

کیفیت افشا، کارایی قیمت و بازده مورد انتظار

حسین وفادار^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۲/۱۴ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۳/۰۸

چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه کیفیت افشا، کارایی قیمت و بازده مورد انتظار می باشد. این تحقیق، یک تحقیق تجربی در حوزه تحقیق‌های اثباتی حسابداری است که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر رابطه بین متغیرها علی، از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی پیمایشی می باشد که در آن برای تأیید یا رد فرضیات از اطلاعات تاریخی شرکت‌ها و روش‌های آماری استفاده می شود. جامعه آماری این تحقیق مشتمل بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می باشد که تعداد نمونه ۱۷۱ شرکت که به روش حذفی از جامعه مورد نظر انتخاب شده است. همچنین در این تحقیق از روش داده‌های تابلویی جهت تخمین مدل استفاده شد. به دو روش توصیفی و استنباطی به تجزیه و تحلیل داده‌های به دست آمده، پرداخته شده است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار آماری Eviews استفاده شده است. نتایج استفاده از رگرسیون حداقل مربعات معمولی چنین نشان داد که ضرایب متغیرهای کیفیت افشا و کارایی قیمت، رابطه‌ی مثبت و معناداری با هم دارند، صرف نظر از این که چه نوع افشایی به کار رفته باشد. همچنین کیفیت افشا با بازده مورد انتظار، بدون توجه به نوع افشا رابطه معناداری دارد.

واژگان کلیدی

کیفیت افشا، کارایی قیمت، بازده مورد انتظار

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور تهران، ایران

۱. مقدمه

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به‌گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیم‌هایی را اتخاذ کنند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. مطابق این تئوری، باید ساز و کارهای کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت از سهامداران در مقابل تضاد منافع ایجاد شود. موضوع شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن به عنوان یک راهکار عملی مورد توجه قرار گرفته است. جریان شفاف و باکیفیت اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود (کانگ چن هو و همکاران، ۲۰۱۷).

افشای مالی ضعیف موجب گمراهی سهامداران می‌شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آن‌ها دارد. تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی بیانگر آن است که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران و پایین آمدن نقدشوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معامله‌ها و به‌طور کلی، کاهش منافع اجتماعی از محل این دادوستدها رابطه مستقیم دارد. بنابراین، افشای باکیفیت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش حجم معامله‌ها و نقدشوندگی خواهد شد. والاس نیز معتقد است که اگرچه در بازارهای کارا، دستیابی به بازده غیرعادی با استفاده از اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار، تا حد زیادی امکان‌ناپذیر است، اما شواهد موجود نشان می‌دهد که انتشار اطلاعات در بازار از دیدگاه آحاد سرمایه‌گذاران، دارای ارزش است؛ زیرا از یک سو تعدیل لازم برای به‌روز کردن دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران در بازار را به وجود می‌آورد و از سوی دیگر، عدم قطعیت حاکم بر بازار را که بر حجم مبادلات و نقدشوندگی اوراق بهادار نیز مؤثر است، تا حد زیادی مرتفع می‌کند. در واقع، با انتشار اطلاعات در بازار، حجم دادوستد اوراق بهادار افزایش می‌یابد و از این رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند به سبب سرمایه‌گذاری بهینه دست یابند که این امر، خود به افزایش ثروت و رفاه اقتصادی آنان می‌انجامد (کانگ چن هو و همکاران، ۲۰۱۷).

کیفیت افشا میزان اطلاعاتی است که از سوی شرکت‌ها در متن صورت‌های مالی اساسی یا در یادداشت‌های همراه، برای کمک به تصمیم‌گیری ارائه می‌شود. افشا یکی از اصول حسابداری است. بر اساس این اصل، باید کلیه اطلاعات مربوط به فعالیت‌های شرکت به نحو مناسب و به موقع، در اختیار گروه‌های مختلف استفاده‌کننده قرار گیرد. در واقع هدف اصلی از افشا، کمک به استفاده‌کنندگان در تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری، تفسیر وضعیت مالی شرکت‌ها، ارزیابی عملکرد مدیریت و پیش‌بینی جریان‌ات و جوه نقد آتی است. محققین در حوزه افشاء گزارشگری مالی به‌منظور سنجش میزان افشاء و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از انواع مختلفی از عوامل تأثیرگذار بر افشاء اطلاعات مالی بهره‌برده‌اند (مارستون، ۱۹۹۶). گزارشگری مالی اثربخش موجب مطرح‌شدن و تحلیل بیشتر شرکت در بازار داخلی می‌شود و امکان ورود به بازار خارجی و جذب سرمایه‌گذاران بین‌المللی را فراهم می‌کند. شرکت‌های با نقدشوندگی پایین به‌منظور جذب سرمایه‌گذاران و افزایش نقدشوندگی سهام، افشای باکیفیتی ارائه می‌کنند (رودریگز، ۲۰۱۰).

با توجه به اهمیت کیفیت افشا و مسؤلیت مدیران شرکت‌ها در قبال اطلاع‌رسانی، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تصمیم گرفت امتیاز و رتبه کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب به بازار منعکس کند تا شرکت‌ها نسبت به جایگاه خود واقف شده و در جهت ارتقای آن بکوشند (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰).

مبانی نظری

اصطلاح افشا در گسترده‌ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات است. حسابداران از این عبارت به صورت محدودتری استفاده می‌کنند و منظور آن‌ها انتشار اطلاعات مالی مربوط به یک شرکت در گزارش‌های مالی (معمولاً در قالب

گزارش‌های سالانه) است. در برخی موارد، این مفهوم بازهم محدودتر و به معنی ارائه اطلاعاتی است که در متن صورت‌های مالی منظور نشده است.

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. در این راستا، تاکنون از سازه‌های متعددی، از قبیل: مناسب بودن، جامعیت، آگاهی‌دهندگی و به موقع بودن به عنوان نماینده کیفیت افشا استفاده شده است. سینقوای و دسای معتقدند که کیفیت به ویژگی‌های کامل بودن، صحت یا دقت و قابلیت اتکا اشاره دارد. بال و همکاران و کوثری شفافیت را به عنوان ترکیبی از ویژگی‌های به موقع بودن و محافظه‌کاری، تفسیر می‌کنند. به موقع بودن به حدودی که رویدادهای اقتصادی دوره جاری در صورت‌های مالی آن دوره گنجانده می‌شود و محافظه‌کاری نیز به سرعت بیشتری که اخبار بد اقتصادی نسبت به اخبار خوب در گزارش‌های مالی منعکس می‌شود، دلالت دارد. بارث و شیپر ادعا می‌کنند که شفافیت گزارشگری مالی، حدودی است که گزارش‌های مالی، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری را به گونه‌ای که به آسانی برای استفاده‌کنندگان از آن گزارش‌ها قابل فهم است، آشکار می‌کند. از دیدگاه حسابداری، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری، شامل منابع واحد تجاری (دارایی‌ها)، ادعاها نسبت به آن منابع (بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام)، تغییرات در منابع، ادعاها و جریان‌های نقدی (که به ترتیب در صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد منعکس می‌شود)، ریسک‌های شرکت و چگونگی مدیریت آن است. پانال و شیپر نیز 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. شفافیت، استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا نتایج و کاربردهای تصمیمات، قضاوت‌ها و برآوردهای تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی را مشاهده و درک کنند. افشای کامل بر فراهم کردن تمام اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری و در نتیجه، حصول اطمینان مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران گمراه نمی‌شوند، دلالت دارد. در نهایت، قابلیت مقایسه به این معناست که مبادلات و رویدادهای مشابه به گونه‌ای یکسان، حسابداری و گزارش می‌شوند.

پژوهش‌های تجربی، تمایز دقیق و مشخصی بین کمیت و کیفیت افشا، قائل نمی‌شود. عموماً فرض می‌شود که کمیت اطلاعات افشا شده، شاخصی در تعیین کیفیت آن به شمار می‌رود. در نتیجه، از سنجش‌های کمیت افشا برای سنجش کیفیت افشا استفاده می‌شود. با وجود این، شبهه این فرض، همچنان باقی و مشاجره به منظور دستیابی به مقیاسی اثربخش‌تر برای اندازه‌گیری کیفیت افشا همچنان وجود دارد در این راستا، ژانگ بین کمیت و کیفیت افشا تمایز قائل می‌شود و معتقد است که کیفیت بر دقت و صحت افشا دلالت دارد و از طریق افزایش در اجماع و صحت انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد افشا اندازه‌گیری می‌شود. وی از پیش‌بینی‌های تحلیلگران به عنوان نماینده انتظارات سرمایه‌گذاران، استفاده می‌کند. بتی و همکاران (۲۰۰۴) نیز پیشنهاد می‌کنند که کیفیت افشا نه تنها به کمیت، بلکه به چگونگی گسترش دامنه آن در بین موضوع‌های مختلف نیز بستگی دارد (در این زمینه از موضوع‌های اصلی و فرعی گزارش جنکینز استفاده می‌شود). آن‌ها مدعی هستند که افشای با کیفیت بالا، دارای ویژگی‌های گسترده‌تری و متوازن بودن در بین موضوع‌های اصلی و فرعی چارچوب مورد نظر است. در کنار این دو بعد، از سه ویژگی مهم دیگر در ارزیابی افشا استفاده می‌شود: بعد زمانی (مربوط

به اطلاعات گذشته در مقابل آینده)، بعد مالی (اطلاعات مالی در مقابل غیرمالی) و نوع بعد اندازه گیری (اطلاعات کمی در مقابل کیفی) با وجود این، اغلب پژوهشگران فرض می کنند که کمیت و کیفیت افشا به طور مستقیم همبسته اند با توجه به اهمیت کیفیت افشا و مسؤلیت مدیران شرکت ها در قبال اطلاع رسانی، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تصمیم گرفت تا امتیاز و رتبه کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس را از نظر "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" به بازار منعکس کند تا شرکت ها نسبت به جایگاه خود واقف شده، در جهت ارتقای آن بکوشند. طی سال های اخیر، رتبه بندی شرکت ها از نظر اطلاع رسانی و کیفیت افشا، همواره تهیه و فهرست بیست شرکت برتر به بازار منعکس شده است. "شایان ذکر است که امتیاز اطلاع رسانی ناشران، بر اساس زمان ارائه اطلاعات مربوط به پیش بینی درآمد هر سهم، صورت های مالی میان دوره ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به پیش بینی درآمد هر سهم اولیه و ۶ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت های مالی میان دوره ای ۶ ماهه، صورت های مالی حسابرسی نشده پایان سال و تفاوت بین پیش بینی ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، محاسبه شده است. ضمناً در صورت عدم ارائه به موقع صورت های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روز تأخیر در نظر گرفته شده است "امتیازهای "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" برای کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس، از سال ۱۳۹۲ در سایت بورس اوراق بهادار تهران موجود است.

پیشینه تحقیق

رحیمیان و ابراهیمی (۱۳۹۲) رابطه بین کیفیت افشا و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند، نتایج تحقیق ایشان حاکی از آن بود که بین کیفیت افشا و سطح ارقام تعهدی اختیاری رابطه منفی و معنادار و بین کیفیت افشا و محافظه کاری مشروط رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

همت فر و مقدسی (۱۳۹۲) با بررسی رابطه بین کیفیت افشا بر ارزش سهام به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت افشای شرکت ها و ارزش سهام تورمزدایی شده، رابطه معنادار وجود ندارد.

یعقوب نژاد و ذبیحی (۱۳۹۰) رابطه بین کیفیت افشای شرکت و نقدشوندگی سهام بررسی را بررسی نمودند. نتایج تحقیق آنان بیانگر بود بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام، رابطه معناداری وجود ندارد.

ایاتریدز (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و محافظه کاری مشروط و نامشروط پرداخت. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد شرکت های با کیفیت افشای بالاتر کمتر اقدام به مدیریت سود می کنند و محافظه کاری مشروط بالاتر و محافظه کاری نامشروط پایین تری دارند.

چی (۲۰۰۹)، به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد شرکت های تایوانی پرداخت. یافته های پژوهش حاکی از آن بود که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا در سطحی بالاتر از میانگین و عملکرد شرکت ها وجود دارد.

مدیروس و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین میزان افشای اطلاعات حسابداری و درصد نوسان پذیری بازده سهام پرداخته اند. یافته های این پژوهش نشان داد بهبود سطح افشای اطلاعات حسابداری به میزانی بیش از میانگین، نوسان پذیری بازده سهام شرکت ها را کاهش می دهد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر رابطه بین متغیرها علی، از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی - پس رویدادی می باشد که در آن برای آزمون فرضیه ها از اطلاعات تاریخی شرکت ها و روش های آماری استفاده شده است. در این پژوهش از روش

داده‌های تابلویی جهت تخمین مدل استفاده شد. جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. قلمرو زمانی انجام تحقیق یک دوره ۵ ساله از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده است. همچنین، نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. پس از بررسی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در دوره تحقیق و اعمال شرایط ذیل بر روی آنها در نهایت تعداد ۱۷۱ شرکت به عنوان نمونه تحقیق باقی ماند.

- دوره زمانی ۵ سال و بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می‌باشد.
- به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- در تمامی دوره پژوهش جزء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشند.
- عضو شرکت‌های واسطه‌گری مالی، هلدینگ‌ها (شرکت‌های مادر) و شرکت‌ها نباشند.
- وقفه سه ماهه نداشته باشند.

مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش با استفاده از اطلاعات کلی افشا اطلاعات از پنج بعد - انطباق قانونی، به موقع بودن، پیش‌بینی مالی، گزارش سالانه و وبسایت شرکت، بررسی می‌کنیم که آیا کیفیت افشا یک شرکت بر بازده قیمت سهام آن تأثیر می‌گذارد یا نه. از آنجا که اکثر مطالعات قبلی یک رابطه منفی بین عدم تقارن اطلاعات و نقدینگی سهام مستند کرده‌اند، ما فرض می‌کنیم که شرکت‌هایی با درجه‌بندی اطلاعات بالاتر عدم تقارن اطلاعات را کاهش خواهند داد که منجر به کارایی بهتر قیمت سهام خواهند شد.

علاوه بر این، از آنجا که بسیاری از مطالعات ساختارهای حاکمیت و سیاست‌های افشای تعیین شده‌اند، ما فرض می‌کنیم که متغیر حاکمیت شرکتی ما بر بهره‌وری قیمت سهام از طریق کانال افشا اطلاعات تأثیر خواهند گذاشت. به طور خاص، معیارهای حاکمیت ما از سه بعد هستند: خارج از حکمرانی، درون حاکمیت، و جابجایی پست‌های مهم. ما فرض می‌کنیم که حکمرانی بهتر با نظارت مؤثر، جابجایی پست‌های مدیرعامل، نگهداری رئیس، جریان وجه نقد، سخنگو و شرکت حسابرسی همبستگی مثبتی با درجه‌بندی اطلاعات دارد.

در نهایت، بررسی می‌کنیم که آیا مولفه بهره‌وری در ارتباط با درجه‌بندی اطلاعات پیش‌بینی شده توسط معیارهای حکمرانی می‌تواند بازده سهام آتی را پیش‌بینی کند. از آنجا که بسیاری از مطالعات، کیفیت افشا بدتر را به هزینه بالاتر سرمایه سوق می‌دهند، ما فرض می‌کنیم که سهام با نرخ پایین اطلاعات با حکمرانی پایین‌تر، تأخیر قیمت سهام بالاتر و حق ویژه تأخیر مرتبط را خواهد داشت.

کیفیت افشا

برای اندازه‌گیری کیفیت افشا نیز از امتیازهای سالانه کیفیت افشای شرکتی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

کارایی قیمت

هو و مسکو ویتز (۲۰۱۶) عمدتاً از بازده‌های سهام هفتگی برای محاسبه میزان تأخیر قیمت خود استفاده می‌کنند زیرا ادعا می‌کنند که در فرکانس‌های ماهانه، انتشار کمی در اقدامات تأخیر وجود دارد چون بیشتر سهام به اطلاعات ظرف یک ماه

پاسخ می‌دهند. علاوه بر این، در فرکانس‌های روزانه، ممکن است این ریزساختار و مانند bid و تجارت غیر هم‌زمان وجود داشته باشد. بنابراین ما همچنین از بازده‌های سهام هفتگی برای محاسبه میزان تأخیر قیمت ما استفاده می‌کنیم. که به صورت فرمول زیر نشان داده خواهد شد.

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_j^{(-n)} R_{m,t-n} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

$$D1 = 1 - \frac{R^2_{restricted}}{R^2_{unrestricted}} \quad (3)$$

بازده مورد انتظار

در تحقیق حاضر برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار از متغیرهای چولگی و کشیدگی توزیع بازده سهام استفاده می‌شود. برای محاسبه این متغیرها به صورت زیر عمل می‌شود.

۱. در ابتدا با استفاده از رابطه (۱) بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می‌شود (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ برادشاو و همکاران، ۲۰۱۰؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۱؛ کالین و فانگ، ۲۰۱۱؛ اندرو و همکاران، ۲۰۱۲؛ اندرو و همکاران، ۲۰۱۳):

$$W_{j,t} = \text{Ln}(1 + \varepsilon_{j,t})$$

که در آن:

$W_{j,t}$: بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه t طی سال مالی؛

$\varepsilon_{j,t}$: بازده باقیمانده سهام شرکت j در ماه t که از پسماند مدل نشان داده شده در رابطه (۲) بدست می‌آید:

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j} R_{m,t-2} + \beta_{2,j} R_{m,t-1} + \beta_{3,j} R_{m,t} + \beta_{4,j} R_{m,t+1} + \beta_{5,j} R_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

که در این رابطه $R_{j,t}$: بازده سهام شرکت j در ماه t طی سال مالی است. بازده سهام، شامل مزایای نقدی و غیرنقدی تعلق گرفته به سهام شرکت و تغییرات قیمتی آن در یک دوره خاص می‌باشد که از طریق رابطه ذیل محاسبه می‌شود.

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \quad (3)$$

که در آن:

$R_{i,t}$: بازده کل سهام شرکت i در دوره t است.

$P_{i,t}$: قیمت سهام شرکت i در پایان دوره t است.

$P_{i,t-1}$: قیمت سهام شرکت i در آغاز دوره t است.

$D_{i,t}$: توزیع منافع مالکیت سهام در دوره t شامل سود نقدی، سهام جایزه، حق تقدم و غیره می‌باشد.

۲. در مرحله دوم با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، چولگی و کشیدگی بازده سهام به شیوه‌های زیر محاسبه می‌شود:

الف) چولگی توزیع بازده سهام

هانگ و استین^۱ (۲۰۱۶) نیز بیان کردند که چولگی بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه گیری عدم تقارن در توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی بازده سهام از رابطه (۳) استفاده می شود (چن^۲ و همکاران، ۲۰۱۴؛ کیم^۳ و همکاران، ۲۰۱۱؛ کالین و فانگ^۴، ۲۰۱۱؛ اندرو و همکاران^۵، ۲۰۱۲):

$$Skew = N / (N - 1)(N - 2) \left[\frac{\{\sum_{N=1}^N (R_N - \bar{R})^3\}}{\sigma^3} \right] \quad (4)$$

که در آن:

Skew: چولگی توزیع بازده سهام

R: بازده کل سهام

N: دوره در نظر گرفته شده (ماهانه)

σ : انحراف استاندارد بازده سهام

ب) کشیدگی توزیع بازده سهام

برادشو^۶ و همکاران (۲۰۱۰) بیان کردند کشیدگی توزیع به عنوان بازده های پرت با توجه به انحراف معیار یک شرکت خاص تعریف می گردد. برای محاسبه این متغیر از رابطه (۴) استفاده می شود (برادشو و همکاران، ۲۰۱۰؛ اندرو و همکاران ۲۰۱۲):

$$Kurt = \frac{N(N + 1)}{(N - 1)(N - 2)(N - 3)} \left[\frac{\{\sum_{N=1}^N (R_N - \bar{R})^4\}}{\sigma^4} \right] - 3 \frac{(N - 1)^2}{(N - 2)(N - 3)}$$

که در آن:

kurt: کشیدگی (۵) بازده سهام

R: بازده کل سهام

N: دوره در نظر گرفته شده (ماهانه)

σ : انحراف استاندارد بازده سهام

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت: برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی هاست (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

¹ Hong and Stein

² Chen Sun, Z, Tang, S, & Wu, D.

³ Kim

⁴ Callen, J. L. and X. Fang

⁵ Andreou, P. C, Antoniou, C, Horton, J. and C. Louca

⁶ Bradshaw

دارایی‌های مشهود (مشهود بودن): برابر با نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت می‌باشد (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

فرصت‌های رشد: برابر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

عمر شرکت: برابر تعداد سال‌ها از زمان ثبت شرکت است (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

سودآوری: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها است (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

ریسک شرکت: برابر انحراف معیار بازده است (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

سپر مالیاتی غیر از بدهی: برابر هزینه استهلاک سالانه به کل دارایی‌ها می‌باشد (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

نقدشوندگی دارایی‌ها (نسبت جاری): برابر دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری است (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

قیمت سهام: لگاریتم طبیعی معکوس قیمت سهام است (سیواتاسان و همکاران، ۲۰۱۶).

یافته پژوهش

در جدول (۱) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	میانگین
کیفیت افشا	۰,۸۹	۰,۰۲۰	۰,۳۹	۰,۳۶
کارایی قیمت	۰,۹۰	۰,۰۰۵	۰,۲۳	۰,۲۷
چولگی توزیع بازده سهام	۰,۴۵۲	-۰,۶۷۱	۰,۰۶	۰,۰۵
کشیدگی توزیع بازده سهام	۱۹,۱۴۲	-۰,۱۴	۱,۰۸۲	۰,۴۶۲
بازده صفر	۹۲,۶۶۶	۰,۱۶۱	۴,۰۷۷	۱,۱۰۸
حاکمیت شرکتی	۱۲,۰۰	۵,۰۰	۱,۸۷	۷,۱۴
فرصت رشد	۴۶,۶۴	۰,۰۶۸	۳,۳۰۴	۳,۱۰۰
سودآوری	۵,۵۷۷	۰,۸۷	۰,۵۵۹	۰,۲۷۰
سپر مالیاتی غیر از بدهی	۰,۱۴۳	۰,۰۴۲۰	۰,۲۲	۰,۰۱۶
اندازه شرکت	۸,۳۱۶	۴,۵۵۶	۰,۷۱۱	۶,۲۴۸
نسبت جاری	۱۳,۱۵۰	۰,۲۷۰	۱,۱۹۲	۱,۵۵۹
دارایی مشهود	۱,۰۰	۰,۰۰	۰,۱۹	۰,۲۷
قیمت سهام	۰,۶۴	-۴,۵۰	۰,۳۹	۳,۴۲
ریسک	۳,۸۷۷	۰,۰۰	۰,۳۷۷	۰,۲۲
عمر شرکت	۶۴	۵	۰,۹۲	۲,۲۷

همان‌طور که در جدول (۲) منعکس گردیده، احتمال F لیمر کلیه مدل‌های پژوهش کمتر از ۵٪ می‌باشد لذا برای تخمین کلیه مدل‌ها از روش تابلویی استفاده می‌شود. و با توجه به این که احتمال آزمون هاسمن کلیه مدل‌های تحقیق کمتر از ۵٪ می‌باشد لذا برای تخمین کلیه مدل‌ها از الگوی اثرات ثابت بهره گرفته می‌شود.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون F لیمر

معناداری	آماره F	احتمال (معناداری)
فرضیه اول	۲,۱۸۷۴۱۳	۰,۰۰۰۰
فرضیه دوم	۴,۵۸۹۵۰۲	۰,۰۰۰۰
فرضیه سوم	۱,۱۴۰۵۵۴	۰,۰۰۷۱

حال می‌بایست مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون گردد. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای انجام آزمون هاسمن، ابتدا می‌بایست مدل اثرات تصادفی - زمانی را برآورد کنیم.

همان‌طوری که ملاحظه می‌گردد، با توجه به سطح معناداری به دست آمده در این مرحله مدل اثرات ثابت به عنوان مدل ارجح برای فرضیه‌های تحقیق انتخاب می‌شود.

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون هاسمن

مدل‌های تحقیق	اثر آزمون	آماره	(احتمال) معناداری
فرضیه اول	ثابت	۱۹۰,۰۷۰۲۳۹	۰,۰۰۰۰
فرضیه دوم	ثابت	۳۲۵,۱۹۸۵۰۲	۰,۰۰۰۷
فرضیه سوم	ثابت	۱۵,۸۶۱۲۷۲	۰,۰۰۳۲

بنابر نتایج حاصل از آزمون که در جدول (۴) آورده شده است، در ۲ مدل پژوهش مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده کمتر از ۰/۰۵ است). بنابراین برای برطرف نمودن ناهمسانی از برآوردکننده GLS استفاده می‌شود.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جزء خطا

مدل‌های تحقیق	آماره F	احتمال آماره
فرضیه اول	۱۲,۱۷۰۳۱	۰,۰۰۰۰
فرضیه دوم	۷,۰۴۲۶۸۱	۰,۰۰۰۰
فرضیه سوم	۱,۵۱۷۹۸۹	۰,۰۰۰۲

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه اول: بین کیفیت افشا و کارایی قیمت رابطه معناداری وجود دارد.

جدول زیر نتایج برآورد رابطه کیفیت افشا و کارایی قیمت را گزارش می‌دهد. متغیر مستقل، کیفیت افشا است ارزیابی می‌شود. متغیر وابسته، کارایی قیمت است، در جدول زیر مدل ۱ نتایج رگرسیون فرضیه اول را گزارش می‌دهد.

جدول ۵: نتایج تخمین مدل اول پژوهش

$(r)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{rank})_{i,t} + \sum_{j=1}^9 \gamma_j (\text{Control variable})_{i,t} + u_{i,t}$		
متغیرها		
عدد ثابت	سطح معناداری/ضریب	-۰,۵۸۸
	آماره t	(-۸,۱۰)
کیفیت افشا	سطح معناداری/ضریب	۰,۶۵۵***
	آماره t	(۷,۸۱)
	آماره t	
فرصت رشد	سطح معناداری/ضریب	۰,۰۵۸***
	آماره t	(۱۱,۰۵)
سودآوری	سطح معناداری/ضریب	-۰,۱۰۵***
	آماره t	(-۷,۷۰)
سپرمالیاتی غیر از بدهی	سطح معناداری/ضریب	-۰,۱۶۵***
	آماره t	(-۱,۶۸)
اندازه شرکت	سطح معناداری/ضریب	۰,۰۸۵***
	آماره t	(۵,۴۱)
دارایی مشهود	سطح معناداری/ضریب	-۰,۱۷۶***
	آماره t	(-۰,۱۸)
نسبت جاری	سطح معناداری/ضریب	-۱,۴۱۷***
	آماره t	(-۸,۸۴)
قیمت سهام	سطح معناداری/ضریب	-۰,۰۸۸***
	آماره t	(-۷,۵۴)
ریسک	سطح معناداری/ضریب	-۰,۴۸۶***
	آماره t	(-۵,۷۸)
عمر شرکت	سطح معناداری/ضریب	۰,۰۵۸***
	آماره t	(۸,۵۱)
ضریب تعیین		۰,۳۱۴
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۴۰۱

*** معناداری در سطح ۹۹٪

** معناداری در سطح ۹۵٪

* معناداری در سطح ۹۰٪

عدد ذکر شده در زیر ضریب همبستگی به دست آمده، نشان دهنده مقدار t به دست آمده برای متغیر می باشد. که در اینجا و بر اساس نوع فرضیه، محقق با استفاده از سطح معنی داری و ضریب همبستگی به دست آمده می تواند نتایج فرضیه را توصیف نماید.

از مدل ۱ نتیجه میگیریم که ضرایب متغیرهای کیفیت افشا و کارایی قیمت، رابطه‌ی مثبت و معناداری با هم دارند، صرف- نظر از این که چه نوع افشایی به کار رفته باشد.

فرضیه دوم: بین کیفیت افشا و بازده مورد انتظار رابطه معناداری وجود دارد

جدول زیر نتایج برآورد رابطه کیفیت افشا و بازده مورد انتظار را گزارش می دهد، متغیر مستقل، کیفیت افشا است و متغیر وابسته، بازده مورد انتظار است،

جدول ۶: نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

مقدار ثابت	سطح معناداری / ضریب	۰,۵۱۸***
	آماره t	(-۴,۱۱)
چولگی بازده	سطح معناداری / ضریب	۰,۰۰۱۸*
	آماره t	(-۱,۷۱)
کشیدگی بازده	سطح معناداری / ضریب	۰,۰۵۶***
	آماره t	(۱,۶۶)
فرصت رشد	سطح معناداری / ضریب	۰,۱۷۴***
	آماره t	(-۱۴,۸۷)
سودآوری	سطح معناداری / ضریب	۱,۴۱۷***
	آماره t	(۱۴,۸۶)
سپرمالیاتی غیر از بدهی	سطح معناداری / ضریب	۰,۰۶۱***
	آماره t	(-۱۷,۱۴)
اندازه شرکت	سطح معناداری / ضریب	۰,۶۶۸***
	آماره t	(-۴,۷۱)
دارایی مشهود	سطح معناداری / ضریب	۱,۳۱۵***
	آماره t	(-۱۳,۲۱)
نسبت جاری	سطح معناداری / ضریب	۰,۰۱۱***
	آماره t	(۱۵,۱۳)
قیمت سهام	سطح معناداری / ضریب	۰,۱۱۲***
	آماره t	(-۳,۵۱)
عمر شرکت	سطح معناداری / ضریب	۰,۰۵۱***
	آماره t	(۸,۶۰)
ضریب تعیین		۰,۷۸۹
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۸۱۵

*** معناداری در سطح ۰,۰۰۱، ** معناداری در سطح ۰,۰۱ و * معناداری در سطح ۰,۰۵

عدد ذکر شده در زیر ضریب همبستگی به دست آمده، نشان دهنده مقدار t به دست آمده برای متغیر می باشد. که در اینجا و بر اساس نوع فرضیه، محقق با استفاده از سطح معنی داری و ضریب همبستگی به دست آمده می تواند نتایج فرضیه را توصیف نماید.

جدول حاکی از آن است که، کیفیت افشا با بازده مورد انتظار، بدون توجه به نوع افشا رابطه معناداری دارد.

فرضیه سوم: بین کارایی قیمت و بازده مورد انتظار رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۷: نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

متغیرها		کشیدگی توزیع	چولگی توزیع
عدد ثابت	سطح معناداری/ضریب	-۰.۴۸۴***	-۱.۱۴۷***
	آماره t	(-۵.۷۸)	(-۱۵.۷۶)
کارایی قیمت	سطح معناداری/ضریب	۰.۶۵۵***	۰.۶۶۷***
	آماره t	(۱۸.۵۷)	(۱۶.۸۷)
آمیهود	سطح معناداری/ضریب		
	آماره t		
بازده صفر	سطح معناداری/ضریب		
	آماره t		
حاکمیت شرکتی	سطح معناداری/ضریب	-۰.۰۰۱	-۰.۰۰۵***
	آماره t	(-۱.۰۵)	(-۸.۱۷)
فرصت رشد	سطح معناداری/ضریب	۰.۰۵۸***	-۰.۰۰۵***
	آماره t	(۵۴.۸۷)	(-۶.۸۵)
سودآوری	سطح معناداری/ضریب	-۰.۱۰۶***	-۰.۰۶۸***
	آماره t	(-۱۵.۶۱)	(-۷.۸۰)
سپر مالیاتی غیر از بدهی	سطح معناداری/ضریب	-۰.۱۶۵***	-۰.۱۱۸***
	آماره t	(-۱۶.۸۶)	(-۱۸.۷۶)
اندازه شرکت	سطح معناداری/ضریب	۰.۰۸۵***	۰.۰۷۵***
	آماره t	(۱۸.۷۵)	(۸۵.۸۵)
دارایی مشهود	سطح معناداری/ضریب	۰.۱۷۶***	۰.۰۸۱***
	آماره t	(۱۴.۷۱)	(۸.۵۸)
نسبت جاری	سطح معناداری/ضریب	-۰.۰۸۸***	-۰.۰۷۵***
	آماره t	(-۱۴.۸۱)	(-۱۸.۱۶)
قیمت سهام	سطح معناداری/ضریب	-۰.۴۸۸***	-۰.۰۸۵
	آماره t	(-۱۵.۰۷)	(-۸۷.۴۱)
ریسک	سطح معناداری/ضریب	۰.۰۵۸***	-۰.۰۱۴***
	آماره t	(۸.۶۷)	(-۰.۵۷)
عمر شرکت	سطح معناداری/ضریب	۰.۴۵۴***	۱.۱۴۷***
	آماره t	(۷.۷۵)	(۵۷.۷۶)

ضریب تعیین		۰.۹۸۵	۰.۴۶۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۹۹۲	۰.۵۰۳

بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش با استفاده از معیار کیفیت افشا جامع شرکت‌های پذیرفته‌شده در ایران، بررسی می‌کنیم که چگونه کیفیت افشا ممکن است بر بازده قیمت سهام شرکت و هزینه سرمایه سهامداران تأثیر بگذارد. شواهد ما نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای امتیاز درجه‌بندی اطلاعات بالاتر تأخیر قیمت سهام کمتری دارند. علاوه بر این، کنترل شرکتی ما - نرخ اطلاعات تعیین شده همچنین به طور منفی با تأخیر قیمت سهام، به خصوص برای اقدامات مدیریتی در ارتباط است. در نهایت، نتایج ما نشان می‌دهد که مولفه‌های رتبه‌بندی اطلاعات مشخص کنترل قیمت سهام به طور قابل توجهی تأخیر سهام آتی را توضیح می‌دهد و نشان می‌دهد که شرکت‌های تحت کنترل بهتر کیفیت افشا بهتر و تأخیر در قیمت مرتبط خواهند داشت. نتایج این پژوهش با تحقیق لیسون و مرتال (۲۰۰۹) در استرالیا، محمد و سیلانتا (۲۰۱۴) در آمریکا، آدومیسریکوا و همکاران (۲۰۱۱) در تایلند، سیواتاسان و همکاران (۲۰۱۶)، فندرسکی و فندرسکی (۱۳۹۴) در ایران و خلیفه سلطانی و بهرامی (۱۳۸۶) در ایران، مطابقت دارد.

در تمام پژوهش‌هایی که انجام می‌شود، محدودیت‌ها جزئی از پژوهش می‌باشند. همین محدودیت‌ها هستند که زمینه را برای پژوهش‌های آتی و جدید فراهم می‌سازد. پژوهش حاضر دارای محدودیت‌هایی است که باعث می‌گردد نتایج آن با احتیاط بیان گردد، از جمله محدودیت‌های تحقیق عبارتند از:

- شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و نیز جو روانی حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار تهران، از عواملی هستند که ممکن است بر متغیرهای این پژوهش اثر گذارند، اما در پژوهش حاضر کنترل نشده‌اند.
- داده‌های مستخرج از صورت‌های مالی، از بابت تورم تعدیل نشده‌اند. با توجه به متفاوت بودن نرخ تورم در سال‌های مورد بررسی، در صورتی که داده‌های مورد استفاده از این بابت تعدیل می‌شدند، ممکن بود نتایج، متفاوت از نتایج فعلی باشد.
- به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، سهام شرکت‌هایی را برگزینند که حاکمیت شرکتی بهتری داشته باشند تا نقدشوندگی سهام خریداری شده بیشتر باشد زیرا حاکمیت شرکتی قوی منجر به حمایت بیشتر از منافع سهامداران می‌شود که این امر باعث افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. هم‌چنین باید به هنگام اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به دلیل اثرات اهرم بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، ساختار سرمایه شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند، زیرا با افزایش اهرم، میزان تعهدات شرکت افزایش پیدا می‌کند که این امر باعث افزایش ریسک سهم می‌شود و نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد.

منابع

- ۱- اسلامی بیگدلی، غلامرضا و سارنج، علیرضا. (۱۳۹۵). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران. «بررسی‌های حسابداری و حسابرسی» دوره ۱۵، ش ۵۳، صص. ۳-۱۶.
- ۲- حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشد. (۱۳۹۵). «حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابدار» سال بیست و سوم، ش ۲۰۳، صص. ۷۴-۷۹.
- ۳- دستگیر محسن و بزازاده، حمیدرضا. (۱۳۹۲). «تأثیر میزان افشاء بر هزینه سهام عادی» تحقیقات مالی، ش ۱۶، صص ۸۳-۱۰۳.
- ۴- دستگیر، محسن و بزازاده، حمیدرضا. (۱۳۸۵). «تأثیر افشاء بر ریسک سیستماتیک. پژوهشنامه اقتصادی» ش ۲۰، صص. ۲۳۵-۲۵۰.
- ۵- سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۸). «کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب» سایت بورس اوراق بهادار تهران.
- ۶- عبدالخلیق، رشاد و آجین کیا، بیبین (۱۳۷۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی. محمد نمازی، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.
- ۷- عرب مازار یزدی، محمد و طالبیان، سید محمد. (۱۳۹۵). «کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه» مطالعات حسابداری، ش ۲۱، صص. ۱-۳۰.
- ۸- فخاری، حسین و فلاح محمدی، نرگس. (۱۳۸۸). «بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» تحقیقات حسابداری، سال اول، ش چهارم، صص. ۱۴۸-۱۶۳.
- ۹- قائمی، محمدحسین و شهریاری، مهدی. (۱۳۸۸). «حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها». پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره اول، ش اول، صص. ۱۱۳-۱۲۸.
- ۱۰- قائمی، محمدحسین و وطن‌پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران» بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، ش ۴۱، صص. ۸۵-۱۰۳.
- ۱۱- کاشانی پور، محمد، مهرانی، ساسان و پاشا نژاد، یوسف. (۱۳۸۹). «بررسی ارتباط برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار» پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، ش دوم، صص. ۶۱-۷۶.
- ۱۲- کاظم‌نژاد، مصطفی. (۱۳۸۹). شناسایی و تبیین عوامل مؤثر بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شیراز.
- ۱۳- کردستانی، غلامرضا و مجدی، ضیال‌الدین. (۱۳۸۶). «بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی» بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۸، صص ۸۵-۱۰۴.
- ۱۴- والاس، وندا. (۱۳۸۴). نقش اقتصادی حسابرسی در بازارهای آزاد و بازارهای تحت نظارت، حامی امیر اصلانی. تهران: سازمان حسابرسی.

15- Amihud, Y. and Mendelson, H.) 1986(. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, pp. 223-249.

16- Baker, H. K. and Powell, G. E. (2016). *Understanding Financial Management: A Practical Guide* (1sted). Australia: Blackwell Publishing.

- 17- Ball, R.; Kothari, S. P.; and Robin, A. (2014). The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earning. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 1-51.
- 18- Barry, T. C. and Brown, S. (1985). Differential Information and Security Market Equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, No. 4, pp. 407-422.
- 19- Barth, M. E. and Schipper, K. (2008). Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23, No. 2, pp. 173-190.
- 20- Beretta, S. and Bozzolan, S. (2008). Quality Versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23, No. 3, pp. 333-375.
- 21- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol. 22, No. 3, pp. 323-349.
- 22- Botosan, C. A. and Plumplee, M. A. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Equity Capital. *Journal of Accounting research*, Vol. 40, No. 1, pp. 21-40.
- 23- Brown, S., Hillegeist, S. A., and Lo, K. (2004). Conference Calls and Information Asymmetry. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 37, pp. 343–366.
- 24- Brown, S. and Hillegeist, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, pp. 443–477.
- 25- Datar, V. T., Naik, N. Y., and Radcliffe, R. (2015). Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *Journal of Financial Markets*, Vol. 1, No.1, pp. 203–219.
- 26- Diamond, D. W. (1985). Optimal Release of Information by Firms. *The Journal of Finance*, Vol. XL, No. 4, pp.1071-1094.
- 27- Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp.1325-1359.
- 28- Espinosa, M.; Tapia, M. and Trombetta, M. (2016). Disclosure and Liquidity. Working paper, [Online]. www.docubib.uc3m.es
- 29- Espinosa, M. 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, No. 10, pp.1371-1392.
- 30- Espinosa, M.; Tapia, M. and Trombetta, M. (2008). Disclosure and Liquidity in a Driven By Orders Market: Empirical Evidence from Panel Data. *Investigaciones Economicas*, Vol. 32, No. 3, pp. 339-370.
- 31- Frost, C. A.; Gordon, E. A. and Hayes, A. F. (2002). Stock Exchange and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges. *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 3, pp. 437 – 483.
- 32- Garleanu, N. and Pedersen, L. H. (2004). Adverse Selection and the Required Return. *Review of Financial Studies*, Vol.17, pp. 643-665.
- 33- Gelb, D. S., and Zarowin, P. (2002). Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, pp. 33–52.
- 34- Gietzman, M. and Ireland, J. (2016). Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice. *Journal of Business, Financial & Accounting*, Vol. 23, No. 3&4, pp. 599-634.

- 35- Handa, P. and Linn, S. (1993). Arbitrage Pricing With Estimation Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No. 1, pp. 81-100.
- 36- Hassan, M. S.; Saleh, N. M. and Abd Rahman, M. R. C. (2008). Determinants of Financial Instruments Disclosure Quality among Listed Firms in Malaysia. Working paper, [Online]. www.ssrn.com.
- 37- Heflin, F.; Shaw, k. and Wild, J. J. (2016). Disclosure Quality and Market Liquidity. Working paper, [Online]. www1.american.edu.
- 38- Hendriksen, E.S. and Van Breda, M.F. (1992). *Accounting Theory*, 5th edition. united states of America: IRWIN.Inc.
- 39-Kung-Cheng Ho, Shih-Cheng Lee, Ping-Wen Sun(2017), Disclosure quality, price efficiency, and expected returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 631-671.
- 40- Kothari, S. P. (2014). The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market. *Presented at Building an Infrastructure for Financial Stability conference (Federal Reserve Bank of Boston)*, pp. 89-102.
- 41- Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, pp.1315-1335.
- 42- Leuz, C. and Wysocky, P. (2006). Capital Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation. Working Paper, [Online]. www.tfmsl.ca
- 43- Liu, W. (2006). A Liquidity-augmented Capital Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 631-671.
- 44- Lundholm, R. J., and Myers, L. (2002). Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Returns Earnings Relation. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, pp. 809-839.
- 45- Matoussi, H.; Karaa, A. and Maghraoui, R. (2004). Information Asymmetry, Disclosure Level and Securities Liquidity in the BVMT. *Finance India*, Vol. 18, pp. 547-557.
- 46- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 483-510.
- 47- 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.
- 48- Sengupta, P. (2015). Corporate Disclosure Quality and Cost of Debt. *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 4, pp. 459-474.
- 49- Singhavi, S. S. and Desai, H. B. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, Vol. 46, No. 1, pp.129-138.
- 50- Verrecchia, R. E. (1982). The Use of Mathematical Models in Financial Accounting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, pp.1-42.
- 51- Verrecchia, R, E. (2014). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.
- 52- Wallace, R.S.O.; Naser, k.; and Mora, A. (1994). The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*. Vol. 25, Issue. 97, pp. 41-53.
- 53- Weston, J. and Brigham, F. (1975). *Managerial Finance*, 5th Edition, Illinois: The Dryden Press, Inc.

- 54- Zhang, M. H. (2016). The Differential Effects of Proprietary Cost on the Quality versus Quantity of Voluntary Corporate Disclosures. *Phd Dessertation*, University of Texas.
- 55- Zhang, L, Ding, S. (2006). The Effect of Increased Disclosure on Cost of Capital: Evidence from China. *Review of Quantitative Financial Accounting*, Vol. 27, pp. 383-401.

Disclosure quality, cost-effectiveness and expected returns

Hossein Vafadar¹

Date of Receipt: 2019/05/04 Date of Issue: 2019/05/29

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between disclosure quality, cost effectiveness and expected returns. This research is an empirical research in the field of positive accounting research based on actual information on financial statements of corporations admitted to the Tehran Stock Exchange. This research is based on the relationship between causal variables, in terms of purpose, applied and in terms of method, descriptive survey, which uses historical information of companies and statistical methods to confirm or exclude hypotheses. The statistical population of this research includes companies accepted in Tehran Stock Exchange between 1392 and 1396, which is the number of 100 companies selected by the method of knockout. In this research, panel data was used to estimate the model. Descriptive and inferential methods have been analyzed to analyze the obtained data. In this research, Eviews software was used to test the hypotheses. The results of using ordinary least squares regression showed that the coefficients of disclosure quality and price performance have a positive and significant relationship, regardless of what kind of disclosure was used. Also, the disclosure quality with expected returns, regardless of type Disclosure has a meaningful relationship.

Keyword

Disclosure quality, Cost effectiveness, Expected odds

1. Faculty of Accounting, Accounting Department, Payam Noor University, Tehran, Iran
2. Graduate Student, Accounting Department, Payam Noor University, Tehran, Iran