اطلاعات بیشتری افشا می‌کنند. اوسه-آنسه^{۲۸} (۲۰۰۰) عوامل مؤثر بر به‌موقع بودن گزارشگری مالی را مورد بررسی قرار داد. یافته‌ها حاکی از آن است که اندازه، سودآوری و سابقه شرکت، رابطه معناداری با به‌موقع بودن گزارش‌های سالانه آن دارد، ولی هیچ‌گونه شواهدی دال بر وجود رابطه معنی‌دار بین اهرم مالی و گزارشگری مالی به‌موقع، وجود ندارد.

علی^{۲۹} و همکاران (۲۰۰۷) تأثیر ساختار مالکیت بر کیفیت افشای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاریس را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش‌گواه آن است که رابطه منفی معناداری بین کیفیت افشا با تمرکز مالکیت و کنترل خانوادگی وجود دارد. نتایج همچنین بیانگر آن است که احتمال ارائه طرح‌های اختیار خرید سهام برای مدیران شرکت‌هایی که به افشای مناسب مبادرت می‌ورزند، بیشتر است.

لیو^{۳۰} و سان^{۳۱} (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و کیفیت افشا در شرکت‌های چینی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که کیفیت افشا در شرکت‌هایی که در نهایت توسط کنترل‌کنندگان خصوصی کنترل می‌شوند نسبت به شرکت‌هایی که در نهایت توسط دولت کنترل می‌شوند، پایین‌تر است.

حسینی و موسلی^{۳۲} (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 با اهمیت می‌باشد و شرکت‌هایی که کیفیت افشای ضعیفی دارند نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت افشای قوی دارند هزینه سرمایه بیشتری را تحمل می‌کنند.

ثقفی و ملکیان (۱۳۷۷) به بررسی ارتباط جامعیت گزارش‌های سالیانه و ویژگی‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این بررسی، پس از مشخص کردن جامعیت (افشای کامل) گزارش‌های سالانه، عوامل مرتبط و مؤثر بر آن، مورد آزمون قرار گرفت. در این پژوهش به‌منظور محاسبه جامعیت گزارشگری مالی، ابتدا با استفاده از پرسش‌نامه، ویژگی‌های جامعیت گزارشگری که بر مبنای آن می‌توان "جامعیت" را تعریف عملیاتی کرد، شناسایی شد. در ادامه با مقایسه مواردی که در هر شرکت افشا شده و مواردی که باید افشا شود، امتیاز جامعیت هر شرکت مشخص شد. یافته‌های بررسی گزارش‌های مالی ۴۸ شرکت در سال ۱۳۷۴، بیانگر آن است که بین اندازه شرکت (جمع دارایی‌ها)، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، فروش خالص و نسبت سود قبل از مالیات به فروش خالص با افشای

کامل گزارش‌های سالانه، رابطه معناداری وجود دارد، ولی بین نسبت سود قبل از مالیات به حقوق صاحبان سهام با جامعیت رابطه معناداری وجود ندارد.

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴) اقدام به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش اقلام 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 اقلام تعهدی آن‌ها به کم-ترین و بیش‌ترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معنی‌داری وجود دارد.

قائم‌ی و وطن‌پرست (۱۳۸۴) نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش وجود سطح عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر روی قیمت سهام و حجم مبادلات در ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری این پژوهش، متشکل از ۱۲۱ مورد اعلان سود برآوردی شرکت‌ها در طی سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۳ است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که در دوره مورد مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان سود است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است به طوری که در دوره قبل از اعلان سود حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان شدند.

باقرزاده (۱۳۸۴) به 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 پرداخت. مطالعه وی نشان داد که یک رابطه خطی معنی‌دار بین ریسک بازار (که توسط بتا اندازه‌گیری می‌شود)، اندازه شرکت، حجم مبادلات و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با بازده وجود دارد.

هشی (۱۳۸۵) عوامل مؤثر بر مطلوبیت گزارشگری مالی را مورد بررسی قرار داد. میزان مطلوبیت گزارش‌های مالی با توجه به نوع و محتوای گزارش حسابرسی، از طریق کاهش بودن شروط در گزارش حسابرسی اندازه‌گیری شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که مطلوبیت گزارشگری مالی با نوع مالکیت، حجم معاملات سهام، اندازه شرکت (میزان دارایی‌ها، میزان فروش و سرمایه)، ترکیب اعضای هیئت مدیره، میزان سودآوری، سابقه، نوع صنعت و نوع حسابرسی شرکت‌ها رابطه معنی‌دار، ولی با سودخالص، قیمت هر سهم، محدوده جغرافیایی

استقرار شرکت و وجود واحد حسابرسی داخلی فعال، رابطه معناداری ندارد. به علاوه، نتایج مؤید آن است که بهبود گزارشگری مالی طی دوره زمانی مورد مطالعه، از روند مناسبی برخوردار بوده است.

دستگیر و بزاز زاده (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 تعیین شده در رهنمودهای حسابداری لازم‌الاجرا 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. ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) اقدام به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری کیفیت افشا از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه گردیده، استفاده شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه رابطه منفی معنی داری وجود دارد.

۱-۲- فرضیه‌های تحقیق

برای بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر بازده سهام، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین کیفیت افشای شرکتی و بازده جاری سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین کیفیت افشای شرکتی و بازده آتی سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

۳- روش شناسی

این پژوهش از نوع پژوهش‌های شبه‌تجربی است؛ که به لحاظ هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی، قرار می‌گیرد. در این نوع پژوهش‌ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرهاست و داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته‌اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری

شده‌اند. همچنین جهت آماده سازی داده ها از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار اس پی اس اس بهره گیری شده است.

۱-۳- دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند. در این پژوهش از نمونه‌گیری آماری استفاده نمی‌شود؛ اما شرایط زیر برای انتخاب نمونه قرار داده شد و نمونه مطالعه به روش نمونه‌گیری حذفی انتخاب گردید:

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹، تغییر سال مالی نداده باشد.
۳. امتیاز سالیانه کیفیت افشای شرکت و اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.
۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آن‌ها، نباشند.
۵. تا پایان سال مالی ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

با توجه به شرایط و اعمال محدودیت‌های یاد شده، تعداد ۱۱۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ به عنوان نمونه انتخاب شد.

۲-۳- تعریف و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، کیفیت افشا به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. شاخص کیفیت در پژوهش حاضر، امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب" منتشر می‌شود. امتیاز اطلاع‌رسانی ناشران، براساس 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 سهام-

داران، امتیاز منفی به ازای هرروز تاخیر در نظر گرفته شده است. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشا عبارتند از:

۱. امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران 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 اغلب پژوهش‌های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، معیار مذکور فقط به کمیت افشا توجه نمی‌کند و معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده را نیز مد نظر قرار می‌دهد. طبق یافته‌های پژوهش‌های تجربی، کمیت افشا معیار مناسبی برای کیفیت آن محسوب نمی‌شود. (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰)

متغیر وابسته در این پژوهش، بازده سهام می‌باشد. بازده، عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر) حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین، به سرمایه‌ای که برای به دست آوردن فایده در ابتدای دوره مصرف گردیده است (دستگیر و خدابنده، ۱۳۸۲).

در این مقاله 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.

متغیرهای کنترلی

نتایج تحقیق باقرزاده (۱۳۸۴) حاکی از آن است که اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت از جمله متغیرهایی می‌باشند که تأثیری معنادار بر بازده سهام شرکت‌ها بر جای می‌گذارند. بنابراین، در پژوهش حاضر متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. استدلال انتخاب متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت به عنوان عوامل مؤثر بر بازده سهام به شرح زیر بوده است (باقرزاده، ۱۳۸۴: ۳۸-۳۷).

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 بیش تری از بازار، صرفه

جویی در مقیاس و امکان تنوع بخشی به فعالیت های تجاری خود، ریسک تجاری خود را کاهش داده و سودآوری خود را افزایش می دهند. همچنین، شرکت های بزرگ به دلیل برخورداری از تعداد سهام بیش تر و دارا بودن سهام شناور آزاد بیش تر، ریسک قدرت نقدشوندگی سهام خود را برای سرمایه گذاران کاهش می دهند. در عین حال، شرکت های بزرگ بنا به دلایل سیاسی، از انگیزه بیشتری برای مدیریت سود (هموارسازی سود) برخوردار بوده و بدین ترتیب ریسک نوسان سود را برای سهامداران خود کاهش می دهند در مجموع، همه این عوامل سبب می شود نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران از سهام شرکت های بزرگ، در مقایسه با سهام شرکت های کوچک، کمتر باشد. در نتیجه، منطقاً انتظار می رود بین اندازه شرکت و نرخ بازده مورد انتظار از سهم آن رابطه منفی وجود داشته باشد.

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 می تواند نشأت گرفته باشد: شرکت از دارایی های نامشهود و فرصت های رشد و توسعه ای (نظیر برخورداری از رانت های اطلاعاتی و اقتصادی، حق امتیازها، سرفقلی، نیروی انسانی متخصص، دانش فنی انباشته و ...) برخوردار است که در دفاتر شرکت منعکس نشده، اما بازار، ارزش آن ها 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 سرمایه گذاران می شود و بالعکس.

نسبت سود به قیمت معکوس نسبت قیمت به سود است. بالا بودن نسبت سود به قیمت یک سهم نوعی به این معنی است که بازار، ارزش فرصت های رشد و توسعه آتی سهم را در انتظارات خود (قیمت سهم) لحاظ کرده است. بر همین قیاس، بالا بودن نسبت سود به قیمت به معنی ریسک بیش تر و در نتیجه بازده مورد انتظار بیش تر از سهم مورد نظر است. بال معتقد است که نسبت سود به قیمت سهم در برگیرنده مجموع عوامل ناشناخته مرتبط با بازده سهام است که می توان آن ها را عوامل ریسک زا نام نهاد.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

قبل از آزمون فرضیه‌ها، آماره‌های توصیفی محاسبه شده شامل میانگین، میانه و انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی در نگاره شماره ۱ نشان داده شده است.

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار
کیفیت افشا	۴۹/۹۰۲	۴۷	۲۱/۷۶۱
بازده سهام	۰/۰۷۱	-۰/۰۲۳	۰/۴۹۶
نسبت E/P	۰/۱۸۸	۰/۱۷۴	۰/۱۱۴
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۴۴۶	۰/۴۱۳	۰/۶۹۴
اندازه شرکت	۱۹/۱۷۳	۱۹/۴۲۳	۱۹/۹۷۲

شایان ذکر است که امتیاز کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها حداکثر ۱۰۰ می‌باشد. با این وجود، کیفیت افشا ممکن است یک عدد منفی باشد، زیرا در صورت عدم ارائه به موقع صورت-های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان‌بندی پرداخت سود سهام‌داران، امتیاز منفی به ازای هر روز تأخیر در نظر گرفته شده است. میانگین و انحراف معیار کیفیت افشا در این پژوهش به-ترتیب ۴۹/۹۰۲ و ۲۱/۷۶۱ می‌باشد.

۴-۲- آمار استنباطی

این بخش پس از اندازه‌گیری داده‌های مورد مطالعه و بررسی نرمال بودن آن‌ها، به آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از آزمون رگرسیون خطی چند متغیره می‌پردازد. مدل‌های مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش در این مقاله به شرح زیر می‌باشد:

مدل ۱. برای آزمون فرضیه اول پژوهش مدل (۱) برآورد شده است.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1(\text{DISCLOSURE}_{it}) + \beta_2(\text{SIZE}_{it}) + \beta_3(\text{BV}/\text{MV}_{it}) + \beta_4(\text{E}/\text{P}_{it})$$

مدل ۲. برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مدل (۲) برآورد شده است.

$$R_{it+1} = \beta_0 + \beta_1(DISCLOSURE_{it}) + \beta_2(SIZE_{it}) + \beta_3(BV/MV_{it}) + \beta_4(E/P_{it})$$

۳-۴- بررسی مشکل هم خطی

زمانی که در داده‌های مورد مطالعه در بین متغیرهای مستقل مشکل هم خطی وجود داشته باشد، نتایج رگرسیون قابل اتکا نمی‌باشد و نمی‌توان از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده کرد. برای بررسی مشکل هم خطی چندگانه در داده‌های مورد مطالعه در این پژوهش از عامل تورم واریانس و تلرانس استفاده شده است. زمانی که عامل تورم واریانس کوچکتر از ۵ و تلرانس نزدیک به یک باشد، نشان‌دهنده عدم هم خطی در داده‌ها است. نگاره شماره ۲ نشان می‌دهد که میزان عامل تورم واریانس در کلیه موارد کمتر از ۵ و میزان تلرانس نزدیک به یک است؛ بنابراین، مشکل هم خطی میان متغیرهای توضیحی وجود ندارد.

نگاره ۲: نتایج حاصل از بررسی همخطی بین متغیرها

متغیر	کیفیت افشا	اندازه شرکت	ارزش دفتری به ارزش بازار	نسبت E/P
VIF	۱/۱۸۷	۱/۰۸۳	۱/۱۸۴	۱/۱۱۷
TOLERANCE	۰/۸۴۲	۰/۹۲۳	۰/۸۴۶	۰/۸۹۵

فرضیه اول: بین کیفیت افشای شرکتی و بازده جاری سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه اول در نگاره شماره ۳ ارائه شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد کیفیت افشا با ضریب مثبت ۰/۱۰۲، آماره t برابر ۲/۳۸۹ و سطح اهمیت ۰/۰۱۹ رابطه مثبتی با بازده سهام دارد که در سطح خطای ۵٪ معنادار است. همچنین، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت رابطه منفی معنادار (sig=۰/۰۱۲) و نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت رابطه مثبت معنادار با بازده سهام دارند. با توجه به آماره F (sig=۰/۰۰۰۵) مدل رگرسیون برازش شده در کل معنادار است.

نگاره ۳: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه اول

متغیر وابسته: بازده جاری سهام				
سطح معناداری	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	
۰/۳۴۶	-۰/۹۷۸	-	-۰/۲۱۷	مقدار ثابت
۰/۰۱۹	۲/۳۸۹	۰/۱۰۲	۰/۰۰۳	کیفیت افشا
۰/۰۱۲	-۲/۷۸۴	-۰/۰۹۸	-۰/۰۳۸	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۵	۶/۱۲۹	۰/۱۴۷	-۰/۳۱۲	ارزش دفتری به
۰/۰۲۶	۱/۸۶۸	۰/۰۶۱	۰/۳۸۶	ارزش بازار
				نسبت E/P
۱۵/۹۳۷			F آماره	
۰/۰۰۰۵			سطح معناداری	
۰/۱۲۶			R ²	
۱/۷۲۱			آماره دوربین واتسون	

فرضیه دوم: بین کیفیت افشای شرکتی و بازده آتی سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج ارائه شده در نگاره شماره ۴ نشان می‌دهد کیفیت افشا با آماره t برابر ۲/۴۲۸ و $\text{sig}=۰/۰۱۴$ رابطه مثبتی با بازده سهام دارد که در سطح خطای ۵٪ معنادار است. همچنین، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت رابطه منفی ($\text{sig}=۰/۰۲۳$) و نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار و نسبت سود به قیمت رابطه مثبتی با بازده سهام دارند با توجه به آماره F ($\text{sig}=۰/۰۰۰۵$) مدل رگرسیون برازش شده در کل معنادار است.

نگاره ۴: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه دوم

متغیر وابسته: بازده آتی سهام				
سطح معناداری	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	
۰/۳۸۱	-۰/۹۹۷	-	-۰/۲۰۴	مقدار ثابت
۰/۰۱۴	۲/۴۲۸	۰/۰۹۱	۰/۰۰۴	کیفیت افشا
۰/۰۲۳	-۲/۱۳۵	-۰/۰۲۶	-۰/۰۱۳	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۵	۶/۰۹۵	۰/۱۹۷	۰/۲۶۳	ارزش دفتری به
۰/۰۰۰۵	۵/۲۱۷	۰/۱۹۷	۰/۴۱۳	ارزش بازار
				نسبت E/P

۱۹/۴۹۳	آماره F
۰/۰۰۰۵	سطح معناداری
۰/۱۳۱	R^2
۱/۷۷۶	آماره دوربین واتسون

۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

با توجه به اینکه اطلاعات مالی منتشر شده به وسیله شرکت‌ها به عنوان مهم‌ترین ابزار سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل در مورد ارزیابی عملکرد مدیریت و شرکت تشخیص داده شده است، این تحقیق شواهدی فراهم می‌کند که نشان می‌دهد کیفیت افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها بر بازده جاری و آتی سهام تاثیر دارد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات جمع‌آوری شده نشان‌دهنده آن است که به طور کلی بین کیفیت افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها با بازده جاری و آتی سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد. شرکت‌های دارای کیفیت افشای بالاتر، دارای بازده سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشای پایین‌تر می‌باشند. لازم به ذکر است که نتایج این پژوهش با یافته‌های پژوهش دیاموند و ورچیا (۱۹۹۱) و باشمن و اسمیت (۲۰۰۳) مطابقت دارد. این نتایج همانطور که پیش‌بینی می‌شد بر این اساس است که کیفیت افشای بالاتر اطلاعات مالی منتشره به وسیله شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران از طریق کمک به شناسایی بهتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به وسیله مدیران و سرمایه‌گذاران و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب ارتقا و بهبود عملکرد اقتصادی شرکت‌ها و افزایش بازده سهامداران می‌شود.

نتایج این پژوهش در خصوص متغیرهای کنترلی نیز نشان‌دهنده آن است که بین اندازه شرکت و بازده جاری و آتی سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتایج با یافته‌های پژوهش باقرزاده (۱۳۸۴) و مبانی نظری پژوهش همخوانی کامل دارد. این در حالی است که بین نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار با بازده جاری و آتی سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد. وجود رابطه مثبت بین نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار با بازده جاری و آتی سهام به این دلیل است که پایین بودن نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار به معنای ریسک کمتر برای شرکت‌ها بوده و در نتیجه ریسک کمتر منجر به ایجاد نرخ بازده مورد انتظار کمتر برای سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین، نتایج مرتبط با سایر متغیرهای کنترلی نشان داد که بین نسبت سود به قیمت با بازده جاری و آتی سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد. این نتایج نیز با یافته‌های پژوهش باقرزاده (۱۳۸۴) و مبانی نظری پژوهش همخوانی کامل دارد.

با توجه به وجود رابطه مثبت بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده جاری و آتی سهام شرکت‌ها، بکارگیری ساز و کارهای نظارتی بهتر در خصوص نحوه ارائه اطلاعات از سوی شرکت‌ها، آن‌ها را تشویق به ارائه به موقع‌تر و با قابلیت اتکای بالاتر اطلاعات مالی کنند.

علاقه‌مندان می‌توانند تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام را در موسسات مالی و در سطح صنعت انجام دهند.

یادداشت‌ها :

- | | |
|--------------------------|-----------------|
| 1- Return | 17- Hussainey |
| 2- Disclosure Quality | 18- Mouselli |
| 3- Information Asymmetry | 19- Easley |
| 4- Espinosa | 20- O'Hara |
| 5- Trombetta | 21- Kang |
| 6- Pownall | 22- Bushman |
| 7- Schipper | 23- Smith |
| 8- Diamond | 24- Chow |
| 9- Verrecchia | 25- Wong-Boren |
| 10- Barry | 26- Cooke |
| 11- Brown | 27- Zarzeski |
| 12- Coles | 28- Owusu-Ansah |
| 13- Loewenstein | 29- Ali |
| 14- Handa | 30- Liu |
| 15- Linn | 31- Sun |
| 16- Clarkson | |

کتابنامه

الف) فارسی

- ۱- باقرزاده، سعید، (۱۳۸۴)، بررسی عوامل مؤثر بر بازده مورد انتظار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ پاره ای شواهد تجربی، *مجله تحقیقات مالی*، شماره ۱۹، ۲۵-۶۳
- ۲- ثقفی، علی، ملکیان، اسفندیار، (۱۳۷۷)، جامعیت گزارش‌های سالانه و ویژگی‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره‌های ۲۲ و ۲۳، ۳۴-۷.
- ۳- حساس‌یگانه، یحیی، خیرالهی، مرشد (۱۳۸۷). *حاکمیت شرکتی و شفافیت، حسابداری، شماره* ۷۴-۲۰۳، ۷۹.

- ۴- خواجهی، شکراله؛ کاظمی، 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، شماره ۶۰، ۴۰-۳۷.
- ۵- دستگیر، محسن، یزاززاده، حمیدرضا، (۱۳۸۵)، «تأثیر افشا بر ریسک سیستماتیک» پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۲۰، ۲۵۰-۲۳۵.
- ۶- دستگیر، محسن، خداینده، رامین، (۱۳۸۲)، ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت جریان وجه نقد با بازده سهام، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانش گاه شیراز، شماره ۳۸، ۱۱۲-۱۰۰.
- ۷- دلاور، علی، (۱۳۸۴)، مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی. چاپ چهارم، تهران، انتشارات رشد
- ۸- ستایش، محمدحسین؛ کاظم نژاد، مصطفی، ذوالفقاری، مهدی، (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳، ۷۴-۵۵
- ۹- عالی ور، عزیز، (۱۳۸۱)، صورتهای مالی اساسی، چاپ اول، انتشارات سازمان حسابرسی
- ۱۰- فرخی، محمدحسین، (۱۳۷۹)، تحقیقی پیرامون بررسی تطبیقی نوسانات بازدهی سهام در صنایع مختلف شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانش گاه تهران.
- ۱۱- قائمی، محمد حسین، طوسی، سعید، (۱۳۸۵)، بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۵۹، ۱۸-۱۷۵
- ۱۲- قائمی، محمدحسین، وطن پرست، محمدرضا، (۱۳۸۴)، بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۱، ۱۰۳-۸۵
- ۱۳- نمازی، محمد، (۱۳۸۲)، بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران، چاپ اول، تهران: انتشارات معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی

- ۱۴- نمازی، محمد، (۱۳۸۴)، بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز. دوره بیست و دوم، ۱۶۴-۱۴۷
- ۱۵- نمازی، محمد؛ ابراهیمی، شهلا، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی محصول و بازده سهام، مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۷، ۳-۹
- ۱۶- هشی، عباس، (۱۳۸۵)، عوامل موثر بر مطلوبیت گزارشگری مالی، مطالعات حسابداری، شماره ۱۶، ۹۱-۱۲۵.

ب) انگلیسی

- 17- Ali, B. A.; Trabelsi, S.; and M. G. Summa (2007). Disclosure Quality and Ownership Structure: Evidence from French Stock Market ,*www.essec-kpmg.net /us / eufin/ pdf/papers*
- 18- Barry, C.B. and Brown, S.J. (1985), Differential information and security market equilibrium, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, 407-422.
- 19- Bushman R.M, Smith A. J (2003), Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. *FRBNY Economic Policy Review*, vol. 9 pp.65-87.
- 20- Clarkson, P.M., Guedes, J. and Thompson, R. (1996), On the diversification, observability, and measurement of estimation risk, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, pp. 69-84.
- 21- Chow, C. W. and A. Wong-Boren (1987), Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation, *The Accounting Review*, Vol. 62, pp. 533-541
- 22- Coles, J.L. and Loewenstein, U. (1988), Equilibrium pricing and portfolio composition in the presence of uncertain parameters, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, pp. 279-303.
- 23- Cooke, T. E (1989), Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 2, pp. 113-124
- 24- Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991), Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 1325-1359
- 25- Easley, D. and O'Hara, M. (2004), «Information and the cost of capital», *Journal of Finance*, Vol. 59, 1553-1584.
- 26- Espinosa, M.N. and Trombetta, M. (2007), Disclosure interactions and the cost of equity capital: evidence from the Spanish continuous market, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, pp. 1371-1392.
- 27- Handa, P. and Linn, S.C. (1993), Arbitrage pricing with estimation risk, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, pp. 81-100.
- 28- Hussainey, kh. and mouselli, s. (2010) Disclosure quality and stock returns in the UK, *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 11, 154-174

- 29- Kang, H.G. (2004), Disclosure-risk premium: asset pricing under asymmetric information, manipulation and ambiguity, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract/4612922>
- 30- Liu, G. and J. Sun (2010). Ultimate Ownership Structure and Corporate Disclosure Quality: Evidence from China, *Managerial Finance*, Vol. 36, pp. 452-467
- 31- Owusu-Ansah (2000). Timeliness of Corporate Financial Reporting in Emerging Capital Markets: Empirical Evidence from the Zimbabwe Stock Exchange, *Accounting and Business Research*, Vol. 30, No. 3, pp. 241-254
- 32- Pownall, G. and Schipper, K. (1999), Implications of Accounting Research for the SEC's Consideration of International Accounting Standards for U.S. Securities Offerings. *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 3, pp. 259-280
- 33- Zarzeski, M. T (1996). Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practice, *Accounting Horizons*, Vol. 10, No. 1, pp. 18-37.