

پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال هشتم، شماره سوم، پیاپی (۲۹)، پاییز ۱۳۹۵  
تاریخ وصول: ۱۳۹۴/۱۰/۲۴  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۱/۲  
صص: ۴۳-۵۸

## تعیین تأثیر جانیشینی یا مکملی در توضیح نابهنجاری کیفیت اقلام تعهدی و افشاء در بورس اوراق بهادار تهران

حمیده افشاری\*، زیبا قجاوند\*\*، امیر رسائیان\*\*\*

\* دانشجوی دکتری مدیریت، مؤسسه آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی (ریاست جمهوری)، تهران، ایران

hamidehafshari@gmail.com

\*\* کارشناس ارشد مدیریت مالی، مؤسسه آموزش عالی صنعتی فولاد، فولادشهر، اصفهان، ایران

zibaghovand@yahoo.com

\*\*\* کارشناس ارشد حسابداری، مازندران، ایران

a.rasaiian@umz.ac.ir

### چکیده

در این پژوهش، تأثیر کیفیت اقلام تعهدی و افشاء بر بازده غیرعادی سهام ارزیابی شده است. این ارزیابی از طریق بررسی تأثیر جانیشینی یا تکمیلی میان کیفیت اقلام تعهدی و افشاء بر پیش‌بینی تغییرات بازده غیرعادی سهام صورت گرفته است. نظریه‌های موجود و مطالعات انجام‌شده در این رابطه، اثرهای متفاوتی میان کیفیت اقلام تعهدی و افشاء در پیش‌بینی تغییرات بازده غیرعادی سهام نشان داده است. پژوهش حاضر در بررسی این موضوع، فرض وجود تأثیر منفی و معنادار بین کیفیت اقلام تعهدی و افشاء بر پیش‌بینی تغییرات بازده غیرعادی سهام را مورد آزمون قرار داده است. در این پژوهش، فرضیه‌ها با استفاده از اطلاعات مالی ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۵ و با بهره‌گیری از مدل فاما و فرنچ و تجزیه و تحلیل رگرسیون ترکیبی آزمون شده است. با توجه به نتایج پژوهش، کیفیت اقلام تعهدی و افشاء دارای اطلاعات مشابه و تأییدکننده برای یکدیگر هستند و این موضوع اثر جانیشینی میان آن‌ها را تأیید می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** اقلام تعهدی، کیفیت افشاء، بازده سهام، مدل فاما و فرنچ.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: اصفهان، خیابان سپاه، اداره کل امور مالیاتی استان، اداره مؤدیان بزرگ مالیاتی استان.

## مقدمه

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران که نماینده سهامداران هستند، ممکن است به گونه‌ای عمل کنند یا تصمیم‌هایی را اتخاذ نمایند 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. برای این موضوع، به شفافیت<sup>۱</sup> صورت‌های مالی و کیفیت افشاء<sup>۲</sup> اطلاعات ارائه‌شده به‌عنوان یک راهکار عملی توجه شده است. جریان شفاف و با کیفیت اطلاعات موجب کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی<sup>۳</sup> و افشاء مالی ضعیف، باعث گمراهی سهامداران می‌شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آن‌ها دارد. تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی بیانگر آن است که افزایش عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران و پایین‌آمدن نقدشوندگی<sup>۴</sup> اوراق بهادار، کم‌شدن حجم معامله‌ها و به‌طور کلی، کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستدها تأثیر مستقیم دارد. بنابراین، افشاء با کیفیت از طریق کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش حجم معامله‌ها و نقدشوندگی خواهد شد. والاس [۱۰] معتقد است گرچه در بازارهای کارا، دستیابی به بازده غیرعادی با استفاده از اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار، تا حد زیادی امکان‌پذیر نیست، اما شواهد موجود نشان می‌دهد که انتشار اطلاعات در بازار از دیدگاه بیشتر سرمایه‌گذاران ارزش دارد، زیرا از یک‌سو تعدیل لازم برای به‌روز کردن دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران در بازار را به‌وجود

می‌آورد و از سوی دیگر، عدم‌قطعیت حاکم بر بازار را که بر حجم مبادلات و نقدشوندگی اوراق بهادار نیز مؤثر است، تا حد زیادی برطرف می‌کند. در واقع، با انتشار اطلاعات در بازار، حجم داد و ستد اوراق بهادار افزایش می‌یابد. از این‌رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند به سبب سرمایه‌گذاری بهینه دست یابند که این امر، باعث افزایش ثروت و رفاه اقتصادی آنان می‌شود.

در سال‌های اخیر بحث‌های روزافزونی دربارهٔ تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر هزینهٔ سرمایه یا بازده مورد انتظار سهم، شده است. کانون اصلی بسیاری از این بحث‌ها، کیفیت اقلام تعهدی<sup>۵</sup> است. به‌ویژه دو پژوهش فرانسیس و همکاران [۱۶] در این زمینه از تأثیرگذارترین پژوهش‌هاست. در این دو پژوهش نشان داده می‌شود که کیفیت اقلام تعهدی با بازده سهام رابطهٔ معکوس دارد؛ یعنی هرچه کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌ها پایین باشد، هزینهٔ سرمایه یا بازده مورد انتظار سهام آن‌ها بیشتر خواهد بود. اما در بعضی دیگر از پژوهش‌ها، رابطه‌ای میان کیفیت اقلام تعهدی و بازده یافت نشد، به عبارت دیگر، عامل کیفیت اقلام تعهدی، قادر به تبیین نوسان بازده سهام شرکت‌ها نبود. در پژوهش حاضر برای اولین بار، در بورس اوراق بهادار تهران، تلاش شده است تا این موضوع بررسی شود که «آیا کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء با هم اثر جانشینی دارد یا اثر مکملی؟»

ساختار بقیهٔ پژوهش به این صورت است که در بخش دوم، مبانی نظری مرتبط با موضوع مطرح می‌شود. در بخش سوم، پژوهش‌های صورت‌گرفته در زمینهٔ پژوهش معرفی خواهد شد. در بخش چهارم، روش پژوهش شامل فرضیه‌ها، نمونه، مدل‌ها،

<sup>1</sup> Transparency<sup>2</sup> Disclosure Quality<sup>3</sup> Information Asymmetry<sup>4</sup> Liquidity<sup>5</sup> Accruals Quality

در باره آینده شرکت‌هایی با ارقام تعهدی کم، بدبین باشند، بنابراین سهام شرکت‌ها به گونه‌های نادرست و غیرمنطقی ارزش گذاری می‌شود.

افشاء<sup>۱</sup> یکی از اصول حسابداری است و براساس این اصل، باید کلیه اطلاعات مربوط به فعالیت‌های شرکت، مناسب و به موقع در اختیار گروه‌های مختلف استفاده‌کننده قرار بگیرد. در واقع، هدف اصلی از افشاء عبارت است از: کمک به استفاده‌کنندگان در تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری، تفسیر وضعیت مالی شرکت‌ها، ارزیابی عملکرد مدیریت و پیش‌بینی جریان‌های وجوه نقد آتی. در این راستا باید کلیه واقعیت‌های با اهمیت واحد اقتصادی به گونه‌های مناسب و کامل افشاء شوند، تا امکان اتخاذ تصمیم فراهم و از سردرگمی جلوگیری شود. افشاء باید از طریق گزارش‌های قانونی شامل صورت‌های مالی اساسی که حاوی تمامی اطلاعات با اهمیت، مربوط و به موقع است و به گونه قابل فهم و تا حد امکان کامل ارائه شود تا امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه را برای استفاده‌کنندگان فراهم کند [۷]. کیفیت افشاء به معنای اثرگذاری به‌هنگام اطلاعات حسابداری بر شاخص‌های بازار نظیر قیمت و بازده سهام خواهد بود [۲۹].

پژوهش‌های پیشین، شواهدی تجربی در زمینه رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشاء فراهم می‌کنند. ورچیا [۳۰]، میلگروم [۲۳] و گروسمنوهارت [۱۹] استدلال می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت‌ها و سهامداران خارجی، نیاز به افشای بیشتر را ایجاد می‌کند. شرکت‌های با کیفیت ارقام تعهدی کمتر، افشای جامع‌تری را نشان می‌دهند، زیرا عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران در

متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش بررسی می‌شود. در بخش پنجم، یافته‌های تجربی پژوهش ارائه خواهد شد، در پایان نیز نتیجه‌گیری، پیشنهادهای و منابع پژوهش مطرح می‌شود.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ادبیات حسابداری، بیانگر اثر منفی بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام است. این اثر منفی اصطلاحاً «نابهنجاری ارقام تعهدی» نامیده می‌شود که اولین بار آن را اسلون [۲۸] معرفی کرد. وی نشان داد پرتفوی شرکت‌هایی با ارقام تعهدی زیاد، بازده‌های آینده کمی به دست می‌آورد. ایشان این موضوع را به پایداری کمتر ارقام تعهدی در مقایسه با جزء نقدی سود نسبت داد که دلیل آن، ذهنیت‌گرایی و قضاوت بیشتر در برآورد ارقام تعهدی است. بنابراین، زمانی که جزء تعهدی سود، بیشتر است، سود در دوره‌های آینده، کمتر پایدار می‌ماند. به عبارت دیگر، در دوره‌های آینده، به دلیل پایداری کمتر ارقام تعهدی، شرکت‌های با حجم زیاد ارقام تعهدی، بازده‌های کمتر از حد انتظار و شرکت‌های با ارقام تعهدی کم، بازده‌های بیش از حد انتظار کسب خواهند کرد. این دیدگاه به استدلال پایداری معروف است. در واقع، سرمایه‌گذاران به‌گونه‌ای خام و بی‌تجربه بر سود تمرکز دارند و قادر به شناسایی کامل اطلاعات ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی نیستند. از طرفی، بیشتر سرمایه‌گذاران بر سود شرکت متمرکز هستند و پایداری متفاوت ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی را درک نمی‌کنند. نادیده گرفتن این تفاوت، سبب شده تا سرمایه‌گذاران درباره ارزیابی عملکرد آینده شرکت‌های با ارقام تعهدی زیاد، بسیار خوش‌بین و

<sup>۱</sup> Disclosure

رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام تأثیر دارد، به عبارت دیگر، با ورود این متغیر به الگوی پژوهش، ارتباط معکوس و معنادار ارقام تعهدی و بازده آینده سهام از بین می‌رود.

فروغی و همکاران [۶] تأثیر بازده نامشهود دوره‌های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این پژوهش، ضمن بررسی ارتباط بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام، به بررسی تأثیر بازده نامشهود دوره‌های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام پرداخته شده است؛ بدین منظور، نمونه‌ای شامل ۸۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۸ بررسی شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون تک‌متغیره و چندگانه به روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است. نتایج بررسی نشان داد که ارتباط معکوس و معناداری بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام (نابهنجاری ارقام تعهدی) وجود دارد؛ همچنین بازده نامشهود دوره‌های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام تأثیر دارد؛ به عبارت دیگر با ورود این متغیر به الگوی پژوهش، ارتباط معکوس و معنادار ارقام تعهدی و بازده آینده سهام از بین می‌رود.

باباجانی و عظیمی [۱] در پژوهش خود با استفاده از اطلاعات مالی ۱۰۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی اثر قابلیت اتکای ارقام تعهدی بر بازده سهام در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین آن‌دسته از ارقام تعهدی سود دوره جاری که قابلیت اتکای پایین‌تری دارند و بازده سهام در آینده، رابطه قوی‌تری وجود ندارد.

چنین شرکت‌هایی بالاتر است (اثر مکملی کیفیت ارقام تعهدی و افشاء).

از طرف دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشاء پایین، مسئله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار که با این مشکل روبه‌رو هستند، از نقدشوندگی کمتری برخوردار خواهند بود و هزینه داد و ستد آن‌ها در زمان خرید و فروش بیشتر خواهد شد. بنابراین، خریداران تمایل کمتری به خرید آن‌ها خواهند داشت. سرمایه‌گذاران برای این اضافه هزینه معاملاتی پرداخت‌شده، پاداش بیشتری مطالبه خواهند کرد؛ اما با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشای شرکت‌ها می‌توان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب بازده و سهام را افزایش داد [۲۲].

ورچیا [۳۱] در پژوهش خود نشان داد زمانی که کیفیت سود کاهش می‌یابد، شرکت‌ها انگیزه کمتری برای افشای اطلاعات دارند. به عبارت دیگر، شرکت‌های با کیفیت سود کمتر، اطلاعات کمتری را افشا می‌کنند، زیرا سرمایه‌گذاران این اطلاعات را نامعتبر می‌دانند. پژوهش فرانسیس و همکاران [۱۷]، اثر منفی میان افشای اختیاری و کیفیت سود را تأیید می‌کند. آن‌ها بیان می‌کنند که شرکت‌های با کیفیت سود بهتر، افشای اطلاعات بیشتری خواهند داشت (اثر جانشینی کیفیت ارقام تعهدی و افشاء).

فروغی و همکاران [۵] در پژوهشی ضمن بررسی ارتباط ارقام تعهدی و بازده آینده سهام به بررسی تأثیر بازده نامشهود دوره‌های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام پرداخته‌اند. نتایج بررسی نشان داد که ارتباط معکوس و معناداری بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام (نابهنجاری ارقام تعهدی) وجود دارد، همچنین بازده نامشهود دوره‌های قبل بر

سودآوری و نقدینگی شرکت‌ها، مدیران را به افزایش سطح افشای اطلاعات و شفافیت اطلاعاتی ترغیب می‌کند تا موقعیت مناسب شرکت را از نظر وضعیت سودآوری و نقدینگی به سرمایه‌گذاران و سایر افراد برون‌سازمانی نشان دهند.

نقدی و ابراهیمی کردلر [۹] به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های مالی و غیرمالی خاص شرکت‌ها بر میزان افشای اختیاری اطلاعات در گزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در پژوهش آن‌ها تعداد ۲۰۳ شرکت، که دارای شرایط مناسب برای پژوهش بودند؛ برای دوره زمانی دو ساله ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۲ انتخاب شده است. بدین منظور برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل ضرایب رگرسیون استفاده شده است. به منظور اندازه‌گیری سطح افشای اختیاری اطلاعات در گزارشگری سالیانه، فهرستی از ۵۰ قلم اختیاری براساس استانداردهای حسابداری و مقررات موجود در حوزه گزارشگری مالی تهیه شد. در پژوهش آن‌ها از شاخص غیروزی با سطح اهمیت یکسان ارقام افشاشده در راستای سنجش میزان افشای اختیاری استفاده شده است. نتایج حاصل بیانگر آن است که از میان ویژگی‌های مالی و غیرمالی در حوزه افشای اختیاری، تنها اندازه شرکت، رابطه مثبت و معناداری با سطح افشای اختیاری دارد. دیگر متغیرهای ویژگی‌های شرکت (عمر شرکت، سودآوری، نقدینگی، اهرم و اندازه مؤسسه حسابرسی) رابطه معناداری با سطح افشای اختیاری ندارند.

فرانکیس و برترند [۱۸] در پژوهش خود با عنوان «بررسی اثر افشای سود بر عدم تقارن اطلاعاتی» به بررسی اثر افشاء و اعلام سود سالانه بر عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سهام آمریکا و فرانسه پرداختند.

لشکری و نادری [۷] در پژوهش خود با عنوان بررسی رابطه سطح افشاء و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و با بررسی نمونه ۱۰۴ تایی از شرکت‌های بورسی و با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون به این نتیجه رسیدند که بین سطح افشاء و بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

حاجیان و همکاران [۲] به بررسی عوامل مؤثر بر سطح افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، ابتدا رابطه بین ویژگی‌های مختلف شرکتی و سطح افشای اطلاعات که طی ۳۲ پژوهش موجود در ادبیات بیش از بیست کشور دنیا مشاهده شد، بررسی گردید؛ سپس رابطه بین ویژگی‌هایی که در ادبیات مربوطه، رابطه آن با سطح افشای اطلاعات به دفعات بررسی و تأیید شده بود، به عنوان عوامل بالقوه تأثیرگذار بر سطح افشای اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با نمره‌های افشای این شرکت‌ها آزمون شد. برای آزمون رابطه بین ویژگی‌های شرکتی، شامل اندازه شرکت، سن شرکت، اهرم مالی، سودآوری و نقدینگی شرکت با سطح افشاء، از اطلاعات ۵۱۰ سال - شرکت برای سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ استفاده و روابط از طریق رگرسیون چندمتغیره آزمون شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد بر خلاف ادبیات موجود، رابطه معناداری بین اندازه شرکت، اهرم مالی و سن شرکت با سطح افشای اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. با این حال، رابطه مستقیم و معناداری بین سودآوری شرکت و وضعیت نقدینگی آن با سطح افشا مشاهده شد که نشان می‌دهد وضعیت مناسب

قبل به الگوی رگرسیونی، رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام از بین می‌رود.

هرشلیفر و همکاران [۲۰] در پژوهشی به بررسی عامل ریسک در نابهنجاری ارقام تعهدی پرداختند و علاوه بر متغیرهای الگوی سه‌عاملی فاما و فرنچ، یک متغیر به نام CMA را به عنوان عامل ریسک نیز در نظر گرفتند. آن‌ها CMA را تفاوت بین بازده پرتفوهایی با ارقام تعهدی کم و بازده پرتفوهایی با ارقام تعهدی زیاد تعریف کردند. نتایج نشان داد که ارقام تعهدی حتی پس از کنترل عامل CMA نیز می‌تواند بازده‌های آینده را پیش‌بینی کند و ارتباط منفی بین ارقام تعهدی و بازده سهام را نمی‌توان به عوامل ریسک نسبت داد.

براون و هایلجیست [۱۱] به بررسی رابطه بین کیفیت افشاء و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت افشاء به‌طور معکوس با عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط دارد. همچنین، بین کیفیت افشاء و میزان معاملات سهامدارانی که دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند، رابطه‌ای معکوس وجود دارد. علاوه بر آن، با توجه به یافته‌های قبلی مبنی بر اینکه هزینه سرمایه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش می‌یابد، نتایج بیانگر این است که شرکت‌های با کیفیت افشاء بیشتر، هزینه سرمایه پایین‌تری دارند.

دیاموند و ورچیا [۱۳] به بررسی رابطه بین ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی با اندازه بازده سهام پرداختند. طبق یافته‌های آن‌ها ارتباط مثبت زیادی بین اندازه ارقام تعهدی با بازده سهام وجود دارد؛ ضمن اینکه بین اندازه جریان‌های نقدی با بازده سهام ارتباط منفی وجود دارد.

آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سودهای غیرطبیعی و غافلگیرکننده بر عدم تقارن اطلاعات میان سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد و همچنین عدم تقارن اطلاعات بعد از اعلام قطعی سود از بین خواهد رفت.

موسلی و همکارانش [۲۴] در بررسی رابطه میان کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی با کیفیت افشای بیشتر، کیفیت ارقام تعهدی بیشتری دارند و کمتر درگیر مدیریت سود هستند. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی، اطلاعات مشابهی را شامل می‌شوند و رابطه میان آن‌ها جانشینی است.

فدیک و همکاران [۱۵] در پژوهشی به بررسی و آزمون فرضیه ثابت پرداختند. بر اساس این فرضیه، نابهنجاری ارقام تعهدی مبتنی بر قیمت‌گذاری نادرست در نتیجه تمرکز سرمایه‌گذاران بر سود، بدون در نظر گرفتن ماهیت برگشت‌پذیر ارقام تعهدی است و با برگشت ارقام تعهدی در دوره آینده، قیمت‌گذاری نادرست بازار تصحیح می‌شود. نتایج بررسی نشان می‌دهد که بین ارقام تعهدی و بازده آینده سهام ارتباط منفی هست و با برگشت ارقام تعهدی اختیاری در دوره‌های آینده، این رابطه منفی حذف می‌شود.

ریساتک [۲۷] در پژوهشی به بررسی تأثیر بازده نامشهود دوره‌های قبل بر نابهنجاری ارقام تعهدی پرداخت. وی از طریق رگرسیون بازده سهام بر متغیرهایی نظیر باقیمانده الگو را به‌عنوان بازده، B/M ارقام تعهدی، ارقام غیرتعهدی، انتشار سرمایه و نامشهود در نظر گرفت. مطالعه وی نشان داد که بین ارقام تعهدی و بازده سهام رابطه معکوسی هست، همچنین با وارد کردن متغیر بازده نامشهود دوره‌های

## فرضیه‌های پژوهش

با توجه به بررسی سابقه موضوع، فرضیه‌های پژوهش بدین شرح است:

۱- کیفیت ارقام تعهدی بر بازده غیرعادی سهام تأثیر منفی دارد.

۲- کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی سهام تأثیر منفی دارد.

۳- ارقام تعهدی بر کیفیت افشاء تأثیر منفی دارد.

## روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ ماهیت، در دسته توصیفی - همبستگی است و چون پژوهش حاضر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است، از لحاظ هدف کاربردی محسوب می‌شود. مدل آماری به کار گرفته شده در این پژوهش، مدل فاما و فرنچ [۱۴] و رگرسیون ترکیبی است. همچنین، برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، نرم‌افزارهای Excel و Eviews7 به کار گرفته شده است. روش گردآوری داده‌ها، اسنادکاوی است و داده‌های لازم و اطلاعات مالی، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و بانک‌های اطلاعاتی نظیر تدبیرپرداز، ره‌آورد نوین و سایت کدال<sup>۱</sup> و... جمع‌آوری و بررسی شده‌اند. در پژوهش حاضر برای آزمون فرضیه‌ها و استفاده از مدل‌های مذکور، شرکت‌های نمونه به منظور متغیر وابسته پرتفوبندی می‌شود. در ادامه نحوه این پرتفوبندی در محاسبه متغیر وابسته بررسی شده است.

## متغیرهای پژوهش

### الف- متغیر مستقل

یکی از متغیرهای مستقل این پژوهش، کیفیت افشاء است. برای سنجش این متغیر از امتیازهای متعلق به هر شرکت که سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، از طریق اطلاعیه «کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی مناسب» منتشر می‌کند، استفاده شده است. عوامل تعیین‌کننده کیفیت افشاء اطلاعات حسابداری، متعدد هستند. پانانن و لین [۲۵] بیان می‌کنند که کیفیت افشاء اطلاعات حسابداری تابعی از عوامل مختلف شامل ساختار سرمایه، نوع مالکیت، رشد فروش، اندازه شرکت و همچنین وضعیت سهام شرکت در بازار سرمایه است. همچنین آن‌ها یکی از ویژگی‌های کیفیت افشاء را تأیید پیش‌بینی‌های قبلی می‌دانند. اما پنمن [۲۶] بیان می‌کند که کیفیت افشاء اطلاعات متأثر از کیفیت استانداردهای حسابداری، کیفیت حسابرسی و مدیریت سود خواهد بود. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشاء به این شرح است:

(۱) امتیازات کیفیت افشاء شرکت‌ها، به وسیله سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بر اساس شاخص‌های دقیق و عینی، از قبیل زمان ارائه اطلاعات مربوط و تفاوت پیش‌بینی‌ها با نتایج واقعی محاسبه شده است. بنابراین، معیار استفاده شده، عینیت و قابلیت اتکای کافی دارد.

(۲) بر خلاف پژوهش‌های انجام شده در زمینه کیفیت افشاء در بورس اوراق بهادار تهران، معیار مذکور فقط به کمیت افشاء توجه نمی‌کند، بلکه به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشاء شده را مدنظر دارد.

<sup>۱</sup> www.codal.ir

سپس برای محاسبه ارقام تعهدی غیراختیاری (جاری) رابطه سه را با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی بر اساس رابطه (۳) تخمین زده شد:

$$NDAC_{i,t} = \alpha_1 \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + e_{i,t}$$

رابطه (۳)

$NDAC_{i,t}$ : ارقام تعهدی غیراختیاری (جاری) شرکت  $i$  در طی سال  $t$

$\frac{1}{TA_{i,t-1}}$ : معکوس مجموع دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$

$\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$ : تفاوت بین تغییر در درآمد فروش و تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  در طی سال  $t$  تقسیم‌شده بر مجموع دارایی‌های شرکت  $i$  در طی سال  $t-1$

در نهایت ارقام تعهدی اختیاری به شرح رابطه (۴) محاسبه می‌شود:

$$|DAC_{i,t}| = \left| \frac{TCA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDAC \right| \quad \text{رابطه (۴)}$$

$DAC_{i,t}$ : ارقام تعهدی اختیاری (جاری) که برای کیفیت ارقام تعهدی در پژوهش فوق در نظر گرفته می‌شود.

از آنجایی که خطاهای حاصل از برازش مدل دیچو و همکاران [۱۲] که به مدل تعدیل‌شده جونز [۲۱] معروف است، مثبت یا منفی هستند، مقادیر مذکور برای ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌ها لحاظ شده و آن‌ها نیز همانند خطاها دارای مقادیر منفی و مثبت هستند. در نتیجه به منظور تحصیل دقیق‌تر اثر کیفیت افشاء و کیفیت ارقام تعهدی در مرحله نهایی برازش مدل‌های مدنظر، از قدرمطلق مقادیر ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌ها استفاده شده است.

متغیر مستقل دیگر این پژوهش، کیفیت ارقام تعهدی است که بر اساس مدل دیچو و همکاران [۱۲] محاسبه شده است:

$$TCA_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta Cash_{i,t}) - (\Delta CL_{i,t} - \Delta STDebt_{i,t}) \quad \text{رابطه (۱)}$$

$TCA_{i,t}$ : مجموع ارقام تعهدی (جاری) شرکت  $i$  در طی سال  $t$

$\Delta CA_{i,t}$ : تغییر در دارایی‌های جاری شرکت  $i$  در طی سال  $t$

$\Delta CL_{i,t}$ : تغییر در بدهی‌های جاری شرکت  $i$  در طی سال  $t$

$\Delta Cash_{i,t}$ : تغییر در وجه نقد و معادل وجه نقد شرکت  $i$  در طی سال  $t$

$\Delta STDebt_{i,t}$ : تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلندمدت و سایر بدهی‌های کوتاه‌مدت طبقه‌بندی‌شده در بدهی‌های جاری شرکت  $i$  در طی سال  $t$

سپس برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری (جاری)، معادله زیر با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی برای تمام شرکت‌های نمونه بر اساس رابطه (۲) تخمین زده شده است:

$$\frac{TCA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_1 \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + e_{i,t}$$

رابطه (۲)

$\frac{TCA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - 1$ : مجموع ارقام تعهدی (جاری) تقسیم‌شده بر مجموع دارایی‌های شرکت در سال  $t$

$\frac{1}{TA_{i,t-1}} - 1$ : تقسیم عدد یک بر مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال  $t$

$\frac{\Delta REV_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - 1$ : تغییر در درآمد فروش شرکت تقسیم‌شده بر مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال  $t$



ب- متغیر وابسته

$r_f$ : نرخ بازده بدون ریسک است. در این پژوهش از نرخ سود اوراق مشارکت دولتی استفاده شده است.<sup>۱</sup>

در این پژوهش، صرف ریسک پرتفو برای متغیر وابسته در نظر گرفته شده است.

$MKT(r_m - r_f)$ : مازاد بازدهی ماهیانه پرتفو پس از کسر نرخ بازده بدون ریسک است. این متغیر صرف ریسک بازار نامیده می‌شود.  $r_m$  بازده ماهانه بازار از رابطه (۱۰) محاسبه می‌شود:

در پژوهش حاضر ابتدا به منظور تعیین اثر کیفیت اقلام تعهدی بر بازده غیرعادی سهام از مدل رگرسیونی چندمتغیره به شرح رابطه (۵) استفاده شد (آزمون فرضیه اول):

$$R_m = \frac{I_t - I_{t+1}}{I_{t+1}} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i MKT_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + B_{AQ} AQF_i + e_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$I_t$ : شاخص کل قیمت در پایان دوره  $t$

برای تعیین اثر کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی سهام از مدل رگرسیونی چندمتغیره به شرح رابطه (۶) استفاده شد (آزمون فرضیه دوم):

$I_{t+1}$ : شاخص کل قیمت در پایان دوره  $t+1$

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i MKT_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + B_{DQ} DQF_i + e_{i,t} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$SMB$ : تفاوت بازده ماهانه شرکت‌های بزرگ و بازده ماهانه شرکت‌های کوچک از نظر اندازه (ارزش بازار)

و در پایان برای آزمون فرضیه سوم پژوهش، از مدل رگرسیونی چندمتغیره به شرح رابطه (۷) استفاده شد:

$$SMB = \frac{S/L + S/M + S/H}{3} - \frac{B/L + B/M + B/H}{3} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i MKT_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + B_{PQ} PCAF_i + e_{i,t} \quad \text{رابطه (۷)}$$

$HML$ : تفاوت بازده ماهانه شرکت‌هایی با  $B/M$

بالاتر و بازده شرکت‌هایی با  $B/M$  پایین‌تر

$$HML = \frac{S/H + B/H}{2} - \frac{S/L + B/L}{2} \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

به گونه‌ای که

نحوه پرتفوبندی برای محاسبه  $HML$  و  $SMB$  به این گونه است که کل اعضای نمونه بر اساس ارزش بازار به دو طبقه به صورت ۵۰ درصد دارای ارزش بازار بالا و ۵۰ درصد دارای ارزش بازار پایین تقسیم شده‌اند و سپس به‌طور مستقل هر طبقه بر اساس  $B/M$  به سه طبقه ۳۰ درصد ( $B/M$  بالا)، ۴۰ درصد ( $B/M$  متوسط) و ۳۰ درصد ( $B/M$  پایین) تقسیم شده و در کل در هر طبقه ۶ پرتفو حاصل می‌شود که از آن‌ها برای محاسبه  $HML$  و  $SMB$  استفاده شد.

$r_t - r_f$ : صرف ریسک پرتفو است که از طریق کسر بازده بدون ریسک از میانگین موزون بازده پرتفو به دست می‌آید. میانگین بازده موزون پرتفو از طریق رابطه (۸) محاسبه می‌شود:

$$R_i = \sum_{i=1}^n (W_i X_i) \quad \text{رابطه (۸)}$$

$X_i$ : بازده پرتفو

$W_i$ : وزن پرتفوی  $i$  که از رابطه (۹) محاسبه می‌شود:

$$W_i = \frac{P_i}{\sum_{i=1}^n P_i} \quad \text{رابطه (۹)}$$

$P_i$ : ارزش بازار کل سهام منتشرشده در بورس

پرتفوی  $i$

<sup>۱</sup> www.cbi.ir

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ است. شرکت‌های بررسی‌شده به روش حذفی و بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه، و در دوره زمانی بررسی‌شده، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.

۳- شرکت‌ها در دوره بررسی‌شده، فعالیت مستمر داشته باشند و سهام آن‌ها بدون وقفه با اهمیت (حداکثر یک ماه) معامله شده باشد.

۴- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند و ارزش دفتری شرکت‌های نمونه مثبت باشد.

۵- اطلاعات مالی لازم برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ به‌طور کامل ارائه کرده باشند.

با توجه به بررسی‌های انجام‌شده، تعداد ۱۰۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ که دارای شرایط فوق بوده‌اند، بررسی شده‌اند.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

در ابتدا و قبل از آزمون فرضیه‌ها، آمارهای توصیفی محاسبه‌شده شامل میانگین، میانه و انحراف معیار متغیرهای بررسی‌شده در نگاره (۱) نشان داده شده است.

AQF<sup>۱</sup>: بازده پرتفوی ایجادشده بر اساس عامل کیفیت اقلام تعهدی، که در محاسبه آن ابتدا شرکت‌ها بر اساس معیار دی‌چو و همکاران [۱۲] به پنج گروه طبقه‌بندی شده، به عبارت دیگر، عامل کیفیت اقلام تعهدی برابر است با تفاوت بازده هم‌وزن دو گروه شرکت‌هایی که دارای بالاترین کیفیت اقلام تعهدی و دو گروه شرکت‌هایی که دارای پایین‌ترین کیفیت اقلام تعهدی هستند.

DQF<sup>۲</sup>: بازده پرتفوی ایجادشده بر اساس عامل کیفیت افشاء که در محاسبه آن ابتدا شرکت‌ها بر اساس امتیازات سالانه‌ای که سازمان بورس اوراق بهادار اعلام کرده، به پنج گروه طبقه‌بندی شده، به عبارت دیگر، عامل کیفیت افشاء برابر است با تفاوت بازده هم‌وزن دو گروه شرکت‌هایی که دارای بالاترین کیفیت افشاء و دو گروه شرکت‌هایی که دارای پایین‌ترین کیفیت افشاء هستند.

PCAF<sup>۳</sup>: عاملی ترکیبی برای توضیح بیشتر رابطه بین دو متغیر AQF و DQF با یکدیگر و همچنین با تغییرات بازده سهام است که بر اساس ترکیب بازده پرتفوی ایجادشده از دو متغیر AQF و DQF به‌دست آمده است. برای محاسبه PCAF ابتدا شرکت‌های نمونه بر اساس کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء به صورت مستقل در ۵ طبقه مساوی تقسیم شده، سپس میانگین موزون بازده هر طبقه محاسبه شده است. به عبارت دیگر، این عامل برابر است با تفاوت بازده موزون دو گروه از شرکت‌هایی که دارای بالاترین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء و دو گروه از شرکت‌هایی که دارای پایین‌ترین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء هستند.

<sup>۱</sup> accruals quality factor

<sup>۲</sup> disclosure quality factor

<sup>۳</sup> principal component analysis factor

نگاره ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار
AQF	-۱/۴۱	-۰/۲۹۳	۰/۹۷۶
DQF	-۱/۱۴	-۱/۴۴	۲/۲۰
PACF	۱/۲۸	۱/۳۲	۲/۴۲
HML	-۵/۲۷	-۰/۹۴۸	۲/۷۲
SMB	۳/۰۶	۱/۴۸	۳/۸۳
RM-RF	-۰/۰۲۹	۰/۱۳۵	۰/۱۶۰
RI-RF	۱/۰۶	۰/۲۵۶	۱/۶۶

منبع: یافته‌های پژوهش

### آمار استنباطی

قبل از انجام آزمون فرضیه‌ها، مستلزم برقراری فرض‌های نرمال بودن جزء خطا، همسانی واریانس و عدم خودهمبستگی، عدم هم‌خطی است؛ زیرا در صورت عدم برقراری فرض‌های کلاسیک فوق، نتایج به دست آمده قابلیت اتکا ندارند و این امر موجب استنتاج‌های غلط می‌شود.

برای بررسی عدم خودهمبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. این مقدار باید بین مقادیر بحرانی  $1/5$  و  $2/5$  قرار داشته باشد. برای تشخیص وجود هم‌خطی، واضح‌ترین علامت وجود هم‌خطی زمانی است که  $R^2$  بسیار بالا باشد، ولی هیچ‌یک از ضرایب متغیرهای رگرسیون از لحاظ آماری بر اساس آزمون  $t$  معنادار نباشند. در این پژوهش با توجه به اینکه متغیرهای پژوهش از نظر آماری معنادار هستند؛ احتمال وجود هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. مشکل ناهمسانی واریانس در داده‌های مقطعی مطرح است. در پژوهش حاضر چون برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، برای رفع ناهمسانی واریانس احتمالی، از ماتریس واریانس - کوواریانس اصلاح شده، استفاده شده که در صورت وجود ناهمسانی واریانس این مشکل برطرف خواهد شد. پس از اطمینان

از برقراری فرض‌های کلاسیک رگرسیون به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است [۴].

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، اثر کیفیت اقلام تعهدی بر بازده غیرعادی یا صرف ریسک سهام آزمون شده است. نتایج حاصل از آزمون آماری اثر کیفیت اقلام تعهدی بر صرف ریسک سهام در نگاره (۲) آورده شده است. برای برآورد مدل، و انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون  $F$  لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون  $F$  لیمر نشان داد که احتمال آماره  $F$  لیمر  $0/1703$  است و چون این مقدار بیشتر از  $0/05$  است، لذا از روش داده‌های تلفیقی برای آزمون فرضیه اول استفاده شده است.

همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر کیفیت اقلام تعهدی ( $p\text{-value} < 0/05$ ) تأثیر منفی و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها دارد. ضریب بتای متغیر کیفیت اقلام تعهدی بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت اقلام تعهدی باعث  $1/27$ - تغییر در صرف ریسک سهام می‌شود که این تأثیر از نظر آماری معنادار است. با توجه به مقدار آماره  $F$  ( $p\text{-value} < 0/05$ ) مدل رگرسیون برازش شده، معنادار است. آماره دوربین واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی بین اجزای خطاست.

نگاره ۲. نتایج آزمون رگرسیون اثر کیفیت اقلام تعهدی بر بازده غیرعادی سهام

$$r_{i,t} - r_{i,t} = a_i + b_i \text{MKT}_i + s_i \text{SMB}_i + h_i \text{HML}_i + B_{AQ} \text{AQF}_i + e_{i,t}$$

نام متغیر	بتا	p-value	آماره F	p-value	دوربین واتسون	نتیجه فرضیه
AQF	-۱/۲۷	۰/۰۱۵				
HML	-۰/۳۶۶	۰/۰۱۴	۷/۸۱	۰/۰۱۲	۱/۹۱	عدم رد فرضیه
SMB	۰/۴۱۲	۰/۰۴۳				
MKT	-۰/۱۹۷	۰/۱۵۱				

منبع: یافته‌های پژوهش

با بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها دارد. ضریب بتای متغیر کیفیت افشاء بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشاء باعث ۱/۴۲- تغییر در بازده غیرعادی سهام می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار است. با توجه به مقدار آماره F ( $p\text{-value} < ۰/۰۵$ ) مدل رگرسیون برازش‌شده، معنادار است. آماره دوربین واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی بین اجزای خطاست.

برای آزمون فرضیه دوم نیز نتایج حاصل از آزمون آماره اثر کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی سهام در نگاره (۳) آورده شده است. قبل از برآورد مدل، برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون F لیمر نشان داد که احتمال آماره F لیمر ۰/۵۷۴۱ است و چون این مقدار بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا از روش داده‌های تلفیقی در آزمون فرضیه دوم استفاده گردیده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر کیفیت افشاء ( $p\text{-value} < ۰/۰۵$ ) تأثیر منفی و معناداری

نگاره ۳. نتایج آزمون رگرسیون اثر کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی سهام

$$r_{i,t} - r_{i,t} = a_i + b_i \text{MKT}_i + s_i \text{SMB}_i + h_i \text{HML}_i + B_{DQ} \text{DQF}_i + e_{i,t}$$

نام متغیر	بتا	p-value	آماره F	p-value	دوربین واتسون	نتیجه فرضیه
DQF	-۱/۴۲	۰/۰۴۸				
HML	-۰/۳۲۵	۰/۰۹۱	۵/۹۶	۰/۰۰۱	۲/۲۴	عدم رد فرضیه
SMB	۰/۴۵۱	۰/۰۱۱				
MKT	-۰/۱۱۸	۰/۰۲۲				

منبع: یافته‌های پژوهش

۰/۴۵۰۱ است و چون این مقدار بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا از روش داده‌های تلفیقی در آزمون فرضیه سوم استفاده گردیده است. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح نگاره (۴) است.

بر اساس فرضیه سوم، بین اقلام تعهدی با کیفیت افشاء رابطه منفی معنادار وجود دارد. قبل از آزمون فرضیه، برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون F لیمر نشان داد که احتمال آماره F لیمر

بیانگر این است که رابطه میان کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی منفی و معنادار است. براساس نتایج به دست آمده، فرضیه سوم پژوهش تأیید می شود و رابطه میان کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء اثر جانشینی است (نه مکملی).

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم و وجود ضریب منفی برای متغیر PCAF نشان می دهد که میان کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء با بازده غیرعادی سهام اثر معکوس (منفی) وجود دارد. به عبارت دیگر با بهبود افشای اطلاعات و افزایش کیفیت اقلام تعهدی، بازده سهام کاهش می یابد. همچنین این نتیجه

#### نگاره ۴. نتایج آزمون رگرسیون رابطه کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی

$$r_{i,t} - r_{i,t} = a_i + b_i \text{MKT}_i + s_i \text{SMB}_i + h_i \text{HML}_i + B_i \text{PCAF}_{PQ} + e_{i,t}$$

نام متغیر	بتا	p-value	آماره F	p-value	دوربین واتسون	نتیجه فرضیه
PACF	-۳/۵۱	۰/۰۴۶				
HML	۰/۴۷۹	۰/۱۶۰	۱۹/۱۳			
SMB	-۰/۰۳۴	۰/۰۶۶		۰/۰۵۰	۱/۷۷	عدم رد فرضیه
MKT	-۰/۸۴۸	۰/۰۴۰				

منبع: یافته های پژوهش

#### نتیجه گیری

در این پژوهش اثر کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی با بازده غیرعادی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۵-۱۳۹۳ بررسی شد. نتایج حاصل از آزمون ها نشان می دهد کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی بر بازده غیرعادی سهام عادی اثر منفی و معناداری وجود دارد که با برخی تئوری ها که وجود اثر کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی بر بازده غیرعادی سهام را توجیه می کنند، منطبق است؛ بر اساس نتایج به دست آمده فرضیه اول و دوم تأیید می شود. همچنین وجود ضریب منفی برای متغیر PACF نشان می دهد رابطه میان کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشاء منفی و معنادار است، بنابراین فرضیه سوم تأیید می شود.

نتایج تأثیر این پژوهش مبنی بر وجود اثر منفی و معنادار کیفیت افشاء بر بازده غیرعادی سهام، با یافته های دیاموند و ورچیا [۱۳]، براون و هایلجیست [۱۱] و دستگیر و بزاززاده [۳] سازگار است، ولی با یافته های لشکری و نادری [۷] مبنی بر نبود تأثیر یا تأثیر مثبت کیفیت افشاء بر بازده سهام ناسازگار است. همچنین نتایج این پژوهش تأثیر منفی و معنادار کیفیت اقلام تعهدی بر بازده سهام را نشان می دهد که با یافته های پژوهش های فروغی و همکاران [۵]، ریساتک [۲۸]، فدیک و همکاران [۱۵] که وجود اثر منفی کیفیت اقلام تعهدی بر بازده سهام را تأیید کرده اند، سازگار است. همچنین با یافته پژوهش هیرشلیفر و همکاران [۲۰] که وجود اثر مثبت یا نبود اثر کیفیت اقلام تعهدی بر بازده سهام را تأیید کرده اند، مطابقت ندارد.

### پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به این نتایج، در ادامه پیشنهاد‌های پژوهش بیان شده است.

### پیشنهاد های کاربردی حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در ارزیابی عملکرد شرکت، موضوع اقلام تعهدی، افشاء و اثر آن را بر پیش‌بینی تغییرات بازده غیرعادی سهام را مد نظر داشته باشند.

### پیشنهاد‌های مبتنی بر پژوهش‌های آتی

۱- پژوهش حاضر با تفکیک صنایع مختلف انجام شود.

۲- اثر کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی بر متغیرهای دیگر مانند هزینه سرمایه بدهی‌ها و میانگین موزون هزینه سرمایه و... بررسی شود.

۳- بررسی ارتباط کیفیت سایر اقلام درج شده در ترازنامه و صورت سود و زیان با بازده سهام شرکت و مقایسه آن از نظر اهمیت و اندازه با نتایج پژوهش حاضر.

### منابع

۱- باباجانی، جعفر و مجید عظیمی یانچشمه. (۱۳۹۱). اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۸۳-۱۰۰

۲- حاجیان، نجمه، انواری رستمی، علی اصغر، رحمانی، علی و عادل آذر. (۱۳۹۴). بررسی عوامل مؤثر بر سطح افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۲۳، صص

۳- دستگیر محسن و حمیدرضا بزاززاده. (۱۳۸۲).

تأثیر میزان افشاء بر هزینه سهام عادی. تحقیقات مالی، شماره ۱۶، صص ۸۳-۱۰۳.

۴- شیرین‌بخش، شمس‌الله و زهرا حسن خوانساری.

(۱۳۸۴). کاربرد Eviews در اقتصادسنجی. انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.

۵- فروغی، داریوش، میری، هادی و هادی شیخی.

(۱۳۹۲). تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر صرف ریسک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۵، صص ۱۳-۲۸.

۶- فروغی، داریوش، امیری، هادی و نرگس

حمیدیان. (۱۳۹۱). تأثیر بازده نامشهود دوره‌های قبل بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آینده سهام، دانش حسابداری، شماره ۳، صص ۱۰۱-۱۲۲.

۷- لشگری، زهرا و شیرزاد نادری. (۱۳۸۸). بررسی

رابطه سطح افشاء و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳، صص ۷۵-۹۲.

۸- ملکیان، اسفندیار. (۱۳۷۶). جامعیت گزارش‌های

سالانه و ویژگی‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. رساله دکتری، دانشکده علوم اداری و مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تهران.

۹- نقدی، سجاد و علی ابراهیمی کردلر. (۱۳۹۵).

تأثیر ویژگی‌های شرکت بر میزان افشای اختیاری در گزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در

- 20- Hirshleifer, D., Kwei H. & Siew Hong Teoh. (2009). Accruals, cash flows, and aggregate stock returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, No. 3, Pp. 389-406.
- 21- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, Pp. 193-228.
- 22- 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.
- 23- Milgrom, P. (1981). Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications Bell. *Journal of Economics*, Vol. 12, Pp. 380-391.
- 24- Mouselli, S., Jaafar, A., and Hussainey, Kh. (2012). Accruals Quality vis-à-vis Disclosure Quality. *British Accounting Review*, Vol. 44, Pp. 36-46.
- 25- Paananen, M. and Lin, H. (2009). The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS over Time: the Case of Germany. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 8, Pp. 31-55.
- 26- Penman Stephen H. (2003). *Financial statement Analysis and Security Valuation*. MC Graw Hill, 601-605.
- 27- Resutek, R.J. (2010). Intangible returns, accruals, and return reversal: Amltiperiod Examination of the Accrual Anomaly. *The Accounting Review*, Vol. 85, Pp. 1347-1374.
- 28- Sloan, Richard G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?. *The Accounting Review*, Vol. 71, Pp. 289-315.
- 29- Tuna Irem, Ng. Jeffrey and Verdi Rodrigo. (2006). Management Forecasts, Disclosure Quality and Market Efficiency. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), Pp. 1-32.
- 30- Verrecchia, Robert E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, Pp. 179-194.
- 31- Verrecchia, Robert E. (1990). Information Quality and Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, Pp. 365-380.
- بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۸، صص ۲۵-۳۸.
- ۱۰- والاس، وندا. (۱۳۸۴). نقش اقتصادی حسابرسی در بازارهای آزاد و بازارهای تحت نظارت. حامی امیر اصلانی. تهران: سازمان حسابرسی.
- 11- Brown, S. and Hillegiest, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, Pp. 443-477.
- 12- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 70, Pp. 193-225.
- 13- 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.
- 14- Fama, E. and French, K. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, Pp. 3-56.
- 15- Fedyk, T., Singer, Z. and Sougiannis, T. (2011). Does the Accrual Anomaly End when Abnormal Accrual Reverse?. *The Canadian Academic Accounting Association Conference*.
- 16- Francis, J., R. LaFond., P. Olsson, and K. Schipper. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*. Vol. 79, Pp. 967-1010.
- 17- Francis, J., Dhananjay Nanda., and Per M. Olsson. (2008). Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, Pp. 53-99.
- 18- François Gajewski, J., Bertrand.P. Quééré. (2013). A Comparison of the Effects of Earnings Disclosures on Information Asymmetry: Evidence from France and the U.S. *The International Journal of Accounting*, Vol. 48, Pp. 1-25.
- 19- Grossman, S. J. and O. B. Hart. (1980). Disclosure Laws and Takeover Bids. *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, Pp. 323-334.





## **Determination of Replacement or Supplemental Relationship to Explain Accruals Anomalies and Disclosure Quality in Tehran Stock Exchange**

**H. Afshari**

PhD management student, IMPS, Tehran, Iran

**Z. Ghojavand**

MSc of Financial Management, faculty member, Folad shahr, Esfahan, Iran

**\* A. Rasaiian**

MSc of Accounting, Mazandaran University, Mazandaran, Iran

### **Abstract**

In this study, the relationship between accruals quality, disclosure and abnormal stock returns is evaluated. The aim of this study is the assessment of replacement or supplemental relationship between accruals quality and disclosure to predict changes in abnormal stock returns. Existing theories and studies on the relationship between accruals quality and disclosure has shown different effects on abnormal stock returns. In this study, given the negative correlation between accruals quality and disclosure to predict unusual changes in stock returns is tested. The research hypothesis is tested by using financial data of 102 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period 2006 - 2014 by utilizing a model of Fama and French and multi - regression analysis. Based on the results, the quality of accrual and disclosure quality are the same and verifying each other and this confirms the replacement relationship among them.

**Keywords:** Accruals, Disclosure quality, Stock return, Fama and French model.