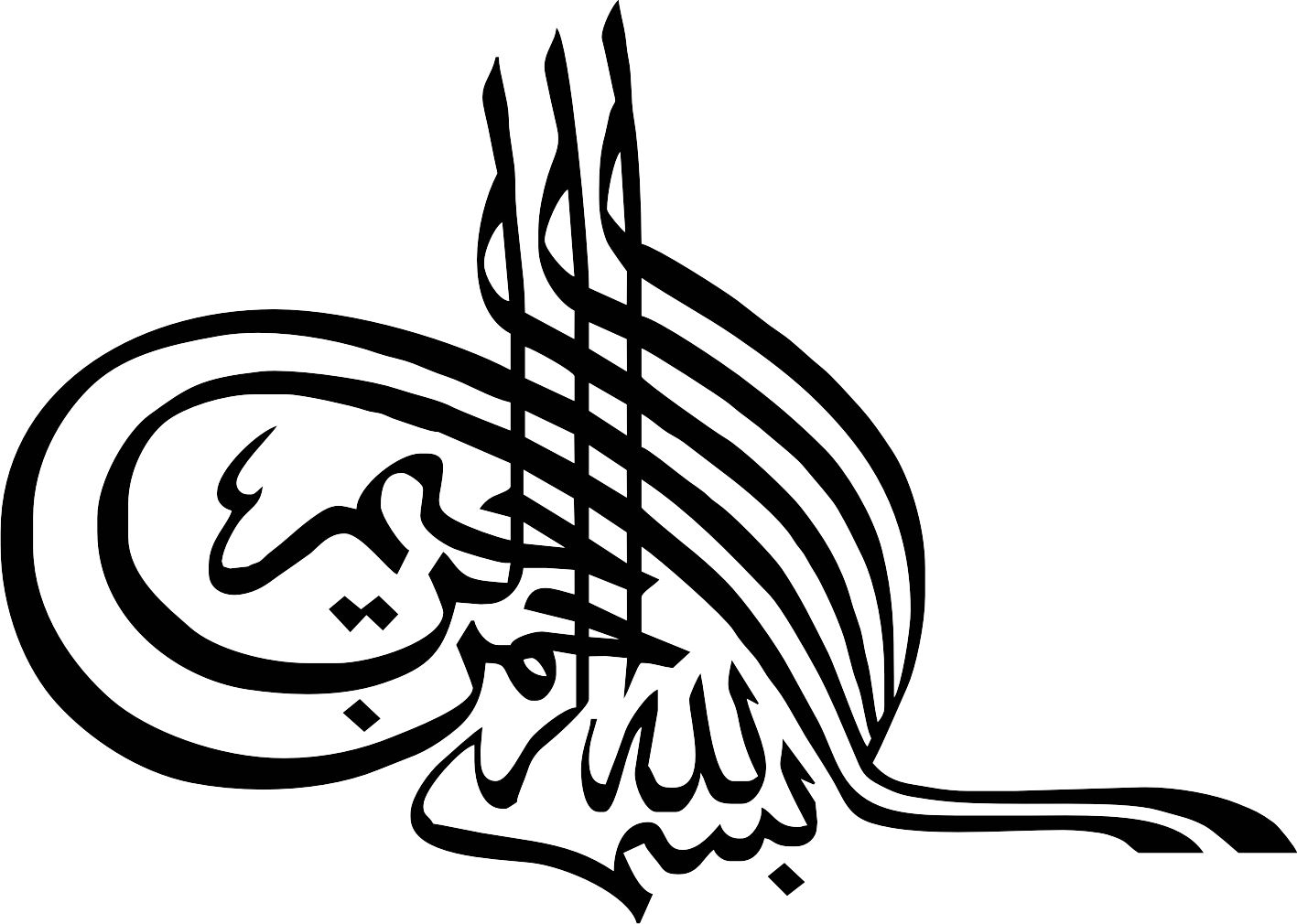
****

****

**دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت**

**دانشکده حسابداری و مدیریت**

**گروه آموزشی حسابداری**

پایان­نامه تحصیلی جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد رشته: حسابداری گرایش حسابداری

عنوان:

**نقش کیفیت افشاء در قیمت گذاری مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران**

استاد راهنما:

**دکترسید محمود میر یزدی**

نگارش:

**افشین علیزاده**

**بهار 97**

**تقدیر و تشکر**

با تقدیر و تشکر شایسته از استاد فرهیخته و فرزانه جناب آقای دکتر سید محمود میر یزدی که با نکته های دلاویز و گفته های بلند ، صحیفه های سخن را  علم پرور نمود و همواره راهنما و راه گشای من در اتمام واکمال پایان نامه بوده است.

**تقدیم به**

خانواده عزیزم که من را در همه امور زندگی مخصوصاً در امر تحصیل یاری کرده­اند.

فهرست مطالب

[چکیده 1](#_Toc523834319)

[فصل اول](#_Toc523834321): [کلیات تحقیق](#_Toc523834322)

1-1- [مقدمه 3](#_Toc523834323)

1-2- [بیان مسأله 4](#_Toc523834324)

1-3- [اهمیت و ضرورت تحقیق 6](#_Toc523834325)

[1-4- اهداف تحقیق 7](#_Toc523834326)

[1-5- فرضیه تحقیق 7](#_Toc523834327)

[1-6- تعاریف متغيرهاي تحقيق 7](#_Toc523834328)

[1-6-1- کیفیت افشاء 8](#_Toc523834329)

[1-6-2- قیمت گذاری مقطعی 8](#_Toc523834330)

[1-7- قلمرو تحقیق 8](#_Toc523834331)

[فصل دوم](#_Toc523834332): [ادبيات تحقیق](#_Toc523834333)

[2-1- مقدمه 11](#_Toc523834334)

[2-2- اطلاعات حسابداری 12](#_Toc523834335)

[2-2-1- شفافیت اطلاعات حسابداری 13](#_Toc523834336)

[2-2- 2- نظریه های مرتبط با اطلاعات حسابداری 17](#_Toc523834337)

[2-3- افشاء در حسابداری 19](#_Toc523834338)

[2-4- اصل افشاء 22](#_Toc523834339)

[2-4-1- افشاء اطلاعات 23](#_Toc523834340)

[2-4-2- محرک‌های افشاء اطلاعات 24](#_Toc523834341)

[2-5- مخاطبین افشاء در حسابداری 25](#_Toc523834342)

[2-6- اهداف افشاء اطلاعات حسابداری 26](#_Toc523834343)

[2-7- کیفیت افشاء 28](#_Toc523834344)

[2-8- سنجش کیفیت و میزان افشاء 30](#_Toc523834345)

[2-9- سطوح افشاء اطلاعات 32](#_Toc523834346)

[2-10- پیامدهای افشای اطلاعات 34](#_Toc523834347)

[2-11- قیمت سهام 35](#_Toc523834348)

[2-12- عوامل موثر بر تعیین قیمت سهام 36](#_Toc523834349)

[2-12-1- عوامل بیرونی 36](#_Toc523834350)

[2-12-2- عوامل درونی 41](#_Toc523834351)

[2-13- تاريخچه قيمت‌گذاري سهام 44](#_Toc523834352)

[2-14- مدل‌هاي قيمت‌گذاري سهام 45](#_Toc523834353)

[2-14-1 ديدگاه مبتني ‌بر ارزشيابي دارائي‌ها 45](#_Toc523834354)

[2-14-2 ديدگاه مبتني‌بر ارزشيابي حقوق صاحبان سهام 46](#_Toc523834355)

[2-15- قیمت گذاری و بازده مقطعی سهام 49](#_Toc523834356)

[2-16- پیشینه تحقیق 51](#_Toc523834357)

[2-16-1- تحقيقات داخلي 51](#_Toc523834358)

[2-16-2- تحقيقات خارجي 55](#_Toc523834359)

[فصل سوم](#_Toc523834360): [روش تحقیق](#_Toc523834361)

[3-1- مقدمه 58](#_Toc523834362)

[3-2- روش تحقیق 58](#_Toc523834363)

[3-3- جامعه آماری تحقیق 58](#_Toc523834364)

[3-4- روش جمع آوري داده ها 59](#_Toc523834365)

[3-5- متغيرهاي تحقيق 59](#_Toc523834366)

[3-6- روش های تجزيه و تحليل داده ها 61](#_Toc523834367)

[فصل چهارم](#_Toc523834368): [تجزیه و تحلیل داده ها](#_Toc523834369)

[4-1- مقدمه 69](#_Toc523834370)

[4-2- توصيف متغيرهاي تحقيق 69](#_Toc523834371)

[4-3- بررسی مفروضات مدل رگرسیون خطی 70](#_Toc523834372)

[4-4-1- ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها) 71](#_Toc523834373)

[4-3-2- عدم وجود خود همبستگی جمله خطا (باقیمانده ها) 71](#_Toc523834374)

[4-3-3- عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی 72](#_Toc523834375)

[4-3-4- نرمال بودن جمله خطا 72](#_Toc523834376)

[4-4- بررسی مانایی متغیرهای پژوهش 73](#_Toc523834377)

[4-5- آزمونF ليمر و آزمون هاسمن 74](#_Toc523834378)

[4-6- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش 75](#_Toc523834379)

[4-7- خلاصه فصل 77](#_Toc523834380)

[فصل پنجم](#_Toc523834381): [نتیجه گیری و پیشنهادها](#_Toc523834382)

[5-1- مقدمه 79](#_Toc523834383)

[5-2- خلاصه تحقیق 79](#_Toc523834384)

[5-3- نتایج تحقیق 80](#_Toc523834385)

[5-4- نتيجه گيري 82](#_Toc523834386)

[5-5- پیشنهادات کاربردی تحقیق 83](#_Toc523834387)

[5-6- محدودیت های تحقیق 83](#_Toc523834388)

[5-7- پیشنهادات آتی تحقیق 83](#_Toc523834389)

[منابع 84](#_Toc523834390)

[ضمائم و پیوست ها 93](#_Toc523834392)

**فهرست جداول**

[جدول 4-1- نمادهاي استفاده شده براي متغيرهاي مدل تحقيق 68](#_Toc523834393)

[جدول 4-2- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش 69](#_Toc523834394)

[جدول 4-3- نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا 70](#_Toc523834395)

[جدول 4-4- نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا 70](#_Toc523834396)

[جدول 4-5- نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل پژوهش 71](#_Toc523834397)

[جدول 4-6- نتایج حاصل از نرمال بودن جمله خطا 72](#_Toc523834398)

[جدول 4-7- نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش 72](#_Toc523834399)

[جدول 4-8- نتایج حاصل از آزمونF لیمر 73](#_Toc523834400)

[جدول 4-9- نتایج حاصل از آزمون هاسمن 73](#_Toc523834405)

[جدول 4-10- نتایج تخمین مدل پژوهش 74](#_Toc523834401)

[جدول 5-1- خلاصه تخمین مدل پژوهش 79](#_Toc523834402)

# **فهرست اشکال**

[شکل 2-1 منحنی عمر کالا 42](#_Toc523834403)

[شکل 4-1- نمودار هیستوگرام حاصل از نرمال بودن جزء خطا مربوط به مدل پژوهش **Error! Bookmark not defined.**](#_Toc523834404)

# **چکیده**

اطلاعات مالی افشا شده، همواره به عنوان یکی از موثرترین عوامل در تعیین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بازار‌های مالی مطرح بوده است. در عین حال می‌توان یکی از عواملی را که منجر به سقوط قیمت و بازده سهام می‌‌شود را اقدامات مدیران در راستای تأخیر در انتشار اخبار بد درباره شرکت و جلوگیری از افشای اطلاعات مذکور دانست. افشای اطلاعات شرکت می‌تواند سهامداران را در بهبود پیش بینی‌های خود از آینده‌ی شرکت یاری نماید. از طرفی افشای مالی ضعیف موجب گمراهی سهامداران می‌شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آن‌ها دارد(شریفی،1395). در همین راستا، این تحقیق به بررسی نقش کیفیت افشاء در قیمت گذاری مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. ‌اين تحقيق بر اساس هدف از نوع كاربردي و ‌از نوع تحقيقات توصيفي- با تأکید بر روابط همبستگی مي باشد.جامعه آماري اين تحقيق كليه شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که با استفاده از روش نمونه گيري به صورت حذف سيستماتيك اطلاعات مورد نیاز تحقیق از 94 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی 1395-1390 استخراج و از الگوی رگرسیونی داده ترکیبی برای آزمون فرضیه تحقیق استفاده گردید. نتایج تحقیق نشان داد کیفیت افشاء در قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر نقش موثری دارد.

**واژگان کلیدی:** کیفیت افشا، قیمت گذاری مقطعی، بازده سهام، بورس اوراق بهادار تهران

# **فصل اول**

# **کلیات تحقیق**

# **1-1- مقدمه**

**افشاء یکی از اصول اساسی حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارشگری مالی تأثیر دارد. اصل افشاء ایجاب می‌کند که کلیه واقعیت‌های بااهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحدتجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. براساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی تمامی اطلاعات بااهمیت، مربوط و به‌موقع بوده و این اطلاعات به گونه‌ای قابل فهم و حتی‌الامکان کامل ارایه شود تا امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه را برای استفاده‌کنندگان فراهم سازد(مجتهدزاده و همکاران،1394). به عبارت دیگر افشاء عبارت از توزیع عمومی اطلاعات به صورت داوطلبانه یا در رعایت قوانین و مقررات وضع شده، است. هرچند که این اطلاعات عرفاً می‌تواند محرمانه نگهداری شود (مدیروس و کوینتریو[[1]](#footnote-1)، 2005). البته منظور حسابداران از افشای اطلاعات، محدود به انتشار اطلاعات مالی واحد تجاری در قالب گزارش‌های مالی است(وانگ[[2]](#footnote-2)،2010). امروزه بازار سرمايه[[3]](#footnote-3)، نقش ويژه اي را در رشد اقتصادي کشورها ايفا مي كند و با قيمت گذاري، كاهش ريسك، تجهيز منابع و تخصيص بهينه سرمايه، زمينه را براي رونق اقتصادي فراهم مي نمايد(امیری و همکاران[[4]](#footnote-4)،2009). بورس اوراق بهادار به معني يك بازار متشكل و رسمي سرمايه است كه درآن خريد و فروش سهام شركت ها يا اوراق قرضه دولتي يا مؤسسات معتبر خصوصي، تحت ضوابط و قوانين و مقررات خاصي انجام مي شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، از سويي مركز جمع آوري پس اندازها و نقدينگي بخش خصوصي به منظور تأمين مالي پروژه هاي سرمايه گذاري بلندمدت است و از سوي ديگر، مرجع رسمي و مطمئني است كه دارندگان پس اندازهاي راكد مي توانند محل نسبتاً مناسب و ايمن سرمايه گذاري را جستجو كرده و وجوه مازاد خود را براي سرمايه گذاري در شركت ها به كار انداخته و يا با خريد اوراق قرضه دولتها و شركتهاي معتبر، از سود معين و تضمين شده اي برخوردارشوند(جوادی،1374). نیل به اهداف بلندمدت اقتصادی در گرو عملکرد مناسب بازارهای مالی و عملکرد مناسب بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه، در گرو وجود اطلاعاتی با کیفیت بالا است. افشای باکیفیت اطلاعات مالی برای استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی به صورت قابل­اتکا و به­موقع نیز بر عهده گزارشگری مالی می­باشد (مرادزاده­فرد و ابوحمزه،1390). این تحقیق با هدف بررسی نقش کیفیت افشاء در قیمت گذاری مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.**

# **1-2- بیان مسأله**

**امروزه کمتر کسی‌ اهمیت شفافیت[[5]](#footnote-5) اطلاعات مالی شرکت‌ها را نادیده می‌گیرد، زیرا تصمیم‌گیری درست برای سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های اقتصادی و تخصیص بهینۀ منابع کمیاب در جامعه، مستلزم وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه است. استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی[[6]](#footnote-6)، به‌خصوص سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در زمینۀ خرید و فروش سهام، ارزیابی عملکرد مدیران و دیگر تصمیم‌های اقتصادی مهم به اطلاعات مالی نیاز دارند(قربانی و همکاران،1392). وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه، همچنین رکن اصلی پاسخگویی و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی آگاهانه و از ملزومات بی‌بدیل توسعۀ اقتصادی و دستیابی به یک بازار سرمایۀ کارا[[7]](#footnote-7)، به‌شمار می‌رود(دیدار و همکاران،1396). افزون بر این، افشای اطلاعات[[8]](#footnote-8)، پیامدهای اقتصادی متعددی از جمله بهبود نقد‌شوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینۀ سرمایۀ شرکت‌ها و افزایش کاربران و افزایش توان پیش‌بینی استفاده‌کنندگان از اطلاعات را به‌دنبال دارد که این موارد در نهایت منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود(پورحیدری و حسن پور،1391). شفافیت و افشاء از کارکرد‌های اصلی حسابداری و اجزای اساسی حاکمیت شرکتی[[9]](#footnote-9) است(هرمالین و ویزباخ[[10]](#footnote-10)،2010). هدف اصلی افشاء آگاه کردن تحلیل گران و سرمایه گذاران درباره ی مبلغ و زمان بندی جریان های نقدی آتی است تا تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران پیش بینی بهتری از سودهای آتی داشته باشند. بنابراین شفافیت و کیفیت افشاء[[11]](#footnote-11) برای سهامداران، اطلاع دهندگی بهتری ایجاد می کند. تحقیقاتی که در این زمینه صورت گرفته است، نشان می دهد که یک افشای خوب، دقت پیش بین تحلیل گران از سود سال های آتی را بهبود می بخشد. به این معنی که شرکت های با سطح افشای بالا نسبت به شرکت های با سطح افشای پایین، رابطه ی قوی تری با بازده سهام سودهای آتی دارند(دسای و همکاران[[12]](#footnote-12)،2004).**

**کیفیت افشاء را می توان میزان دقت گزارشگری مالی در انعکاس اطلاعات مربوط به عملیات و جریانات نقدی واحد انتفاعی تعریف نمود(آرتیاچ و کلارسون[[13]](#footnote-13)،2010).کیفیت افشاء میزان اطلاعاتی است که از سوی شرکت‌ها در متن صورت‌های مالی اساسی یا در یادداشت‌های همراه برای کمک به تصمیم‌گیری ارائه می‌شود، این اطلاعات توضیحات مفصلی را در مورد وضعیت مالی و نتایج حاصل از عملکرد آن ارائه می‌کند. اما دسترسی به اطلاعات افشا‌شده با کیفیت، نیازمند وجود سازو‌کارهایی خاص است. از جملۀ این سازو-کارها بودن سامانۀ حاکمیت شرکتی مناسب در سطح شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است که بیشتر کشورها به تقویت و بهبود آن همت گمارده‌اند. راهبری مناسب موجبات افشای گزارشگری به‌موقع و با کیفیت ازسوی شرکت‌ها را فراهم می‌کند. هدف نظام حاکمیت شرکت‌ها اطمینان از ‌وقوع‌نیافتن رفتار فرصت‌طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین نماینده (مدیر) و ذینفعان مختلف (‌سهامداران، اعتباردهندگان و....) تحقق می‌یابد (نمازی و همکاران،1393). کاهش این‌گونه مشکلات باعث افزایش رغبت سهامداران به معامله در این بازارها و افزایش نقد شوندگی سهام در بازار می‌شود. ‌افشانکردن به‌موقع و صحیح منجر به افزایش هزینۀ انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی به‌عنوان عناصر حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت افزایش هزینۀ مبادله می‌شود(دیدار و همکاران،1396).**

**به عقیدۀ آزوفر[[14]](#footnote-14) (2007) و چنگ[[15]](#footnote-15) (2006) ،‌ کیفیت پایین افشای اطلاعات علاوه بر اینکه موجب گمراهی سرمایه گذاران می‌شود، اثر نامطلوبی بر سرمایه و ثروت سرمایه‌گذاران دارد و باعث تخصیص ناکارآمد منابع و انتقال نامناسب ثروت و درنتیجه از دست دادن سرمایه گذاران شرکت می‌شود(آزوفر،2007 و چنگ،2006). افشای اطلاعات، نقش اساسی در تصمبم گیری های صحیح و آگاهانه ی گروه های مختلف به خصوص سرمایه گذاران دارند. اما واحدهای اقتصادی بدون فشار های خارج سازمان و الزامات قانونی و حرفه ای، تمایلی به افشای کامل اطلاعات مالی ندارند. احتمال می رود که عدم تمایل به افشای کافی با قیمت گذاری[[16]](#footnote-16) و بازده سهام[[17]](#footnote-17) مرتبط باشد و هدف های حسابداری و گزارشگری مالی ایجاب می کند که اطلاعات مربوط، به گونه ای مناسب افشا شود و دسترسی به این اطلاعات برای همه ممکن باشد(عرب مازار یزدی و ارزیتون،1386). شناخت فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری و در هر بازار اوراق بهادار نیازمند تحلیل دقیق صورت‌های مالی شرکت‌ها و پیش‌بینی مناسب قیمت سهام، سود آتی و بازده آتی در هر سهم می‌باشد. بنابراین تحلیل و پیش‌بینی عوامل مؤثر در بازار سهام شرکت‌ها همواره موردنظر سرمایه‌گذاران، کارگزاران و کلیه ذینفعان در بازار اوراق بهادار می‌باشد(بقایی و همکاران،1390). در بورس اوراق بهادار اولین و مهمترین عاملی که فراروی سرمایه گذار است عامل قیمت است و بررسی روند تغییرات سهام متداول ترین نقطه شروع در زمان خرید سهام می باشد. از این رو آگاهی از عوامل موثر بر قیمت گذاری سهام بسیار حائز اهمیت می باشد.از آنجا که قیمت سهام تحت تأثیر عواملی مختلف تغییر می کند و هر کدام از این عوامل به نوعی باعث کاهش یا افزایش قیمت سهام می شوند. بررسی و تحلیل هر یک از عوامل ضروری می باشد(یاری و همکاران،1391). بر این اساس با توجه به مطالب بیان شده و با نظر به اینکه تاکنون تحقیق جامعی به بررسی رابطه بین کیفیت افشاء و قیمت گذاری مقطعی صورت نگرفته است در این تحقیق به بررسی رابطه** کیفیت افشاء و قیمت گذاری مقطعی در بورس اوراق بهادار خواهیم پرداخت.

# **1-3- اهمیت و ضرورت تحقیق**

**ﺳﺮﻣﺎﯾﻪ ﮔﺬاري[[18]](#footnote-18) در ﺑﻮرس اوراق ﺑﻬﺎدار، ﺑﻪ ﻋﻨﻮان ﯾﮑﯽ از اﯾﺰارﻫﺎي ﻣﺎﻟﯽ، ﻫﻤﻮاره ﻣﻮرد ﻋﻼﻗﻪ ي ﺑﺴﯿﺎري از ﺳﺮﻣﺎﯾﻪ ﮔﺬاران ﺑﻮده اﺳﺖ. ﻣﻬﻢ ﺗﺮﯾﻦ دﻟﯿﻞ اﺳﺘﻘﺒﺎل ﺳﺮﻣﺎﯾﻪ ﮔﺬران از ﺧﺮﯾﺪ ﺳﻬﺎم ﻋﺎدي، ﺑﺎزدﻫﯽ ﺑﺎﻻي آن اﺳﺖ، اين در حالي است كه ﺳﻬﺎم ﻋﺎدي ﻧﻮﺳﺎن ﭘﺬﯾﺮي ﺑﯿﺸﺘﺮي را ﻧﯿﺰ ﻧﺸﺎن ﻣﯽ دﻫﻨﺪ(تهراني، 1395).با توجه به این که سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات مالی شرکت ها بازده مورد انتظار خود را برآورد می کنند لذا برای اینکه اطلاعات مالی گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری یک شرکت به استفاده کنندگان کمک کند و سرمایه گذاران بتوانند به اتکای این اطلاعات، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، ارائه اطلاعات باید به نحوی باشد که ارزیابی عملکرد گذشته شرکت را ممکن سازد و در سنجش توان سودآوری و پیش بینی فعالیتهای آتی مؤثر باشد. بنابراین علاوه بر اینکه ارقام مندرج در گزارشگری مالی برای سرمایه گذاران مهم است و بر تصمیم های آن‏ها تأثیر دارد، کیفیت گزارشگری مالی و افشا نیز به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات مالی مورد توجه خاص سرمایه گذاران است(کردستانی،1386).**کیفیت افشا[[19]](#footnote-19) میزان اطلاعاتی است که از سوی شرکت‌ها در متن صورت‌های مالی اساسی یا در یادداشت‌های همراه برای کمک به تصمیم‌گیری ارائه می‌شود، این اطلاعات توضیحات مفصلی را در مورد وضعیت مالی و نتایج حاصل از عملکرد آن ارائه می‌کند. شفافیت اطلاعات مالی از جنبۀ اقتصادی اهمیت زیادی دارد، زیرا باعث بهبود تخصیص منابع می‌شود و یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار در ایجاد شرایط رقابت کامل و ایجاد فرصت‌های برابر در این بازار است. نقصان اطلاعات شفاف در بازار موجب افزایش هزینۀ معاملات و شکست بازار خواهد شد. از این‌رو، در بسیاری از شکست‌های اخیر بازار سرمایه، نبود شفافیت، یکی از عوامل تأثیر‌گذار قلمداد شده است(دیدار و همکاران،1396).

**شفافیت اطلاعات مالی از جنبۀ اقتصادی نیز اهمیت دارد، زیرا باعث بهبود تخصیص منابع می‌شود و یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار در ایجاد شرایط رقابت کامل و ایجاد فرصت‌های برابر در این بازار است. نقصان اطلاعات شفاف در بازار موجب افزایش هزینۀ معاملات و شکست بازار خواهد شد. از این‌رو، در بسیاری از شکست‌های اخیر بازار سرمایه، نبود شفافیت، یکی از عوامل تأثیر‌گذار قلمداد شده است(ساموئل و همکاران[[20]](#footnote-20)،2002). از طرفی با توجه به اینکه اولین و مهمترین عاملی که در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار فراروی سرمایه گذاران قرار می گیرد، عامل قیمت است که سیگنالی در هدایت حجم نقدینگی و تخصیص مؤثر سرمایه است و در صورت تطابق با ارزش ذاتی سهام به ابزار قدرتمندی در تخصیص کارآمد منابع مبدل می گردد(روشن و همكاران،1391). بر این اساس محقق در انجام این تحقیق ضروری دید تا نقش کیفیت افشاء بر قیمت گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد.**

# **1-4- اهداف تحقیق**

**هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر کیفیت افشاء بر قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این پژوهش بر اساس مدل هاي نظري گذشته اقدام به بررسی این رابطه بصورت مدل رگرسیونی می‌شود. از اهداف علمی این تحقیق می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:**

* **توصیف متغیرهای تحقيق**
* **تعیین رابطه ی بین متغیرهای تحقیق مطابق مدل ارائه شده**
* **آزمون فرضیه تحقیق**

هدف اصلی تحقیق حاضر بررسی ارتباط بین افشای نظام راهبری بر توسعه بازارهای سرمایه است.

همچنین در این راستا اهداف کاربردی زیر قابل دسترسی است :

**نتایج این تحقیق با فراهم کردن شواهد تجربی می تواند حداقل برخی ناهنجاری های بازار را از طریق افشای با کیفیت بالا کاهش دهد و شواهدی برای سیاست گذاران حسابداری فراهم سازد تا آنها هزینه و فایده ضرورت توسعه ی افشای اطلاعات را بسنجد. از طرفی نتایج این تحقیق براي مدیران مالی شرکت هاي پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با ارزش خواهد بود زیرا آن ها یک دید جدیدي نسبت به کیفیت افشاء پیدا خواهند کرد و در نهایت نتایج این تحقیق براي سرمایه گذاران اطلاعاتی جامع در مورد تاثیر کیفیت افشاء بر قیمت و بازده سهام شرکت هاي پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فراهم خواهد کرد.**

# **1-5- فرضیه تحقیق**

**فرضیه یک حدس عالمانه ای است درباره ی حل یک مسأله، فرضیه را می توان به منزله ی رابطه ای منطقی بین دو یا چند متغیر تعریف نمود که به صورت جمله ای آزمون پذیر بیان می شود. با توجه به بیان مسأله و مدل تحقیق فرضیه تحقیق عبارت است از :**

* **کیفیت افشاء با قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری دارد.**

# **1-6- تعاریف متغيرهاي تحقيق**

تعریف مفهومی به تعریف یک واژه توسط واژه دیگر اشاره دارد. تعریف مفهومی را باید به تعریف عملیاتی تبدیل کرده تا بتوان آن را مشاهده کرد. تعریف عملیاتی تعریفی است که بر ویژگی­های قابل مشاهده استوار است (سرمد و همکاران، 1389). شرح و معرفي متغيرها در اين تحقيق به صورت زير است :

# **1-6-1- کیفیت افشاء**

تعریف مفهومی: مطابق نظر براون و هیلجیست[[21]](#footnote-21) (2006)، کیفیت افشا آگاهی بخشی کلی افشاییات شرکت را نشان می‌دهد و به حجم اطلاعات افشا شده، به‌موقع بودن اطلاعات و دقت آن بستگی دارد. برخی نیز کیفیت افشا را منوط به انتشار مستمر اطلاعات به­موقع و آگاهی­بخش می‌دانند. از نظر آن­ها در شرکت‌هایی که کیفیت افشا بالا است احتمال خودداری از افشای اطلاعات نامساعد ولی با ارزش، بسیار کم است(مجتهد زاده و همکاران،1394).

تعریف عملیاتی: محقق برای اندازه گیری کیفیت افشا در این پژوهش از امتیازهای سالیانه کبفیت افشای شرکت ها که توسط سازمان بورس اوراق بهادار برای سال های 1382 به بعد منتشر شده است استفاده خواهیم کرد.این امتیازها ارزیابی بورس در باره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می نماید.

# **1-6-2- قیمت گذاری مقطعی**

تعریف مفهومی: نخستين شاخص مورد استفاده در بورس سهام، قيمت سهام است که به چندين روش در بازار بورس اوراق بهادار قیمت گذاری مي شود. رابطه زیر را براي تعیین قیمت سهام داریم:

=ارزش هر سهم

که در آن EPS: سود هر سهم و Kدرصد سود مورد انتظار سهامداران می باشد.

تعریف عملیاتی: منظور محقق از قیمت گذاری مقطعی در این تحقیق تغییرات بازده شرکت ناشی از قیمت سهام می باشد. به عبارت دیگر بازده شامل تغییر در اصل سرمایه (قیمت سهام) و سود نقدی می باشد.

# **1-7- قلمرو تحقیق**

گستره این تحقیق در سه قلمرو موضوعی ، زمانی و مکانی قرار می گیرد که عبارتند از :

قلمرو موضوعی تحقيق – قلمرو موضوعی این تحقیق ،در مورد بررسی نقش کیفیت افشاء در قیمت گذاری مقطعی در بورس می باشد.

قلمرو زمانی تحقيق – داده ها و اطلاعات برای این تحقیق در سال های مالی 1390 تا 1395 جمع آوری شده است.

قلمرو مکانی تحقيق – قلمرو مکانی این تحقیق ، بورس اوراق بهادار تهران می باشد

# **1-7- ساختار تحقیق**

محتواي تحقيق حاضر مطابق روال معمول در تدوين پايان نامه در قالب پنج فصل تدوين شده است. فصل اول به بيان كليات اختصاص يافته و در آن ضمن بيان اجمالي موضوع به اهميت و ضرورت انجام تحقيق، بيان فرضيه ها ، ‌قلمرو تحقيق، و تعاريف متغيرهاي تحقيق به اختصار اشاره شده است.فصل دوم مروري بر مباني نظري و پيشينه تحقيق داشته و محتواي آن در چند بخش ارایه شده است. در بخش اول به بررسی و بیان تعریف و مفاهیم مرتبط با کیفیت افشاء و در بخش بعد در مورد قیمت سهام و مفاهیم مرتبط با آن پرداخته شده است و در بخش پاياني تعدادي از تحقيق هاي انجام شده در اين زمينه و پيشينه تحقيق ارائه شده است. در فصل سوم ابعاد مختلف روش شناسي تحقيق مورد توجه قرار داده شده است. فصل چهارم تجزيه و تحليل داده ها و يافته هاي تحقيق را شامل مي شود و در فصل پاياني هم به بيان نتيجه گيري و پيشنهادات مي پردازد.

.

# **فصل دوم**

# **ادبيات تحقیق**

# **2-1- مقدمه**

در سالیان اخیر، بازار سرمایه ، بازارهای آتی و اوراق اختیار معامله در دنیای مالی و سرمایه گذاری اهمیتی روزافزون پیدا کرده است. و از این رو ضروری است همه متخصصین در امور مالی از اثرات آن بر بازارها ، چگونگی کارکرد این بازارها، نحوه استفاده از آنها وهمچنین سازوکار تعیین قیمت در این بازارها آگاه باشند،توسعه حرفه ای بازار سرمایه در ابعاد مختلف با رویکردمهندسی مالی (توسعه بازارها، ابزارها، نهادها و ... ) موجب افزایش تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس، ورود اشخاص حقیقی و حقوقی بیشتر به بازار و افزایش فعالیت آنها در بازار، مقررات گذاری بیشتر نهاد ناظر درخصوص الزامات افشا و گزارشگری مالی و حسابرسی گزارشهای مالی و ... می شود(رهنمای رودپشتی و جمالی،1396). افشا به عنوان یکی از اصول حسابداري مطرح است و براساس این اصل، باید کلیه ي اطلاعات مربوط به فعالیتهاي شرکت به نحو مناسب و به موقع در اختیار گروه هاي مختلف استفاده کننده قرار بگیرد.در واقع هدف اصلی از افشا عبارت است از کمک به استفاده کنندگان در تصمیم گیری مربوط به سرمایه گذاري، تفسیر وضعیت مالی شرکت ها، ارزیابی عملکرد مدیران، پیش بینی جریانات وجوه نقد آتی. در این راستا باید کلیه واقعیته اي با اهمیت واحد اقتصادي به گونه اي مناسب و کامل افشا گردند، تا امکان اتخاذ تصمیم فراهم گردد و از سردگمی جلوگیري به عمل آورد (ملکیان،1376). مطابق متون حسابداری می‌توان افشا را وابسته به اهداف کیفی اطلاعات حسابداری از قبیل جامعیت، مربوط بودن، اهمیت، قابلیت اتکا و قابلیت مقایسه دانست. خصوصیات کیفی اصلی مرتبط با محتوای اطلاعات، مربوط بودن و قابل اتکا بودن است.اطلاعاتی مربوط تلقی می‌شود که بر تصمیم‌های اقتصادی استفاده‌کنندگان در ارزیابی رویدادهای گذشته‌، حال و آینده یا تایید یا تصحیح ارزیابی‌های گذشته آن­ها موثر واقع شود. از طرفی اطلاعاتی قابل اتکا است که عاری از اشتباه و تمایلات جانبدارانه با اهمیت باشد و به‌طور صادقانه معرف آن چیزی باشد که مدعی بیان آن است یا به‌گونه‌ای معقول انتظار می‌رود بیان کند. البته گاهی لازم است مدیریت نوعی موازنه بین مزیت‌های نسبی گزارشگری به موقع و ارایه اطلاعات قابل اتکا برقرار نماید. اصطلاحات شفافیت، سیستم افشا و کیفیت اطلاعات حسابداری به طور مشترک و قابل جایگزین استفاده می‌شوند اما ارایه یک تعریف دقیق و روشن از شفافیت یا کیفیت که مورد قبول همگان قرار گیرد، کمی دشوار است. کیفیت افشا را به ویژگی های کیفی اطلاعات از جمله کامل بودن، دقت و قابلیت اتکا نسبت می دهند(کوتاری،2000). زمانی که سرمایه گذاران انتظار خود را از سودهای آتی شرکت ها شکل می دهند، پایداری اقلام تعهدی را کمتر از جریان نقدی پیش بینی کرده و به تبع آن سهام به اشتباه قیمت گذاری می شود. افشای اطلاعات به تحلیل گران و سرمایه گذاران آگاهی می بخشد و دقت پیش بینی آن ها را افزایش می دهد. بنابراین افشای با کیفیت بالاتر به درک کامل اطلاعات اقلام تعهدی و جریان نقدی کمک می کند و انتظار می رود بر قیمت گذاری اجزای سود نیز تأثیرگذار باشد.بررسی رابطه ی بین کیفیت افشا و قیمت گذاری مهم است، زیرا نقش کیفیت افشا در کمک به سرمایه گذاران، برای درک درست اطلاعات حسابداری نسبت به قیمت ها را برجسته می سازد(کردستانی و ابراهیمی،1392). بر اساس مطالب مطرح شدن در اين تحقيق به بررسی نقش کیفیت افشاء در قیمت گذاری مقطعی در بورس مي پردازيم. بر این اساس در این فصل از تحقيق، ‌ابتدا به طرح ديدگاه ها و ادبیات نظری در مورد مورد افشا اطلاعات و کیفیت افشاء پرداخته خواهد شد و در ادامه مفاهیم و دیدگاه ها در مورد قیمت سهام و قیمت گذاری و بازده سهام مورد توجه قرار می گیرد و در بخش پاياني نیز تعدادي از تحقیقات انجام شده در مورد موضوع تحقیق عنوان خواهد گردید.

# **2-2- اطلاعات حسابداری**

اطلاعات باعث تخصیص کارآ و بهینه ي منابع در اقتصاد بازار سرمایه می شود.مونیتز معتقد است تصمیم گیري در مسائل اقتصادي مستلزم دست یابی به سه مورد است،این سه که بنیاد هر تحلیل اقتصادي را تشکیل می دهد عبارت است از وجود امکان شناسایی گزینه هاي مختلف موجود، تعیین پیامدهاي هرگزینه، و در نهایت گزینش گزینه ي مطلوب از میان آنها اما پیمودن این سه مرحله نیازمند اطلاعات است. نبود اطلاعات موجب می شود تا فرآیند تصمیم گیري مبهم شود. با این حال، جاي بسی خوشحالی است که گزارش هاي مالی معتبر فراهم کننده قسمتی از داده هاي مورد نیاز در فرآیند تصمیم گیري می باشد(آگاه و حسینی،1396).

نقش و تأثیر اطلاعات حسابداری در رابطه با اتخاذ تصمیم های اقتصادی آنچنان گسترده و وسیع است که می توان ادعا کرد که در دنیای کنون و رقابت جهان ، تداوم فعالیت واحد اقتصادی بدون در دست داشتن اطلاعات مربوط، جامع و کافی در رابطه با سرمایه گذاری و کسب بازده مورد انتظار غیرممکن است و آن دسته از واحدهای اقتصادی و سرمایه گذاران موفق هستند که به اطلاعات به موقع و بیشتری دسترسی داشته باشند. اطلاعات در صورتی سودمند است که منتهی به تغییر در باوره و کنشهای سرمایه گذاران شود و علاوه بر آن بتوان میزان سودمندی اطلاعات را طبق میزان تغییرات در قیمت ها پس از انتشار اطلاعات اندازه گیاری نمود(نیکو مرام و همکاران،1393).

هدف اطلاعات حسابداری کمک به ارزیابی کیفیت وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف پذیری مالی واحدهای تجاری می باشد، با این حال این ارزیابی طبق مفاهیم نظری گزارشگری مالی می بایست برحسب ارقام پولی و به صورت کمی انجام شود، بنابراین کیفیت بالای این ارقام پولی موجب بهبود هرچه بیشترتصمیم گیری های اقتصادی می شود(بادآور نهندی و همکاران،1392).

# **2-2-1- شفافیت اطلاعات حسابداری**

از آنجا كه سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان دو گروه اصلی استفاده كننده برون سازمانی از اطلاعات حسابداري به شمار می آیند یکی از رسالت هاي اصلی گزارشگري مدیریت و سيستم هاي حسابداري ، تهيه و ارایه ي اطلاعات مربوط، جهت فراهم كردن مبنایی براي تصميم گيري منطقی سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان می باشد. بنابراین، توجه ویژه به نيازهاي اطلاعاتی این افراد، براي ارایه دهندگان اطلاعات حایز اهميت است. لذا اهميت بالاي اطلاعات در گرو افشاي دقيق و به موقع اطلاعات توسط شركت ها می باشد.بنابراین كليه واقعيت هاي با اهميعت واحد اقتصادي باید به گونه اي مناسب و كامل افشاء شوند و از طرف دیگر، اطلاعاتی كه ارایه می شود نباید از لحاظ كميت و كيفيت به گونه اي باشد كه موجبات سردر گمی استفاده كنندگان صورتهاي معالی را فراهم كند، تا امکان اتخاذ تصميمات آگاهانه را براي استفاده كنندگان فراهم سازد(سدیدی و همکاران،1394).

یکی از نیازهای اساسی در فرآیندتصمیم گیری، دسترسی به اطلاعات است. بدون دسترسی به اطلاعات تصمیمات به نتایج بهینه منجر نمی شود. کسانی که در حوزه مالی فعالیت می کنند نیازمند اطلاعات مالی هستند. این افراد ممکن است در مورد اطلاعات مالی گزارش شده قضاوت کنند یا بر مبنای آن تصمیم گیری نمایند. اطلاعات مالی توسط گروه های مختلف استفاده کننده و برای مقاصد گوناگون به کار می روند.حسابداری یک سیستم پردازش اطلاعات است که به منظور شناسایی، اندازه گیری و طبقه بندی رویدادهای مالی موثر بر سازمان و واحد های تجاری و گزارش اثرات این گونه رویداد ها به تصمیم گیرندگان ، طرح ریزی شده است. از آنجا که محیط فعالیت واحد های تجاری متغیر است و تغییر در ساختار سیاسی، اجتماعی و اقتصادی محیط باعث تغییر در نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان می گردد ، سیستم پردازش حسابداری ناگزیر از تغییر می باشد. به بیان دیگر ، نیازهای اطلاعاتی جدیدی که بر اثر تغییر در محیط حسابداری برای استفاده کنندگان اطلاعات مالی پدید می آید، تغییر در مبانی حسابداری یا تدوین اصول و استانداردهای اندازه گیری و گزارشگری با کیفیت بهتر و همچنین افزایش میزان اطلاعاتی که لازم است افشاء شود را ضروری می سازد(حقیقت،1385).

گزارش های مالی با کیفیت، ارزیابی رویدادهای گذشته و حال و پیش بینی آینده را ممکن می سازند و مبنای مناسبی برای تصمیم گیری فراهم می کنند. اطلاعات حسابداری و مالی باید مربوط، قابل اتکا و به موقع باشند تا منجربه تصمیمات صحیح شوند. اطلاعات مالی ارائه شده توسط شرکت می تواند دیدگاه بازار در مورد شرکت و شرایط مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ در نتیجه باید در ارائه این اطلاعات تلاش و دقت بیشتری صورت گیرد. صورت های مالی باید اطلاعاتی در رابطه با مفروضات اساسی و برآوردهای حسابداری ارائه دهند(کانور و دیگران،2008).

اسپنس اعتقاد داشت که بین شرکت و سرمایه گذاران اطلاعات نامتقارنی وجود دارد که این عدم تقارن اطلاعاتی، موجب برداشت غلط سرمایه گذاران از شرایط و اوضاع داخلی شرکت ها می شود.با توجه به نظریه مودیلیانی و میلر این تئوری فرض می کند که چون مدیران، اغلب به اطلاعات بهتری نسبت به سرمایه گذاران خارجی دسترسی دارند، لذا آن ها سهام شرکت را زمانی که قیمت آن بالاتر از ارزش ذاتیش باشد می فروشند و زمانی که قیمت سهام پایین تر از ارزش ذاتی باشد، آنرا خریداری می کنند. سرمایه گذاران نیز این پرسپکتیو را درک کرده و در نتیجه معاملات غیرقانونی سهام را به عنوان یک علامت منفی می بینند. با توجه به تئوری علامت دهی، اطلاعات نامتقارن بین سرمایه گذاران داخلی و خارجی می تواند یک امتیاز ناعادلانه ای را برای سرمایه گذاران داخلی در بازارهای مالی ایجاد کند.اطلاعات نامتقارن به طور بالقوه ای ریسک بالایی را برای سرمایه گذاران خارج از شرکت، یعنی کسانی که نمی توانند به روشنی عملکرد آینده شرکت را درک نمایند، ایجاد می کند.با توجه به تحقیقی که توسط اودین و گیلت در سال 2002 انجام شده است، بیشتر بحران های مالی که در طی ده سال گذشته رخ داده است، در نتیجه ی کمبود یا فقدان شفافیت مالی شرکت ها می باشد. همچنین هانسون در سال 2003 تحقیقی را انجام داد و به این نتیجه رسید که نارسایی ها و کمبودها در زمینه ی شفافیت اطلاعاتی بازارهای مالی، به نارسایی و ضعف قوانین و مقرراتی مربوط می شود که جهت کنترل حاکمیت شرکتی شرکت ها و رفتار اخلاقی شرکت ها، وضع شده است. شفافیت مالی شرکت، از طریق تلاش مدیران شرکت در انتشار اطلاعات مالی، مورد ارزیابی قرار می گیرد. یکی از نشانه های فقدان شفافیت مالی در بازارهای مالی، وجود معاملات غیر قانونی می باشد که این معاملات غیرقانونی نه تنها مانع افزایش کارایی بازار است، بلکه معمولاً اطلاعات نامتقارن را به مردم منتشر می کند و نگرانی ها و ریسک سرمایه گذاری را در بازارهای سرمایه افزایش می دهد(برائو[[22]](#footnote-22)،2015).

شفافیت اطلاعات مالی را می توان دسترسی گسترده به اطلاعات مربوط و قابل اتکا در مورد عملکرد، وضعیت مالی، فرصت های سرمایه گذاری، حاکمیت و ارزش و خطرپذیری شرکت ها در اقتصاد تعریف کرده اند. شفافیت در اطلاعات مالی از یک سو به سهامداران خرد اطمینان می دهد که همواره اطلاعات قابل اتکا در مورد ارزش شرکت دریافت خواهند کرد و سهامداران عمده و مدیران در پی تضییع حقوق آنها نیستند و از سوی دیگر مدیران را برای تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت به جای پیگیری منافع شخصی کوتاه مدت ترغیب می کند(نوبخت،1383). به عبارتی، شفافیت اطلاعات مالی کیفیت تصمیمات سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار می دهد. مزایای بالقوه افشا و شفافیت بیشتر می تواند شامل هزینه سرمایه کمتر،کاهش هزینه های نمایندگیو افزایش ارزش شرکت باشد. افشای کافی اطلاعات توسط شخصیت اقتصادی به سرمایه گذاران و بستانکاران در جستجوی فرصت های سرمایه گذاری یاری می کند و به این ترتیب سرمایه به کاراترین شرکت هاروانه می شود وتأمین مالی از طریق سرمایه گذاری صحیح انجام می شود(چونگ و همکاران[[23]](#footnote-23)،2010).

شفافیت اطلاعات حسابداری می تواند کارایی سرمایه گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به دو روش بهبود بخشد یکی کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران و در نهایت کاهش هزینه های افزایش سرمایه شرکت و دیگری کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران و در نهایت کاهش هزینه های سهام داران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه های سرمایه گذاری(بادآور نهندی و همکاران،1392).

براساس استانداردهاي حسابداري ايران مجموعه كامل صورت هاي مالي شامل اجزاي زير است(كميته فني سازمان حسابرسي، 1385) :

الف) صورتهاي مالي اساسي، شامل : ترازنامه، صورت سود و زيان، صورت سود و زيان جامع و صورت جريان وجوه نقد

ب) يادداشت هاي توضيحي همراه صورتهاي مالي

**صورت هاي مالي اساسي** : مربوط‌ترين و با اهميت‌ترين اطلاعات بايد همواره در متن صورتهاي مالي اساسي منعكس شود مشروط بر اينكه انعكاس چنين اطلاعاتي در صورتهاي مزبور مقدور باشد. صورتهاي مالي بايد وضعيت مالي، عملكرد مالي و جريانهاي نقدي واحد تجاري را بنحو مطلوب ارائه كند. به محض اينكه بتوان رويدادهاي مالي و ساير تغييرات ايجاد شده را با اعتماد و ميزان متعارفي از دقت و صحت اندازه‌گيري كرد، لازم است دارايي ها و بدهي ها و اثرات حاصله بر سود خالص و حقوق صاحبان سهام در صورتهاي مالي افشا شود، تقريباً در تمام شرايط، اعمال مناسب الزامات استانداردهاي حسابداري همراه با افشاي اطلاعات اضافي در صورت لزوم، منجر به ارائه صورتهاي مالي بنحو مطلوب مي‌شود.

**ترازنامه** : ترازنامه، دارايي ها، بدهي ها و حقوق صاحبان سرمايه در پايان دوره مالي را گزارش مي‌نمايد. به بيان ديگر ترازنامه ساختار و منابع واحد تجاري (طبقات عمده دارايي ها و مبالغ آنها) و ساختار مالي آنها (طبقات عمده بدهي ها و حقوق صاحبان سرمايه و مبالغ آنها) را نشان مي‌دهد. عناصر مندرج در ترازنامه مشتمل بر دارايي ها، بدهي ها و حقوق صاحبان سرمايه مي‌باشد. اطلاعات ارائه شده در ترازنامه مي‌تواند مستقيماً برآورد استفاده‌كننده گان از مبلغ، زمان و احتمال جريان هاي نقدي آتي كمك نمايد (كميته فني سازمان حسابرسي، 1385).روابط بين گروه ها و طبقه‌بندي هاي اقلام ترازنامه را مي‌توان برحسب نيازها و هدف ها به طرق مختلف افشا كرد. مثلاً براي نشان دادن سرمايه در گردش، بدهي هاي جاري را مي‌توان مستقيماً از دارايي هاي جاري كسر كرد. نوع ديگري از گروه‌ بندي اقلام ترازنامه، طبقه‌بندي دارايي ها و بدهي ها به اقلام پولي و غيرپولي است. به طور كلي مي‌توان گفت كه هدف اصلي از طبقه ‌بندي اقلام در ترازنامه، ارائه خلاصه‌هايي مفهوم و مفيد از اطلاعات مالي است. طبقه‌بندي دارايي ها و بدهي ها و گروه‌بندي اقلام مشابه آن در ترازنامه از اين جهت ضرورت دارد كه امكانات زير را براي استفاده‌كنندگان صورت هاي مالي فراهم مي‌سازد.

* دستيابي به يك تصوير منطقي از وضعيت مالي واحد تجاري.
* انجام مقايسه‌هاي مفهوم و منطقي از وضعيت مالي واحد تجاري با دوره‌هاي قبل آن و با ساير واحدهاي تجاري.
* پيش‌بيني جريان آتي وجوه نقد واحد تجاري.

لذا اگر اطلاعات منعكس در ترازنامه فاقد طبقه‌بندي باشد، استفاده‌كنندگان صورتهاي مالي براي دستيابي به اطلاعات و خلاصه‌هاي مورد نياز خود، با مشكل مواجه خواهند شد.

**صورت سود و زيان و** صورت سود و زيان جامع: درآمدها و هزينه‌هايي كه در يك دوره مالي شناسايي شده است در يكي از صورتهاي عملكرد مالي يعني صورت سود و زيان و صورت سود و زيان جامع گزارش مي‌شود. هدف از تهيه صورت سود و زيان و صورت سود و زيان جامع، ارائه كليه درآمدها و هزينه‌هاي شناسايي شده طي دوره مالي مي‌باشد. تمركز اصلي صورت سود و زيان دوره بر درآمدها و هزينه‌هاي عملياتي است. درآمدها و هزينه‌ها تنها در مواردي كه به موجب استانداردهاي حسابداري مستقيماً قابل انتساب به حساب حقوق صاحبان سرمايه باشد به تفكيك اجزاي تشكيل‌دهنده آنها در صورت سود و زيان جامع افشا مي‌گردد.از آنجايي كه سود و زيان جامع در برگيرنده كليه درآمدها و هزينه‌هاي شناسايي شده، اعم از تحقق يافته و تحقق نيافته است، سود و زيان خالص دوره مالي بعنوان اولين قلم در صورت سود و زيان جامع انعكاس مي‌يابد. اين بدان معني است كه صورت و زيان دوره، يكي از اقلام صورت سود و زيان جامع را به تفصيل نشان مي‌دهد و ساير درآمدها و هزينه‌هاي شناسايي شده، به صورت جداگانه در صورت سود و زيان جامع انعكاس مي‌يابد (كميته فني سازمان حسابرسي، 1385).

صورت جريان وجوه نقد : صورت جريان وجوه نقد به همراه يادداشت هاي توضيحي مربوط، منعكس كننده جريانهاي ورودي و خروجي نقدي واحد تجاري طي دوره است و جريانهاي ناشي از عمليات را از جريانهاي ناشي از ساير فعاليت ها تفكيك مي‌كند صورت جريان وجوه نقد اطلاعات مفيدي در مورد طرق ايجاد و مصرف وجه نقد توسط واحد تجاري ارائه مي‌كند. اطلاعات راجع به جريانهاي ورودي و خروجي وجه نقد طي دوره به استفاده‌كنندگان كمك مي‌كند تا عواملي همچون مخاطره، نقدينگي واحد تجاري و توان آن جهت بازپرداخت بدهي ها، انعطاف‌پذيري مالي و رابطه بين سود و جريانهاي نقدي واحد تجاري را مورد ارزيابي قرار دهند.اعمال معيارهاي شناخت درآمد و هزينه موجب مي‌شود كه براي اندازه‌گيري نتايج دوره، جريانهاي نقدي تعديل شوند. به همين دليل، صورتهاي عملكرد مالي در كنار ترازنامه و صورت جريان وجوه نقد و به عنوان يك مجموعه، مبناي مناسب‌تري براي ارزيابي وضعيت آتي جريانهاي نقدي واحد تجاري در مقايسه با صورت جريان وجوه نقد به تنهايي فراهم مي‌آورد (كميته فني سازمان حسابرسي، 1385).

**يادداشت هاي توضيحي صورت هاي مالي** : يادداشت هاي توضيحي شامل اطلاعات تشريحي و جزئيات بيشتري از اقلام منعكس شده در صورتهاي مالي اساسي است، ضمن اينكه اطلاعات ديگري از قبيل بدهي هاي احتمالي و تعهدات را ارائه مي‌كند. يادداشتهاي توضيحي بايد به نحوي منظم ارائه شود. هر قلم مندرج در ترازنامه، صورت سود و زيان، صورت سود و زيان جامع و جريان وجوه نقد بايد به يادداشت هاي توضيحي مربوط عطف داده شود.هدف از ارائه يادداشت هاي همراه صورتهاي مالي، افشاي اطلاعات مربوط و با اهميتي است كه نمي‌توان آنها را از طريق انعكاس در متن صورت هاي مالي به گونه‌اي مناسب و بدون اينكه از مطلوبيت صورت هاي مزبور كاسته شود، ارائه كرد. به عبارت ديگر، يادداشت ها حاوي اطلاعاتي است كه ارائه آنها از لحاظ افشاي كامل ضروري است و روش مؤثر ديگري براي ارائه آنها موجود ندارد. يادداشت هاي همراه صورتهاي مالي به هيچ وجه نبايد به عنوان جايگزين براي طبقه‌بندي، ارزيابي و توصيف مناسب و صحيح اطلاعات در متن صورتهاي مالي مورد استفاده قرار گيرد. در واقع اطلاعاتي كه از طريق يادداشت ها افشا مي‌شود، بايد مكمل اطلاعات منعكس در متن صورتهاي مالي باشد. به همين دليل يادداشت هاي همراه صورتهاي مالي، به عنوان اجزاي بااهميت، مكمل و لاينفك صورتهاي مالي محسوب مي‌شود(كميته فني سازمان حسابرسي، 1385).

# **2-2- 2- نظریه های مرتبط با اطلاعات حسابداری**

در خصوص اقلام اطلاعاتي نظريه هاي مختلفي از سوي پژوهشگران دانش مالي ارائه شده است از آن جمله مي توان به نظريه هاي عدم تقارن اطلاعات حسابداري، بي ارتباطي، نمايندگي، گروه هاي ذينفع و پيام دهي اشاره نمود(رضایی و سلیمانی راد،1391):

**نظريه عدم تقارن اطلاعاتي** : در دهه 1970 ميلادي سه دانشمند به نام هاي اسپنس[[24]](#footnote-24)، اكرلوف[[25]](#footnote-25)، استيليتز[[26]](#footnote-26)(برندگان جايزه نوبل اقتصاد در سال 2001)در زمينه اقتصاد اطلاعات،نظريه اي را پايه گذاري كردند كه به نظريه عدم تقارن اطلاعاتي موسوم شد. اكرلوف نشان داد كه عدم تقارن اطلاعاتي مي تواند موجب افزايش نادرست در بازارها شود كه اين امر قبل از وقوع انتخاب معامله براي افراد به وجود مي آيد. اسپنس خاطر نشان مي كند كه استفاده كنندگان آگاه مي توانند با انتقال اطلاعات محرمانه خود به استفاده كنندگان نا آگاه، سود خود را بيشتر كنند. اكرلوف نوعي بازار را به تصوير مي كشد كه در آن فروشنده نسبت به خريدار اطلاعات بيشتري را در اختيار دارد. البته حسابداران براي كاهش مشكل انتخاب نادرست،سياست افشاي كامل را پذيرفته اند تا ميزان اطلاعات در اختيار عموم افزايش يابد.

**فرضيه بي ارتباطي** : فرضيه بي ارتباطي موديلياني[[27]](#footnote-27) و ميلر[[28]](#footnote-28) حاكي از آن است كه خط مشي هاي تامين مالي تنها وقتي بر ارزش شركت اثر مي گذارد كه تغييري در جريان هاي نقدي شركت ايجاد کند. توزيع جريان هاي نقدي ممكن است به دلايلی متاثر از خط مشي هاي تامين مالي انتخاب شده باشد که این دلایل عبارتند از : وجود پيام هاي مهم،وجود هزينه هاي عمده قرارداد و نمايندگي يا وجود ساير وابستگي هاي متقابل بين خط مشي تامين مالي وانتخاب خط مشي سرمايه گذاري.

**نظريه پيام رساني** : طبق نظريه پيام رساني، شركت ها زماني سود سهام نقدي خود را افزايش مي دهند كه انتظار افزايش در سودآوري را داشته باشند. بر اساس گام تصادفي نيز بهترين برآورد از سياست تقسيم سود آينده شركت، وضعيت حال آن است.

**نظريه گروه هاي ذينفع** : نظريه گروه هاي ذينفع درطي دهه هفتاد مطرح ونخستين بار بوسيله فريمن[[29]](#footnote-29) درمباحث مديريتي مطرح گرديد. هدف اين تئوري دستيابي به مجموعه اي ازخواسته هاي اجتماعي وسازماني است. براساس نظريه گروه هاي ذينفع, شركت ها درحال گسترش هستند وتأثير آنها برجامعه روبه افزايش است، بنابراين به جای اينكه در برابر سهام داران مسئول باشند، بايد در برابر بخش هاي زيادي از جامعه مسئوليت پذير باشند.

**نظريه نمايندگي** : شركت هاي سهامي امروزي از كوشش هاي دسته جمعي گروه هايي نظير مديران، كاركنان، اعتبار دهندگان تشكيل شده اند. اين گروه ها از طريق انعقاد قراردادهاي رسمي و غيررسمي گوناگون در يك شركت سهامي گرد هم مي آيند. براي ساليان متمادي در گذشته اقتصاددانان فرض مي كردند كه تمامي گروه هايي مربوط به يك شركت سهامي براي يك هدف مشترك فعاليت مي كنند. اما در 20 سال گذشته موارد بسياري از تضاد منافع بين گروه ها و چگونگي مواجهه شركت ها با اين گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. اين موارد به طور كلي با عنوان نظريه نمايندگي مورد اشاره قرار مي گيرد.

# **2-3- افشاء[[30]](#footnote-30) در حسابداری**

کلیه واقعیت های با اهمیت واحد اقتصادی باید به گونه ای مناسب و کامل افشاء شوند و از طرف دیگر ، اطلاعاتی که ارائه می شوند نباید از لحاظ کیفیت و کمیت به گونه ای باشد که موجبات سردرگمی استفاده کنندگان صورت های مالی را فراهم کند، تا امکان اتخاذ تصمیمات آگاهانه را برای استفاده کنندگان فراهم سازد(حسنی و بشیر حسینی،1389). بلکویی[[31]](#footnote-31) در کتاب تئوری های حسابداری افشاء را در برگیرنده ی اطلاعاتی می داند که برای سرمایه گذار معمولی مفید واقع شود و موجب گمراهی خواننده نگردد و بیان می کند که افشای کامل ایجاب می کند تا صورتهای مالی به گونه ای طرح ریزی و تهیه شوند که تصویری دقیق تر از رویدادهای اقتصادی که برای یک دوره بر واحد اقتصادی اثر گذاشته اند، ارائه شود(ریاحی بلکویی،1395).

افشاء بایستی از طریق گزارش های قانونی شامل صورت های مالی اساسی که حاوی کلیه ی اطلاعات با اهمیت، مربوط و به موقع باشد و این اطلاعات به گونه ای قابل فهم و حتی الامکان کامل ارایه گردد تا امکان اتخاذ تصمیم های آگاهانه را برای استفاده کنندگان فراهم سازد(بنی مهد و مجسنی شریف،1389).

در ادبیات مالی در خصوص موضوع افشاء تعاریف مختلفی بیان شده است که مهم ترین آنها عبارتند از :

اصطلاح افشاء در حالت کلی به معنای انعکاس و 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 باز هم محدودتر و به معنی ارائه اطلاعاتی است که در متن صورت‌های مالی منظور نشده است(هندریکسن و ون بردا[[32]](#footnote-32)،2011).

میشی واری[[33]](#footnote-33) افشاء را یکی از اصول حسابداری دانسته که بر اساس آن باید گزارشات مالی به صورت کامل و منصفانه از لحاظ ارائه اطلاعات تهیه شوند(میشی واری،2000).

مطابق تارنماي جهاني فرهنگ لغت انگليسي وردنت[[34]](#footnote-34) افشا در لغت به معني،آشكار كردن اطلاعات به مفهوم وسيع كلمه است. همچنين مطابق تارنماي جامع ويکيپديا[[35]](#footnote-35) افشاء يعني آشکارساختن اطلاعاتي که بطور عادي محرمانه هستند که اين افشا به طور اختياري و يا مطابق قوانين و مقررات موضوعه و يا طبق عرف جامعه انجام مي پذيرد. طبق فرهنگ لغت كهلر نيز افشاء عبارت است از نمايش واضح يك واقعيت يا يك وضعيت در ترازنامه و يا صورتهاي مالي ديگر و يادداشت هاي همراه آنها و يا در گزارش حسابرسي (کوهلر و اریک لوئیس[[36]](#footnote-36)، 1975).انجمن حسابداري امريكا[[37]](#footnote-37) افشا را چنين تعريف مي‌كند:جريان اطلاعات از قلمرو خاص به قلمرو عام. همان طور که ملاحظه می شود افشا در دیدگاه کوهلر یک عمل ایستاست و با ارائه گزارشات پایان می پذیرد. اما از نقطه نظر انجمن حسابداري آمریکا جریانیست پویا، که تنها با گزارشات مالی ارتباط ندارد و حوزه وسیع تري را شامل می شود و چون به صورت هاي مالی محدود نشده کفایتش نیز به استانداردهاي حسابداري محدود نمی شود(آگاه و حسینی،1396).

هدف اصلی افشا آگاه کردن تحلیل گران و سرمایه گذاران درباره مبلغ و زمان بندی جریان های نقدی آتی است تا تحلیلگران مالی و سرمایه گذاران پیش بینی بهتری از سودهای آتی داشته باشند. افشاي اطلاعات نقش اساسی در تصمیم گیري هاي صحیح و آگاهانه گروه هاي مختلف به خصوص سرمایه گذاران دارد(دسای و همکاران[[38]](#footnote-38)،2004).براساس ادبیات موجود، کیفیت افشاي اطلاعات به عنوان یکی از جنبه هاي با اهمیت ساختار حاکمیت شرکتی محسوب می شود. در واقع علاوه بر فعالیت هاي نظارتی که هیئت مدیره درگیر آن می باشد، مدیران بر سیاست و کیفیت افشاي اطلاعات شرکت به طور قابل ملاحظه اي اثرگذار هستند(خدادادی و بنایی قدیم،1394).

اطلاعات منتشر شده در گزارش سالانه را می توان به اطلاعات گذشته و اطلاعات آتی تقسیم بندی نمود. افشای اطلاعات گذشته (تاریخی) اشاره به نتایج مالی گذشته دارد و افشای آتی طبقه ای از اطلاعات است که شامل برنامه های فعلی و پیش بینی آینده است که سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان را قادر به ارزیابی عملکرد مالی آینده شرکت می کند. چنین افشایی شامل پیش بینی مالی از قبیل درآمد سال آینده، بازده مورد انتظار و گردش وجوه نقد پیش بینی شده می باشد. افشای آتی همچنین شامل اطلاعات غیر مالی نیز می باشد. به عبارتی دیگر اطلاعات آتی شکلی از افشای اختیاری است که به معنای توضیح اطلاعاتی فراتر از محدوده ای است که بیش از این در سیستم مالی موجود بوده است. شمار زیادی از مباحث تئوریک تلاش دارند که انگیزه های واحدهای تجاری را جهت انتشار اطلاعات داوطلبانه اضافی تشریح نمایند، کیزو و ویگاند (1995) که اعتقاد دارند اطلاعات آتی، سودمندی زیادی برای استفاده کنندگان در فرآیند تصمیم گیری و سرمایه گذاری دارد. آن ها همچنین معتقدند که عدم ارائه ی چنین اطلاعاتی ممکن است منجر به این شود که سرمایه گذاران مبانی پیش بینی های خود را براساس سایر منابع غیر دقیق قرار دهند. نهایتاً آن ها اظهار نمودند که محیط اقتصادی بسیار پویا و متغیر است و در نتیجه نمی توان صرفاً به اطلاعات تاریخی متکی بود. علاوه بر مطالب فوق بحث دیگری مطرح است که انتشار اطلاعات آتی بر گزارش های سالانه جهت کاهش میزان تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بسیار سودمند است. بنابراین افشا چنین اطلاعاتی موجب کاهش هزینه های تأمین مالی می شود . چنین دیدگاهی با فرضیه بازار سرمایه به عنوان انگیزه ای جهت افشا داوطلبانه مطابقت دارد.به طور کلی می توان افشاء را به دو به بخش تقسیم کرد(حسنی و بشیر حسینی،1389) :

* افشاء اجباری : شامل تمامی موارد و اقلامی می باشد که بر اساس الزامات قانونی، قوانی و مقررات حاکم بر گزارشگری مالی(قانون تجارت،قوانین مالیاتی،مجموعه قوانین بورس اوراق بهادار) استانداردهای حسابداری و مراجع حرفه ای باید در اختیار مراجع ذی صلاح گذاشته شود.
* افشاء اختیاری : مدیریت به منظور افزایش اعتبارات گزارشات کالی می تواند به افضای اختیاری اطلاعات بپردازد. استانداردهای حسابداری اگر چه حداقل میزان افشاب لازم را الزامی نموده اند، ولی افشای اختیاری اطلاعات اضافی را محدود ننموده اند. به عنوان مثال شاخص های غیر مالی مفید که برای قضاوت پیرامون اثربخشی و میزان موفقیت موسسه در تحقق اهداف سازمانی مفید هستند و یا شاخص هایی که ارتباط بین وضع موجود و منافع اتی را آشکار می سازد از آن جمله است.افشای داوطلبانه، ارائه­ی مازاد بر الزام قانونی اطلاعات است. مدیریت شرکت در فراهم کردن اطلاعات حسابداری و دیگر اطلاعاتی که باعث تسهیل و تامین مناسب نیازهای استفاده‌کنندگان می‌شود؛‌ آزاد است. ممکن است شرکت‌ها به منظور محدود‌ کردن برداشت نامطلوب سرمایه‌گذاران و ایجاد آگاهی در مورد چشم اندازهای آتی شرکت، دست به افشای داوطلبانه بزنند (بارث و همکاران[[39]](#footnote-39)، 2007). ارائه­ی اطلاعات داوطلبانه در مورد شناسایی، اندازه­گیری و افشای اقلام حسابداری در صورت‌های مالی باعث جذب سرمایه­گذاران می‌شود و به طور مؤثری به بهبود وضعیت مالی و چهره مدیریتی شرکت کمک می‌کند (یاتریدیس و آلکساکیس[[40]](#footnote-40)، 2012). از دیگر نتایج افشای داوطلبانه کاهش شرایط عدم اطمینان است که این نیز به نوبه خود، نیاز به نظارت بر فعالیت­های مدیریت را کاهش می‌دهد و متعاقباً باعث کاهش هزینه­های تأمین مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (گیتزمن و ترومبتا[[41]](#footnote-41)، 2003).درک بهتر سرمایه­گذاران از مدیر در خصوص پیش­بینی تغییرات اقتصادی، باعث بالاتر رفتن ارزش شرکت می‌شود. بنابراین، مدیران می‌توانند با ارائه­ داوطلبانه­ی اطلاعات پیش‌بینی خود در رابطه با محیط اقتصادی آتی شرکت و نیز ارائه­ی پیش­بینی­های سود مدیریت، باعث افزایش ارزش سهام و در نتیجه بالا رفتن موقعیت رقابتی شرکت در صنعت مربوط به خود در بازار سرمایه شوند. با این حال افشای داوطلبانه علاوه­ بر داشتن مزایای تجاری، باعث تحمیل هزینه­هایی نیز بر شرکت می‌شود. در همین راستا، نظریه افشای داوطلبانه بیان می‌کند که مدیران، در صورت فزونی منافع افشا بر هزینه­های آن، اطلاعاتی را افشا خواهند نمود (هیتزمن و همکاران[[42]](#footnote-42)، 2010). بنابراین با توجه به مطالب بیان شده، افشای داوطلبانه اطلاعات به وسیله مدیران شرکت‌ها می‌تواند بر عملکرد و سودآوری آن‌ها موثر باشد.

چنانجه مدیریت با ارائه اطلاعات اضافی بتواند رهنمودهایی در خصوص تحقق اهداف کوتاه مدت و بلند مدت سازمانی و استفاده ی بهینه از منابعی که در اختیار داشته است، ارائه نماید و تصویر روشنی از دورنمای تصمیمات خود گزارش نماید، چه بسا بتواند انتقادات سرمایه گذاران در خصوص عملکرد جاری شرکت را برطرف و انها را نسبت به آینده موسسه و سود سرمایه گذاری اتی در سهام شرکت امیدوار سازد. بدین ترتیب افشای اختیاری به سرمایه گذاران کمک می کند که از تدابیر تجاری مدیریت مطلع شوند(ایزدی نیا،1377).

# **2-4- اصل افشاء**

بر اساس تئوری نمایندگی[[43]](#footnote-43)، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به‌گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیم‌هایی را اتخاذ کنند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد(حساس یگانه و خیر الهی،1387). مطابق این تئوری، باید ساز و کارهای کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت از سهام داران 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(کارامانو و وافائیس[[44]](#footnote-44)، 2005)

واژه افشا در حسابداري يكي از اصول اساسي است و بعنوان اصل افشا[[45]](#footnote-45) شناخته مي‌شود،اصل افشاء یکی از اصول حسابداري است كه بر كليه جوانب گزارشگري مالی تأثير دارد. اصل افشاء ایجاب می كند كه كليه واقعيت هاي با اهميت مربوط به رویدادها و فعاليت هاي مالی واحد تجاري به شکل مناسب و كامل گزارش شود. بر اساس این اصل، صورت هاي مالی اساسی باید حاوي تمامی اطلاعات با اهميت ، مربوط و به موقع بوده و این نوع اطلاعات به گونه اي قابل فهم، كامل، و به نحو مناسب در اختيار گروه هاي مختلف استفاده كننده قرار گيرد. به صورتی آشکارتر، اصل افشاء بدین معنی است که هیچ اطلاعات مهم مورد توجه و علاقه سرمایه گذار معمولی، نباید حذف و یا پنهان شود(ریاحی بلکویی،1395).

بر اساس چارچوب مفهومی گزارشگري مالی، اطلاعات مالی باید دو جنبه مربوط بودن و اتکاپذیري را داشته باشد. اما كيفيت اطلاعات در خصوص شفافيت، بيشتر از دیدگاه افشاي اطلاعات مناسب و به موقع است.اصل مزبور ايجاب مي‌كند كه صورت هاي مالي به گونه‌اي تهيه و ارائه شود كه از لحاظ اهداف گزارشگري مالي قابل فهم، آگاه‌كننده و حتي‌الامكان كامل باشد. به بيان ديگر، گزارشگري مالي بر ارائه اطلاعات كافي و مفهوم در صورتهاي مالي تأكيد كرده و خواستار افشاي اطلاعات مربوط در صورتهاي مزبور به گونه‌اي است كه از يك طرف، امكان اتخاذ تصميمات آگاهانه را براي استفاده‌كنندگان صورت هاي مالي فراهم كند و از طرف ديگر، باعث گمراهي آنان نشود. اصل افشا در حسابداري واژه‌اي فراگير بوده و تقريباً تمامي فرآيند گزارشگري مالي را در بر مي‌گيرد. قسمت اعظم اين گزارشگري مالي را صورتهاي مالي[[46]](#footnote-46) تشكيل مي‌دهد. هدف صورتهاي مالي عبارت از ارائه اطلاعاتي تلخيص و طبقه‌بندي شده درباره وضعيت مالي ، عملكرد مالي[[47]](#footnote-47) و انعطاف‌پذيري[[48]](#footnote-48) مالي واحد تجاري است كه براي طيفي گسترده از استفاده‌كنندگان صورت هاي مالي در اتخاذ تصميمات اقتصادي مفيد واقع گردد. لذا افشا به معني آشكار نمودن اطلاعات مالي درباره يك واحد انتفاعي در قالب گزارشهاي مالي و معمولاً ساليانه مي‌باشد(مدهنی،2008).

# **2-4-1- افشاء[[49]](#footnote-49) اطلاعات**

حوزه افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها از حوزه‌های مورد علاقه محققان دانشگاهی در بسیاری از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه می‌باشد. بررسی مطالعات این حوزه نشان می‌دهد، تحقیقات در سه بعد اصلی صورت می‌گیرد(رحمانی و بشیری منش،1393) :

 1) اندازه‌گیری دقیق سطح افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها که در تحقیقات مختلف ابعاد متنوع افشای اجباری و افشای اختیاری از نظر اطلاعات مالی و غیر مالی اندازه‌گیری و کمی سازی شده است.

 2) شناسایی عوامل و محرک‌هایی می‌باشد که بر رویه‌ها و سطح افشای اطلاعات تاثیر می‌گذارد. در چارچوب تئوری مشروعیت و تئوری ذینفعان متغیرهایی نظیر حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، ویژگی‌های شرکت و قدرت ذینفعان ممکن است رویه‌های افشای اطلاعات را تحت تاثیر قرار دهد.

3) بحث پیامدهای افشای اطلاعات است. تحقیقات متعدد نشان می‌دهد که افشا و شفافیت بیشتر، منافع متعددی برای شرکت‌ها به دنبال خواهد داشت. از جمله مهمترین آنها، هزینه سرمایه کمتر و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است. افشای اجباری و اختیاری یکی از ابزارهای شفافیت مالی محسوب می‌شود که منجر به افزایش قدرت نقدشوندگی سهام شرکت و در نتیجه خلق ارزش برای سهامداران و برای جامعه می‌گردد.افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از ابزارهای مهم مدیران به منظور انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد مالی به سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر افراد ذینفع بوده و یکی از دلایل مهم تقاضا برای افشای اطلاعات، مسانل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات است. مطالعات پیرامون افشای اطلاعات در سه حوزه، اندازه‌گیری سطح و کیفیت افشای اطلاعات، محرک‌های افشای اطلاعات و پیامدهای آن برای بازار سرمایه طبقه بندی می‌شوند(رحمانی و بشیری منش،1393).

# **2-4-2- محرک‌های افشاء اطلاعات**

از منظر تئوری ذینفعان، افشای اطلاعات تحت تاثیر قدرت ذینفعان داخلی و خارجی شرکت می‌باشد. ذینفعان مختلف، اهداف و عملیات شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهند و شرکت در راستای پاسخگویی به نیازهای اطلاعاتی ذینفعان اقدام به افشای اطلاعات در ابعاد و سطوح مختلف می‌کند.از منظر تئوری مشروعیت دو دسته از عوامل بر سطح افشای اطلاعات تاثیر می‌گذارند؛ ویژگی‌های شرکت و راهبری شرکتی. دسته اول بیانگر عواملی هستند که میزان فشار اجتماعی برای ارائه اطلاعات را نشان می‌دهد. بر مبنای تئوری مشروعیت، شرکت‌های صنعتی بزرگ با ویژگی‌هایی مطلوب از نظر قابلیت سودآوری، نقدینگی و اهرم مالی، بیشتر مورد توجه عموم قرار گرفته و در نتیجه تقاضا برای ارائه اطلاعات و بهبود شفافیت افزایش می یابد. دسته دوم بیانگر عواملی است که میزان پاسخ شرکت به تقاضای ذینفعان را نشان می‌دهد. این عوامل شامل راهبری شرکتی و ساختار مالکیت شرکت است. انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که مکانیزم‌های راهبری شرکتی مناسبی وجود داشته و پراکندگی مالکیت بیشتر است در برابر تقاضای ذینفعان، افشای بیشتر اطلاعات مورد توجه قرار می گیرد(نصر[[50]](#footnote-50)،2010).افشای اجباری و اختیاری اطلاعات می‌تواند دارای پیامدهای اقتصادی متعددی باشد که از جملة این پیامدها می‌توان به بهبود نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینة سرمایة شرکت‌ها و افزایش کاربران و افزایش توان پیش‌بینی استفاده‌کننده از اطلاعات اشاره نمودکه این موارد نیز نهایتا منجر به افزایش ارزش شرکت می‌گردد(رحمانی و بشیری منش،1393).

بررسی ادبیات حوزه محرک‌های افشای اطلاعات نشان می‌دهد، ویژگی‌های شرکت و سیاست‌های راهبری شرکتی بر سطح افشای اطلاعات و کیفیت آن موثر هستند. بر مبنای تئوری مشروعیت، شرکت‌های صنعتی بزرگ با ویژگی‌هایی مطلوب از نظر قابلیت سودآوری، نقدینگی و اهرم مالی، بیشتر مورد توجه عموم قرار گرفته و در نتیجه تقاضا برای ارائه اطلاعات و بهبود شفافیت بیشتر می‌باشد و یافته‌های محققان نیز گویای همین مساله است. نظام راهبری شرکتی یک سیستم نظارت بر روابط مدیران، سهامداران و حسابرسان شرکت است که از حقوق سهامداران و دیگر ذینفعان حمایت می‌کند. یافته‌های محققان نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که مکانیزم‌های راهبری شرکتی خوبی داشته و پراکندگی مالکیت بیشتر است در برابر تقاضای ذینفعان، افشای بیشتر اطلاعات مورد توجه قرار می گیرد(یعقوب نژاد و ذبیحی ،1390).

# **2-5- مخاطبین افشاء در حسابداری**

به گفته هيأت استانداردهاي حسابداري مالي آمريكا [[51]](#footnote-51) گزارشات مالی باید اطلاعاتی را ارائه کنند که برای سرمایه گذاران کنونی و بالقوه و بستانکاران و سایر استفاده کنندگان از صورت های مالی مفید واقع شود و آن ها بتوانند بدین وسیله در مورد سرمایه گذاری، دادن وام به شرکت و تصمیمات مشابه، به شیوه های بخردانه عمل کنند(هندریکسون،2009).مي‌توان گفت كه گزارشهاي مالي اساساً براي صاحبان سهام[[52]](#footnote-52) ، ساير سرمايه‌گذاران[[53]](#footnote-53) و اعتبار دهندگان[[54]](#footnote-54) تهيه و ارائه مي‌شود. نظر هيأت استانداردهاي حسابداري مالي در اين زمينه چنين است:گزارش مالي بايد اطلاعاتي را فراهم كند كه براي سرمايه‌گذاران، اعتبار دهندگان فعلي و بالقوه و ساير استفاده‌كنندگان در تصميم‌گيريهاي معقول سرمايه‌گذاري، اعطاي اعتبار و ساير تصميمات مشابه مفيد واقع شود(هيأت استانداردهاي حسابداري مالي آمريكا،1978).

اما كاركنان، مشتريان، ارگانهاي دولتي و سايرين نيز بنحوي استفاده كننده گزارشهاي مالي مي‌باشند.تصميمات سرمايه‌گذاران اساساً در ارتباط با خريد، فروش يا نگهداري سهام اتخاذ مي‌شود و تصميم‌گيريهاي اعتبار دهندگان اساساً به افزايش مدت و ميزان اعتبار اعطايي به واحد تجاري مربوط مي‌گردد. البته صاحبان سهام در مورد ادامه كار، تشويق يا عزل مديريت و همچنين تصويب يا رد پيشنهادهاي ارائه شده در زمينه ايجاد تغييرات عمده در خط مشي واحد تجاري نيز تصميماتي اتخاذ مي‌نمايند.اهداف افشاي اطلاعات براي كاركنان، مشتريان و سايرين بطور مشخص تدوين نشده است. اما فرض بر اين است كه اطلاعات مفيد براي سرمايه‌گذاران و اعتبار دهندگان، براي سايرين نيز مفيد است(هندریکسون و ون بردا،2011).استفاده‌كنندگان صورتهاي مالي و نيازهاي اطلاعاتي آنها براساس استانداردهاي حسابداري ايران (كميته فني سازمان حسابرسي، 1385) به شرح زير است:

* سرمايه‌گذاران[[55]](#footnote-55) : سرمايه‌گذاران بعنوان تأمين‌كنندگان سرمايه علاقه‌مند به اطلاعاتي در مورد ريسك ذاتي و بازده سرمايه‌گذاريهاي خود مي‌باشند. آنها به اطلاعاتي نياز دارند كه براساس آن بتوانند در مورد خريد، نگهداري يا فروش سهام تصميم‌گيري كنند و عملكرد مديريت واحد تجاري و توان واحد تجاري را جهت پرداخت سود سهام مورد ارزيابي قرار دهند.
* اعطاكنندگان تسهيلات مالي[[56]](#footnote-56) : اعطاكنندگان تسهيلات مالي علاقه‌مند به اطلاعاتي هستند كه براساس آن بتوانند توان واحد تجاري را در بازپرداخت به موقع اصل و بهره تسهيلات دريافتي ارزيابي كنند.
* تأمين‌كنندگان كالا و خدمات و ساير بستانكاران : تأمين‌كنندگان كالا و خدمات و ساير بستانكاران به اطلاعاتي علاقه‌مند هستند كه آنها را در اتخاذ تصميم در زمينه فروش كالا و خدمات به واحد تجاري و ارزيابي توان واحد تجاري جهت بازپرداخت بدهيهاي خود در سررسيد، ياري رساند. بستانكاران تجاري برعكس اعطاكنندگان تسهيلات مالي به وضعيت واحد تجاري در كوتاه‌مدت علاقه‌مند هستند مگر آنكه واحد تجاري از مشتريان عمده آنان بود و ادامه فعاليت آنان به تداوم معاملات با واحد تجاري متكي باشد.
* مشتريان : علاقه مشتريان به كسب اطلاعات در مورد تداوم فعاليت واحد تجاري است، بالاخص زماني كه رابطه آنان با واحد تجاري بلندمدت بوده يا اينكه در حد قابل ملاحظه‌اي به محصولات و خدمات واحد تجاري وابسته باشند.
* كاركنان[[57]](#footnote-57) : كاركنان و نمايندگان آنها به اطلاعاتي در مورد ثبات و سودآوري كارفرمايان خود علاقه‌مندند. آنها همچنين علاقه‌مند به اطلاعاتي هستند كه آنها را در ارزيابي توان واحد تجاري مبني بر تأمين حقوق و مزايا، ايجاد فرصتهاي شغلي و پرداخت مزاياي پايان خدمت ياري دهد.
* دولت[[58]](#footnote-58) : دولت و مؤسسات تابع آن در رابطه با تخصيص منابع علاقه‌مند به فعاليتهاي واحد تجاري هستند. آنها همچنين براي تنظيم فعاليتهاي واحدهاي تجاري، تعيين سياستهاي مالياتي و تشخيص ماليات و نيز تهيه آمار ملي به اطلاعات واحد تجاري نياز دارند.
* جامعه[[59]](#footnote-59) :آحاد جامعه به طرق مختلف تحت تأثير واحدهاي تجاري قرار مي‌گيرند. بطور مثال، واحدهاي تجاري ممكن است از طريق ايجاد اشتغال و استفاده از محصولات فروشندگان نقش قابل ملاحظه‌اي ايفا كنند. از طريق ارائه اطلاعات در مورد روندها و تحولات اخير در رشد واحد تجاري و طيف فعاليتهاي آن، صورتهاي مالي مي‌تواند براي آحاد جامعه مفيد باشد.
* ساير استفاده‌كنندگان : اشخاص ديگري كه عمدتاً به ارائه انواع خدمات به استفاده‌كنندگان فوق‌الذكر بالاخص سرمايه‌گذاران اشتغال دارند، جهت رفع برخي نيازهاي اطلاعاتي خود به صورتهاي مالي تكيه مي‌كنند. اشخاص مزبور از جمله شامل بورس اوراق بهادار، كارگزاران بورس، تحليل‌گران مالي و تحقیقگران مي‌باشند.

# **2-6- اهداف افشاء اطلاعات حسابداری**

اطلاعات منتشر شده در گزارش سالانه را می توان به اطلاعات گذشته و اطلاعات آتی تقسيم بندي نمود(حسینی[[60]](#footnote-60)،2004). افشاي اطلاعات گذشته(تاریخی) اشاره به نتایج مالی گذشته دارد و افشاي آتی طبقه اي از اطلاعات است كه شامل برنامه هاي فعلی و پيش بينی آینده است كه سرمایه گذاران و سایر استفاده كنندگان را قادر به ارزیابی عملکرد مالی آینده شركت می كند. چنين افشایی شامل پيش بينی مالی از قبيل درآمد سال آینده، بازده مورد انتظار و گردش وجوه نقد پيش بينی شده می باشد. افشاي آتی همچنين شامل اطلاعات غير مالی نيز می باشد. به عبارتی دیگر اطلاعات آتی شکلی از افشاي اختياري است كه به معناي توضيح اطلاعاتی فراتر از محدودهاي است كه بيش از این در سيستم مالی موجود بوده است(سدیدی و همکاران،1394).

هدف از افشاء در گزارشگري مالي، ارائه اطلاعات لازم براي نيل به مقاصد زير است:

الف) ارزيابي عملكرد واحد تجاري.

ب) قضاوت در مورد چگونگي استفاده واحد تجاري از منابع موجود.

ج) پيش‌بيني روند سودآوري واحد تجاري در آينده.

بنابراين، اطلاعاتي كه از طريق گزارشهاي مالي ارائه مي‌شود بايد مربوط، مناسب و كامل باشد. در افشاي اطلاعات مالي بايد نيازها و خواسته هاي سرمايه‌گذاران اصلي، مؤسسات سرمايه‌گذاري و تحليل‌گران مالي[[61]](#footnote-61) مورد توجه قرار گيرد. اين واقعيت كه كليه سرمايه‌گذاران براي ارزيابي مخاطرات نسبي سرمايه‌گذاري در هر يك از واحدهاي تجاري به اطلاعات مالي نياز دارند نيز بايد در افشاي اطلاعات مزبور مورد نظر قرار گيرد. هرچند اعتباردهندگان و ارگانهاي دولتي براي دستيابي به اطلاعات اضافي جهت تأمين نيازهاي خود معمولاً قدرت و امكانات لازم را دارند، با اين وجود، در ارتباط با افشاي اطلاعات مالي آنان نيز بايد بعنوان گروههاي استفاده‌كننده صورتهاي مالي، در نظر گرفته شوند(عالی پور،1372).

انجمن حسابداران رسمي آمريكا[[62]](#footnote-62) اهداف افشا كافي را به صورت زير بيان نموده است:

الف) تهيه اطلاعات مفيد براي سرمايه‌گذاران و اعتباردهندگان به منظور پيش‌بيني‌ها، مقايسه و ارزيابي جريانات وجه نقد ورودي برحسب مبلغ، زمان و ريسك مربوطه.

ب) تهيه اطلاعات براي استفاده‌كنندگان از نظر ايجاد، مقايسه و ارزيابي توان سودآوري شركت.

ج) تهيه اطلاعات سودمند براي قضاوت در مورد توان مديريت در بكارگيري مؤثر منابع شركت در راستاي دستيابي به اهداف اصلي.

د) تهيه اطلاعات مفيد براي فرآيند پيش‌بيني.

ه) گزارش در زمينه آن دسته از فعاليتهاي مؤثر شركت بر جامعه، كه بايد مورد تشخيص، تفسير و اندازه‌گيري قرار گيرد. افشا اينگونه اطلاعات نقش اجتماعي شركت را نشان مي‌دهد.

عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مسأله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار مواجه با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند(ماتوسی و همکاران[[63]](#footnote-63)،2004).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 دهند(اسپینوسا و ترومبتا[[64]](#footnote-64)،2007).

# **2-7- کیفیت افشاء**

کیفیت افشاء میزان اطلاعاتی است که از سوی شرکت‌ها در متن صورت‌های مالی اساسی یا در یادداشت‌های همراه، برای کمک به تصمیم‌گیری ارائه می‌شود. افشاء 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 افشاء ، کمک به استفاده‌کنندگان در تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری، تفسیر وضعیت مالی شرکت‌ها، ارزیابی عملکرد مدیریت و پیش‌بینی جریانات وجوه نقد آتی است. محققین در حوزه افشاء گزارشگری مالی به منظور سنجش میزان افشاء وتأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از انواع مختلفی از عوامل تأثیرگذار بر افشاء اطلاعات مالی بهره. برده‌اند (موسوی شیری و همکاران،1394). 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 نقد شوندگی پایین به منظور جذب سرمایه‌گذاران و افزایش نقدشوندگی سهام، افشای باکیفیتی ارائه می‌کنند(کانو رودریگوئز[[65]](#footnote-65)،2010).

افشای مالی ضعیف موجب گمراهی سهام داران 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 سهام داران شرکت با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران و پایین آمدن نقدشوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معامله‌ها و به طور کلی، کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستدها رابطه مستقیم دارد(قائمی،1388). بنابراین، افشای باکیفیت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش حجم معامله‌ها و نقدشوندگی خواهد شد. والاس[[66]](#footnote-66) نیز معتقد است که اگر چه در بازارهای کارا، دست‌یابی به بازده غیرعادی با استفاده از اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار، تا حد زیادی امکان ‌ناپذیر 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 دیدگاه های 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 داد و ستد اوراق بهادار افزایش می‌یابد و از این رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند به سبد سرمایه‌گذاری بهینه دست یابند که این امر، خود به افزایش ثروت و رفاه اقتصادی آنان می‌انجامد(امیر اصلانی،1395).

اصطلاح «افشاء اطلاعات» در گسترده‌ترین مفهوم خود به معناي ارائه اطلاعات است. حسابداران از اين عبارت به‌صورت محدودتري استفاده می‌کنند و منظور آنها انتشار اطلاعات مالي مربوط به يك شركت در گزارش‌های مالي است. در برخي موارد بازهم اين مفهوم محدودتر شده و به معني ارائه اطلاعاتي است كه در متن صورت‌های مالي درج نشده است. انتشار اطلاعات در ترازنامه، صورت سود و زيان، صورت جريان وجوه نقد، اغلب تحت عنوان «شناخت و اندازه‌گیری» مدنظر قرار می‌گیرد بنابراين، در دقیق‌ترین مفهوم، منظور از افشاي اطلاعات، بحث‌ها و تحلیل‌های مديريت، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالي و گزارش‌های مكمل است

اصطلاحات کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و شفافیت یک سیستم افشا، به‌صورت مشترک و قابل جایگزین استفاده می‌شود و ارائه تعریف دقیق از شفافیت و کیفیت که بر آن اجماع وجود داشته باشد، مشکل است(حسن و همکاران[[67]](#footnote-67)،2008).در این راستا، تاکنون از سازه‌های متعددی، از قبیل: مناسب بودن ، جامعیت ، آگاهی‌دهندگی و به موقع بودن به‌عنوان نماینده کیفیت افشا استفاده شده است(والاس،1994).

در فرهنگ لغات وبستر شفافيت به عنوان باز بودن مؤسسات، آشكار بودن فعاليت مؤسسات، صداقت و قابليت درك آسان، تعريف شده است. علاوه بر اين، در ساير فرهنگ‌های لغات تعاريفي از قبيل: خيلي روشن بودن، صاف و ساده بودن، راحت فهميدن و صريح و بی‌پرده بودن، براي شفافيت ارائه شده است. در اين تعاريف، منظور از باز بودن يا گشودگي مؤسسات، دسترسي آسان به عمليات داخل شركت، و منظور از آشكار بودن مؤسسات، وضوح اطلاعات است. بر اساس تعريف مؤسسه استانداردز و پورز[[68]](#footnote-68) منظور از شفافيت به‌موقع بودن و دقت افشاي عملكرد مالي و عملياتي شركت و سيستم حاكميت شركتي شامل ساختار و فرآيند مالكيت، هیئت‌مدیره، و مديريت است. سينقاوي و دسای[[69]](#footnote-69) (1971) ، معتقدند كه كيفيت افشاء به ویژگی‌های كامل بودن، صحت يا دقت و اتكاپذيري اشاره دارد(خواجوی و همکاران، 1389). بال و همکاران[[70]](#footnote-70) (2000) و کوثری[[71]](#footnote-71)(2000) شفافیت را به‌عنوان ترکیبی از ویژگی‌های به‌موقع بودن و محافظه‌کاری ، تفسیر می‌کنند. به‌موقع 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[[72]](#footnote-72) (2008) ادعا می‌کنند که شفافیت گزارشگری مالی، حدودی است که گزارش‌های مالی، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری را به‌گونه‌ای که به‌آسانی 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 به‌ترتیب 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[[73]](#footnote-73)(1999) نیز صورت‌های مالی را باکیفیت تلقی می‌کنند، اگر سه ویژگی شفافیت، افشای کامل و قابلیت‌مقایسه 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 تهیه کنندگان 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(حسن و همکاران،2008) .

# **2-8- سنجش کیفیت و میزان افشاء**

پژوهش‌های تجربی، تمایز دقیق و مشخصی بین کمیت و کیفیت افشاء ، قائل نمی‌شوند. عموماً فرض می‌شود که کمیت اطلاعات افشاء شده، شاخصی در تعیین کیفیت آن به شمار می‌رود. در نتیجه، از سنجه‌های کمیت افشاء برای سنجش کیفیت افشاء استفاده می‌شود. با وجود این ، شبهه این فرض، همچنان باقی و مشاجره به‌منظور دستیابی به مقیاسی اثربخش‌تر برای اندازه‌گیری کیفیت افشاء همچنان وجود دارد(برتتا و بوژولان[[74]](#footnote-74)،2008).

در این راستا، ژانگ[[75]](#footnote-75) (2005) بین کمیت و کیفیت افشاء تمایز قائل می‌شود و معتقد است که کیفیت بر دقت و صحت افشاء دلالت دارد و از طریق افزایش در اجماع و صحت انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد افشاء اندازه‌گیری می‌شود. وی از پیش‌بینی‌های تحلیلگران به عنوان نماینده انتظارات سرمایه‌گذاران، استفاده می‌کند. بتی و همکاران (2004) نیز پیشنهاد می‌کنند که کیفیت افشاء 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 ویژگی های گستردگی 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 افشاء استفاده می‌شود(برتتا و بوژولان،2008):

1. بعد زمانی (مربوط به اطلاعات گذشته در مقابل آینده)
2. بعد مالی (اطلاعات مالی در مقابل غیرمالی)
3. بعد اندازه‌گیری (اطلاعات کمی در مقابل کیفی)

با وجود این ، اغلب پژوهشگران فرض می‌کنند که کمیت و کیفیت افشا به طور مستقیم همبسته‌اند.

محققین بسیاری که سعی کرده اند میزان افشاء را اندازه گیری کنند که اغلب با استفاده از دو معیار سطح افشاء را اندازه گیری کردند(براتی،1383) :

* معیار موزون سنجش افشاء
* معیار بدون وزن سنجش افشاء

برای تهیه معیار موزون از پرسشنامه استفاده می شود. بدین ترتیب که پرسشنامه در اختیار استفاده کنندگان صورت های مالی قرار می گیرد، و برای هر یک از اقلام با توجه به اهمیت تعیین شده برای هر کدام وزنی اختصاص می یابد.در مورد شاخص های سنجش میزان افشاء نیز معمولاً محققین با استفاده از دو معیار نسبت به سنجش و اندازه گیری میزان و سطح افشای اسلاعات اقدام می نمایند. ای دو معیار عبارتند از(حسنی و بشیر حسینی،1389) :

1. معیار افشای موزون(شاخص افشای بوتوسان[[76]](#footnote-76)) : این شاخص در حقیقت معیار موزون سنجش افشاء می باشد که توسط بوتوسان(1997) ارائه گردیده است. این شاخص از جنبه های گوناگون نظیر اطلاعات پیشینه، خلاصه ای از نتایج تاریخی، اطلاعات آماری غیر مالی کلیدی، اطلاعات بودجه ای و مباحث و تحلیل های مدیریتی اقدام به سنجش میزان افشای اطلاعات می نماید.
2. معیار افشای فاقد وزن (شاخص افشای جنسن[[77]](#footnote-77)) : این شاخص در حقیقت معیار بدون وزن سنجش افشاء می باشد که توسط جنسن (2002) ارایه گردیده است. این شاخص نیز از جنبه های سطح افشاء استراتژیک، چشم انداز و دورنمای رقابتی، جزئیات تولید، بازاریابی و فروش و سرمایه انسانی، میزان افشای اطلاعات را مورد سنجش قرار می دهد. از میان این دیدگاه ها و معیارهای مختلف سنجش میزان افشاء، این شاخص بدلیل کمی بودن، قابلیت اندازه گیری و انطباق با بازارهای سرمایه جهت سنجش میزان افشای اطلاعات را دارد.

با توجه به اهمیت کیفیت افشا و مسؤولیت مدیران شرکت‌ها در قبال اطلاع‌رسانی، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تصمیم گرفت تا امتیاز و رتبه کلیة شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را از نظر کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی مناسب به بازار منعکس کند تا شرکت‌ها نسبت به جایگاه خود واقف شده، در جهت ارتقای آن بکوشند. طی سال‌های اخیر، رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر اطلاع‌رسانی و کیفیت افشاء ، همواره تهیه و فهرست بیست شرکت برتر به بازار منعکس شده است. شایان ذکر است که امتیاز اطلاع‌رسانی ناشران، بر اساس زمان ارائة اطلاعات مربوط به پیش‌بینی درآمد هر سهم، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی‌نشده 3، 6 و 9 ماهه، اظهارنظر حسابرس نسبت به پیش‌بینی درآمد هر سهم اولیه و 6 ماهه، اظهارنظر حسابرس نسبت به صورت‌های مالی میان-دوره‌ای 6 ماهه، صورت‌های مالی حسابرسی نشدة پایان سال و تفاوت بین پیش‌بینی‌ها و عملکرد واقعی حسابرسی‌شده، محاسبه شده است. ضمناً در صورت عدم ارائه بموقع صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان‌بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته شده است.امتیازهای کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی مناسب برای کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، از سال 1382 در سایت بورس اوراق بهادار تهران موجود است(سازمان بورس اوراق بهادار،1388).

# **2-9- سطوح افشاء اطلاعات**

سطح افشاي مالي، به ويژگي ها و معيارهاي مورد انتظار از افشا بستگي دارد. در ادبيات حسابداري باتوجه به برداشت هر يك از نويسندگان از افشا، برحسب مورد به اصطلاحات افشاي كافي[[78]](#footnote-78)، افشاي مناسب[[79]](#footnote-79) و افشاي كامل[[80]](#footnote-80) اشاره شده است :

افشای مناسب: ارائه اطلاعات مورد نیاز استفاده کنندگان به نحوی که آنان را گمراه نکند.

افشای منصفانه: دنبال کردن هدفی اخلاقی که تمامی گروه های استفاده کنندگان را به یک اندازه مورد توجه قرار دهد.

افشای کامل: به معنی ارائه ی همه ی اطلاعات مربوط است. به گونه ای که صورت های مالی، تصویر کاملی از فعالیت ها و رویدادهای مالی واحد تجاری را نشان دهند.

اما متداولترين نظريه از مفاهيم مزبور، افشاي كافي است كه حاكي از حداقل افشاي مورد نياز است و با عبارت منفي(صورتهاي مالي نبايد گمراه‌كننده باشد) هماهنگي دارد(عالی پور،1385).

افشاي مناسب و كامل، مفاهيمي مثبت‌تر دارند. افشاي مناسب بر اين مبناي اخلاقي دلالت دارد كه بايد با كليه استفاده‌كنندگان بالقوه در ارتباط با افشاي اطلاعات مالي، يكسان برخورد شود.افشاي كامل حاكي از ارائه كليه اطلاعات مربوط، به گونه‌اي است كه صورتهاي مالي تصوير كاملي از فعاليتها و رويدادهاي مالي واحد تجاري نشان دهد. برخي معتقد به افشاي كامل اطلاعات مالي مي‌باشند حتي اگر احتمال داده شود كه به ارائه صورتهاي مالي پيچيده منجر شود. از طرف ديگر، برخي نيز افشاي كامل را به دليل اين كه ممكن است به مفهوم ارائه اطلاعات اضافي و غير ضروري تعبير شود، نامناسب مي‌دانند. البته اين واقعيت را نبايد ناديده گرفت كه ارائه اطلاعات بسيار زياد از اين جهت مي‌تواند زيان‌آور باشد كه اطلاعات اصلي و بااهميت تحت‌الشعاع واقع شده و حتي پنهان شود و درنتيجه تغيير صورتهاي با مشكل مواجه گردد. به بيان ديگر، اگر چه لازم است صورتهاي مالي بنحو كامل ارائه شود اما نبايد حاوي اطلاعات بيش از حد و داراي ماهيتي بي‌اهميت باشد، زيرا ممكن است توجه استفاده‌كنندگان صورتهاي مالي به اطلاعات جزئي و كم‌اهميت معطوف و درنتيجه، رويدادها و عمليات بااهميت ناديده گرفته شود (هندریکسون،2011).

به هر حال، اطلاعاتي كه براي سرمايه‌گذاران و سايرين بااهميت است، بايد بنحو مناسب، كافي و كامل افشا گردد تا در تصميم‌گيري آنان مفيد واقع شود. بطور كلي مي‌توان گفت اگر حذف اطلاعات معيني باعث گردد كه صورتهاي مالي گمراه كننده شود، افشاي آن اطلاعات ضروري است.در حالي كه افشاي اطلاعات براي تصميم‌گيري صحيح و آگاهانه سرمايه‌گذاران و ساير گروهها نقش اساسي دارد، اما تحقيقات انجام شده در كشورهاي مختلف نشان دهنده اين واقعيت است كه واحدهاي انتفاعي بدون فشار دولت و الزامات حرفه‌اي اصولاً تمايلي به افشاي اطلاعات مالي بطور كامل را ندارند. در سالهاي اخير نهادهاي حرفه‌اي و بورس اوراق بهادار در بسياري از كشورها فشار زيادي به واحدهاي تجاري بويژه شركتهاي سهام در جهت بهبود كيفيت و افزايش كميت اطلاعاتي كه بايد افشا شود، وارد كرده‌اند(عالی پور،1385).

هيأت تدوين اصول حسابداري[[81]](#footnote-81) در شكل‌دهي به معيارهاي افشا مناسب اطلاعات، پيشنهاد كرده است كه علاوه بر ترازنامه و صورت سود و زيان، افشا جداگانه مؤلفه‌هاي مهم مربوط به سرمايه در گردش، ارائه يادداشت هاي همراه به منظور تحقق افضاء اطلاعات كافي، اطلاعات مربوط به مباني ارزيابي داراييهاي اصلي، بدهيهاي احتمالي، تعهدات اساسي بلندمدت، تغييرات در اصول و رويه‌هاي حسابداري، اطلاعات مربوط به حقوق صاحبان سهام و بدهيهاي بلندمدت، درآمد هر سهم، افشا رويدادهاي آتي و همچنين ارائه صورتهاي مالي تلفيقي در صورتيكه يكي از شركت هاي عضو گروه بطور مستقيم يا غير مستقيم داراي بيش از 50 درصد سهام منتشره شركت ديگر باشد، نيز بايد صورت پذيرد (نوري‌فرد، 1377).

بررسی ادبیات حوزه اندازه‌گیری سطح افشای اطلاعات نشان می‌دهد، در ایران سطح افشاء اطلاعات عمدتاً متوجه افشای اجباری در استانداردهای حسابداری ایران می‌باشد و تحقیق درباره سطح افشای اختیاری هنوز در ابتدای کار قرار دارد. محققان دانشگاهی می‌توانند با بررسی ابعاد مختلف افشای اختیاری نظیر اطلاعات مالی، اطلاعات غیر مالی، اطلاعات چشم‌انداز آتی و غیره، بورس اوراق بهادار را در تهیه چک لیست مناسب و جامع یاری نموده و به غنای ادبیات افشای اطلاعات بیفزایند(رحمانی و بشیری منش،1393).

# **2-10- پیامدهای افشای اطلاعات**

افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از منابع مهم و ارزشمند اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان در جهت تصمیم گیری‌های اقتصادی آگاهانه می‌باشد. بر حسب ادبیات موجود در حوزه افشای اطلاعات در ایران، سرمایه‌گذاران، سهام داران و تحلیل‌گران به افشای اجباری شرکت‌ها که ارائه آن اطلاعات توسط استانداردهای حسابداری، نهادهای ناظر و سیاست‌گذار نظیر سازمان بورس اوراق بهادار الزامی شده است، توجه می‌کنند و افشای اختیاری اطلاعات توسط مدیران کمتر مورد توجه آنها قرار می‌گیرد؛ حال آنکه مدیران چنین افشاهایی را زمانی انجام می‌دهند که منافع حاصل از آن بیش از هزینة‌های آن باشد. علی رغم توجه محققان در بسیاری از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه به حوزه افشای اختیاری، عوامل موثر برآن و پیامدهای اقتصادی آن برای بازار سرمایه، این حوزه بطور محدود مورد توجه محققان داخلی واقع شده است.افشای اجباری و اختیاری اطلاعات می‌تواند دارای پیامدهای اقتصادی متعددی باشد که از جملة این پیامدها می‌توان به بهبود نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینة سرمایة شرکت‌ها و افزایش کاربران و افزایش توان پیش‌بینی استفاده‌کننده از اطلاعات اشاره نمودکه این موارد نیز نهایتا منجر به افزایش ارزش شرکت می‌گردد.به طور کل بررسی ادبیات حوزه پیامدهای افشای اطلاعات نشان می‌دهد، سرمایه گذاران، سهامداران و تحلیل‌گران شاخص افشای اطلاعات ارائه شده توسط بورس را به عنوان پیامی از کیفیت بالاتر اطلاعات درنظر می‌گیرند و ارزش بیشتری برای شرکت‌هایی با شاخص افشای بالاتر قائل می‌شوند. افشای اطلاعات مالی تبعات منفی عدم تقارن اطلاعاتی، نظیر افزایش هزینه تامین مالی، ریسک مالی و نوسانات قیمت سهام را کاهش می‌دهد و منجر به بهبود شفافیت مالی و رونق بازار سرمایه می‌گردد(رحمانی و بشیری منش،1393).

# **2-11- قیمت سهام**

هدف عمده‌ی سرمايه­گذاران ازسرمايه­گذاري در بازار سهام، کسب بازده معقول است و بازده از دو بخشِ تغييرات قيمت سهام و سود سهام تقسيمي به‌دست مي­آيد­. سرمايه­گذاران و تحليل­گران مالي بايد بتوانند با استفاده از مدل­هاي سرمايه­گذاري، قيمت سهام و بازده را پيش­بيني کنند. تئوري مالي سنتي بيان مي­کند که قيمت سهام، ارزش بنيادي سهام را نشان مي­دهد و منعکس کننده‌ی ارزش جريان‌هاي نقدي آتي است. از ديدگاه فرضيه‌ی بازار کارا، قيمت اوراق بهادار منعکس‌کننده‌ی تمام اطلاعات موجود در بازار است و انتظار مي­رود که تأثير هرگونه اطلاعات جديد در بازار، سريعاً در قيمت سهام شرکت­ها منعکس شود. بر پايه‌ی اين تئوري، سرمايه­گذاران داراي رفتار عقلايي بوده، به دنبال حداکثر ساختن مطلوبيت مورد انتظار خود هستند (تلنگي، 1383). براين ‌اساس، تغييرات قيمت سهام به تغييرات سيستماتيک در ارزش­هاي بنيادي شرکت مربوط است و رفتار غيرعقلايي سرمايه­گذار تاثيري بر بازده ندارد. اما شواهد حکايت از آن دارد که بین گرایش­هاي احساسی سرمایه­گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتري برخوردارند، رابطه‌ی مثبت وجود دارد (حیدرپور و همکاران،1392)، در نتيجه بايد براساس متغيرهاي احساسي، شرايط رفتاري فعالان بازار بورس را بررسي کرد. به عبارت دیگر، به‌جز عوامل بنیادی، باید تاثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه­گذاران را نیز بر قیمت سهام در نظر گرفت. از‌آنجایی­که علاوه‌بر تأثیر متغيرهاي حسابداري نظير بازده دارايي­ها، بازده فروش، ارزش دفتري دارايي­ها به ارزش بازار آ­ن­ها، سود هر سهم، اندازه‌ی شرکت بر قيمت و بازده سهام، متغيرهاي رفتاري خرد و کلان نيز بر قيمت سهام تاثيرگذار مي­باشد(ستایش و شمس الدینی،1395).

در بورس­های معتبر دنیا از شاخص‌های متنوعی برای بررسی تجزیه و تحلیل عملکرد آنها استفاده می‌شود. معروف‌ترین شاخص استفاده شده در بورس‌های اوراق بهادار، شاخص قیمتی سهام است که خود این شاخص از روش‌های متفاوتی به دست می‌آید. شاخص قیمت سهام همواره تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی در دوره‌های مختلف قرار داشته است و رکود و رونق اقتصادی بورس اوراق بهادار را به شدت تحت تأثیر قرار خواهد داد(نجارزاده و همکاران، 1387). تغییر در قیمت سهام شرکت‌ها به نوسانات شاخص کل بازار سهام که مجموعه از قیمت سهام شرکت‌هاست، منجر می‌شود. این نوسانات برای سیاست‌گذاران نگران‌کننده است، چرا که بازار سهام به‌عنوان رکن اصلی بخش مالی، وظیفه تأمین منابع بر بخش حقیقی اقتصاد را بر عهده دارد. کارایی بازار سهام و بازارهای دیگر مالی موجب تخصیص بهینه منابع کمیاب به فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. اقتصاددانان بر این باورند، روند تغییرات در شاخص بازار سهام و بازارهای مالی دیگر می‌توانند به خوبی بخش مهمی از تفاوت در نرخ رشد بین کشورها را نمایان سازند(ابووافا و چمبرز[[82]](#footnote-82)،2015).

# **2-12- عوامل موثر بر تعیین قیمت سهام**

آگاهي از عوامل موثر بر قيمت سهام بسيار حائز اهميت مي باشد.از آنجا كه قيمت سهام تحت تاثير عوامل مختلف هركدام از اين عوامل به نوعي تغيير مي كند و باعث كاهش يا افزايش قيمت سهام مي شوند، تحليل هر يك از عوامل ضروري مي بررسي و باشد.قیمت سهام و عوامل تاثیرگذار بر تغییرات آن، همواره یکی از عوامل مهم و اساسی در روند عملیات بورس اوراق بهادار بوده است. در این بخش ضمن تقسیم عوامل موثر بر قیمت سهام به عوامل بیرونی و درونی، هر یک از عوامل تشریح می‌گردد:

# **2-12-1- عوامل بیرونی**

منظور از عوامل بیرونی آن دسته از وقایع، حوادث و تصمیماتی است که در خارج از شرکت رخ می‌دهند و خارج از کنترل مدیریت شرکت است ولی بر قیمت سهام موثر است. عوامل بیرونی به سه دسته تقسیم می‌شوند :

1. **عوامل اقتصادی** : انتظار می‌رود که اقتصاد کشور برای مدتی نسبتاً طولانی رشد معقول و مناسبی داشته باشد، طبیعی است که قیمت سهام تحت تأثیر قرار گرفته و افزایش خواهد یافت. در کشورهایی که از رشد و ثبات مستمری برخوردارند، معمولاً سرمایه گذاری در سهام عادی(شرکت‌های دارای رشد) نسبت به سایر سرمایه گذاری‌ها بازده بیشتری خواهد داشت. بر عکس زمانی که انتظار می‌رود، رکود اقتصادی حادث شود، به تبع آن بازار سهام نیز دچار رکود خواهد گردید. در این شرایط سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت به سرمایه گذاری در سهام عادی ترجیح داده می‌شود. به طور کلی می‌توان گفت عوامل اقتصادی و پیش بینی آن‌ها تأثیر قابل توجهی بر نوع و میزان سرمایه گذاری دارد.كليه تصميمات، وقايع و حوادثي كه در سطح اقتصاد ملي كشور رخ مي دهد كه اين عوامل به ۳ دسته عوامل (اقتصادبخشي- اقتصاد كلان و اقتصاد خرد) تقسيم مي شود(ياري و همكاران،1391):

الف- اقتصاد بخشي : منظور از اقتصاد بخشي آن بخشي از اقتصاد ملي كشور است كه در ارتباط مستقيم با آن شركت است و شركت در آن بخش از اقتصاد فعاليت دارد مثل ارتباط شركت هاي عضو بورس كه در ارتباط با بخش بازار سرمايه مي باشند:

* عرضه سهام وتقاضاي بازار : طبق يكي از اصول اوليه اقتصاد تعادل در عرضه وتقاضاي يك محصول يا كالا يا خدمت باعث ثبات قيمت مي شود و همانطور كه عرضه ی زياد باعث كاهش خواهد شد عرضه كم نیز باعث افزايش قيمت ها خواهد شد. همين اصل در بازار سهام نيز حاكم مي باشد. يعني چنانچه عرضه سهام زياد باشد قيمت ها شروع به كاهش خواهند نمود و چنانچه عرضه سهام كم شود قيمت ها شروع به افزايش خواهند نمود. در واقع کلیه عواملی که بر تقاضای سهام تأثیر دارند می توانند قیمت را دستخوش تغییر بنمایند (خسروآبادی،۱۳۸۴).
* سرعت نقل و انتقال در بازار سرمايه : همانطور كه مي دانيد چنانچه شخصي يكسري از سهام شركتي را بخرد از مرحله درخواست خريد تا صدور سهام به نام ايشان، مدت زماني طولاني طول خواهد كشيد. حال چنانچه سيستمي اجرا شود كه نقل و انتقال سهام به سرعت انجام شود طبيعتاً روي عرضه سهام تأثیر مي گذارد و مي تواند به گسترش بازار كمك نمايد.
* وجود ابزارهای حمایتی در بورس اوراق بهادار: ‌بررسی صورت گرفته در مورد اکثر بورس‌های کارآمد جهان دلالت بر وجود ابزارهای کارآمدی همانند وجود شرکت‌های بزرگ کارگزاری، پذیره نویسان، متخصصان، بازارسازان شرکت‌های بزرگ سرمایه گذاری، صندوق‌های همگانی سهام و... دارد که همگی در چارچوب یک خط مشی عملیاتی که منجر به ثبات در بازار می‌شود عمل می‌کنند. به عنوان مثال وقتی که قیمت سهمی به طور غیر عادی و بی مورد در حال کاهش باشد از طریق خرید و جمع کردن آن سهام در میز معاملات اوراق بهادار از کاهش قیمت آن جلوگیری می‌کند و زمانی که قیمت سهام شرکتی بدون علت در حال افزایش باشد، با عرضه زیاد آن سهام در بازار سرمایه، از افزایش بی رویه قیمت جلوگیری و بدین وسیله بازار سرمایه را متعادل می‌نماید. به همین ترتیب فقدان چنین موسسات حمایت کننده می‌تواند به عنوان یکی از عوامل عدم ثبات قیت‌ها تلقی گردد(ياري و همكاران،1391).

ب**– عوامل اقتصاد كلان**

* سياست هاي پولي بانك مركزي : اجراي سياست هاي پولي انقباضي و انبساطي پول توسط بانك مركزي و تحديد و افزايش سقف تسهيلات بانكي صنايع مختلف، شركت ها را وادار     مي كند تا در جهت رفع تنگناهاي موجود، تصميماتي بگيرند كه بر قيمت هاي سهام تأثیر خواهد گذاشت. به طور مثال تجديد سقف اعتباري تسهيلات بانكي، شركت ها را در تأمین وجوه مورد نياز خود با مشكل مواجه خواهد ساخت و اينگونه شركت ها براي تأمین وجوه خود مجبور به تأمین نياز خود از روش هاي مختلفي هم چون افزايش سرمايه و يا عدم تقسيم سود مي شوند كه بر قيمت سهام تأثیر خواهد گذاشت. به عنوان مثال تأثیر ادامه ی سیاست های انقباضی از سوی نظام بانکی باعث شد تا بعضی از شرکت ها با سود مناسبی که پرداخت آن را به سهامداران وعده داده بودند برخی از سرمایه های جذب شده در بورس اوراق بهادار را نیز از این بازار بیرون کشیدند (یکتا،۱۳۷۶)
* سياست هاي كلان قيمت گذاري محصولات : وجود سازمان هايي هم چون سازمان حمايت از مصرف كنندگان و توليدكنندگان و قيمت هاي ضابطه اي اين سازمان بر اساس شاخص هاي غيرواقعي در محاسبه ی بهاي تمام شده محصولات شركت ها، باعث خواهد شد كه قيمت محصولات واقعي نباشد و در نتيجه شركت ها با كاهش سود مواجه خواهند شد كه كاهش سود باعث كنترل درآمد هر سهم مي شود كه آن هم به نوبه خود برقيمت هاي سهام تأثیر خواهد گذاشت.

ج– عوامل اقتصاد خرد :

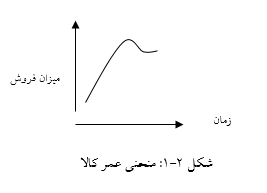
* تورم: اصولاً در بازارهای بورس جهان رابطه ارزش سهام و تورم معکوس می باشد (یکتا،۱۳۷۶). تورم از چند جنبه بر قيمت هاي سهام تأثیر مي گذارد اول اينكه چنانچه نرخ تورم بالا باشد طبيعتاً سرمايه گذاران و سهامداران در جستجوي بازده هاي بالاتر از نرخ تورم هستند تا نه تنها قدرت خريد پول خود را از دست ندهند بلكه كسب سود هم بنمايند، حال چنانچه سهامی نتواند اين انتظار سهامداران را برآورده نمايد قيمت آن كاهش خواهد يافت. هم چنين تورم باعث خواهد شد كه بازده واقعي سهام و قدرت خريد پول كاهش يابد در نتيجه سرمايه گذاران با دريافت اصل و فرع سرمايه ي خود مقدار كالاها و خدمات بهتري مي توانند بخرند. اگر بعد از خريد اوراق قرضه و اوراق بهادار نرخ تورم افزايش يابد نرخ بهره نیز در بازار افزايش خواهد يافت و اين افزايش نرخ بهره ی بازار موجب كاهش ارزش و قيمت اوراق بهاداري خواهد شد كه قبلاً منتشر شده بود. نرخ توم اثرات گوناگونی بر قیمت سهام شرکت‌ها می‌گذارد. نخست وقتی اقتصاد در شرایط تورمی است سهامداران با توجه به نرخ تورم به نرخ بازده مورد توقع خود می‌افزایند. زیرا سودهای آتی شرکت با نرخ تنزیل بالاتری به ارزش فعلی تبدیل می‌شود و ارزش فعلی سودهای آتی کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، شرایط تورمی نیز موجب می‌شود که فروش شرکت‌ها در سالهای آتی، حتی بدون افزایش تولید، سیر صعودی داشته باشد. نرخ افزایش در سودهای آتی شرکت‌ها می‌تواند برابر یا متفاوت از نرخ تورم باشد بطوری که در مورد آن دسته از شرکت‌ها که نرخ افزایش قیمت محصولاتشان بیشتر از نرخ تورم است ، قیمت سهام آن‌ها در آینده افزایش خواهد یافت. برعکس در شرکت هایی که نرخ افزایش قیمت محصولات آنها کمتر از نرخ افزایش در هزینه آنها باشد، نرخ رشد سود، کمتر از نرخ تورم خواهد بود. در هر صورت شرایط تورمی اثرات متفاوتی بر قیمت سهام می‌گذارد(ياري و همكاران،1391).
* نرخ بهره در بازار: با افزایش نرخ بهره حجم سرمایه گذاری در جامعه کاهش خواهد یافت، زیرا با افزایش نرخ هزینه سرمایه، بسیاری از طرح‌های صنعتی توجیه پذیری خود را از دست خواهند داد و بدین ترتیب آن طرح‌ها اجرا نخواهند شد. همچنین کاهش نرخ بهره موجب افزایش مصرف بخش خصوصی و افزایش آن باعث کاهش مصرف بخش خصوصی و افزایش آن باعث کاهش مصرف بخش خصوصی خواهد شد. تغییر نرخ بهره همچنین اثر معکوسی بر قیمت بازار اوراق بهادار خواهد گذاشت. به دنبال کاهش نرخ بهره قیمت سهام عادی افزایش و در صورت افزایش نرخ بهره، قیمت سهام عادی کاهش خواهد یافت. لذا مشاهده می‌شود که پیش بینی نرخ بهره می‌تواند اثر مهمی بر نرخ بازده سرمایه گذاری در سهام داشته باشد(ياري و همكاران،1391).
* نرخ ارز: تغيير نرخ ارز بر قيمت مواد اوليه وارداتي شركت ها و يا قيمت صادراتي محصولات صادراتي آن ها تأثیر خواهد گذاشت كه به نوبه ی خود بر سود شركت ها تأثیرگذار است. چنانکه در ايران كارخانه ها بعد از سياست تثبيت ارز در سال ۷۴ مجبور به پرداخت مابه التفاوت نرخ ارز مواد اوليه اي شدند كه آن ها را در سال هاي ۷۱ و ۷۲ مصرف كرده بودند و همين امر موجب خروج نقدينگي از كارخانه ها شد (گلریز،۱۳۷۴).در ایران تغییرات نرخ ارز، وضعیت ارزبری و درآمدهای ارزی شرکت بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و باعث افزایش مخاطرات سرمایه گذاری در شرکت‌های وابسته به ارز می‌گردد. افزایش نرخ ارز باعث کاهش حاشیه سود خالص شرکت می‌گردد.از طرف دیگر افزایش نرخ ارز باعث کاهش حاشیه سود خالص شرکت می‌گردد. از طرف دیگر افزایش نرخ ارز سرمایه در گردش مورد نیاز شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و آنها را مجبور به استقراض بیشتر و یا افزایش سرمایه می‌نماید. افزایش هزینه بهره و یا افزایش تعداد سهام باعث کاهش سود هر سهم و نهایتاً کاهش قیمت هر سهم می‌گردد.
* نرخ مالیات: مي دانيم كه طبق ماده ۱۴۳ قانون ماليات هاي مستقيم، شركت هاي پذيرفته شده در بورس تهران نسبت به عملكرد خود از پرداخت ماليات معاف هستند ولي سود سهامداران مشمول ماده ۱۳۱ مي باشد كه بيان مي دارد به غيراز معافيت ۱۵ درصدي براي سهامداران جزء، بقيه سود سهام مشمول ماليات يا نرخ و ضرايب تصاعدي بالا مي باشد. لذا ماليات تأثیر بسيار زيادي روي قيمت هاي سهام خواهد داشت زيرا مي تواند باعث كاهش سودآوري در سرمايه گذاري در سهام شود.نرخ گزاف مالیات سبب می‌شود که سرمایه گذاران بزرگ و کسانی که درآمد مشمول مالیات آنها در سال از مبلغ معینی تجاوز می‌کند، از سرمایه گذاری در سهام خود داری کنندو سرمایه خود را در اوراق مشارکت با نرخ 20 درصد ظاهراً معاف از مالیات، و یا پیش خرید کردن خودرو با بازده ای متجاوز از 25 درصد به کار اندازند. نرخ 20 درصد معاف از مالیات معادل نرخ بازده حدود 40 درصد مشمول مالیات است.در بیشتر کشورها برای تشویق مردم به سرمایه گذاری، معافیت‌ها و تخفیف‌های مالیاتی قائل می‌شوند.
* سياست هاي انقباضي بانك ها: هم چنانکه در بخش اقتصاد كلان گفتيم بانك مركزي با سياست هاي انقباضي از طريق تحديد تسهيلات اعتباري و وام به شركت هاي صنعتي مشكلات نقدينگي چشمگيري را براي شركت هاي عضو بورس مي تواند بوجود آورد به همين دليل بانك ها نيز كه زيرمجموعه اي از بانك مركزي هستند به خاطر همين سياست، توانايي جبران كمبود نقدينگي شركت ها را ندارند و يا علاقه اي به اين كار نشان نمي دهند. لذا شركت هاي پذيرفته شده در بورس به خاطر كمبود نقدينگي مجبور به تأمین نياز مالي خود از روش هاي ديگري هم چون افزايش سرمايه و يا عدم تقسيم سود مي شوند كه همين امر بر روي قيمت سهام تأثیرگذار خواهد بود. اتخاذ سیاست انقباضی توسط بانک مرکزی و کاهش اعتبارات بانکی موجب می‌شود بسیاری از شرکت‌ها برای تأمین سرمایه در گردش مورد نیاز خود، افزایش سرمایه را در دستور کار قرار دهند.این اقدام شرکت‌ها باعث می‌شود منبع گران مالی سرمایه سهامداران، جایگزین منابع ارزان تر مالی(وام‌های بانکی) شود و در نتیجه نرخ هزینه سرمایه شرکت‌ها افزایش یابد.

1. عوامل سیاسی : به تجربه ثابت شده كه يكي از ويژگي هاي بورس، تأثیر فوري مسايل سياسي روي معاملات است، به عنوان مثال احتمال به قدرت رسيدن يك جناح سياسي تندرو كه با ديدگاه هاي حاكم بر شرايط اقتصادي فعلی مخالف است و يا فوت ناگهاني يكي از مقامات بلندپايه يك كشور و يا ملي كردن تمام يا بخشي از دارائي هاي خاص، همگي مي توانند جزو عوامل سياسي موثر قرار بگيرند. هم چنين قطع رابطه سياسي و اقتصادي با كشورها نيز مي توانند بر قيمت سهام موثر باشند به خصوص اگر آن كشور روابط اقتصادي تنگاتنگي با كشور موردنظر داشته باشد(خسروآبادی،۱۳۸۴). بر این اساس از ویژگی‌های بورس تأثیر پذیری فوری آن از مسائل سیاسی است. مسائلی مثل جنگ و صلح، روی قیمت‌های سهام تأثیر بسزایی دارد. چنانچه در کشوری جنگ باشد چون مردم آن کشور بیشتر به دنبال حفاظت از جان و مال خود هستند، معمولاً پس اندازهای خود را به صورت نقدو یا طلا و ارزهای معنبر نگهداری می‌کنند و به دنبال سرمایه گذاری نیستند ولی بالعکس در زمان صلح به دنبال سرمایه گذاری‌های مختلف و افزودن بر سرمایه‌های خود می‌باشند.به طور اجمالی انگیزه سرمایه گذاری در مردم تا حدود زیادی به احساس آنان در مورد امنیت سرمایه و جایگاه سرمایه گذار در جامعه بستگی دارد. اگر در جامعه تهدیدی مطرح شود که امنیت سرمایه و سرمایه گذار را به خطر اندازد، مردم به جای سرمایه گذاری در سهام شرکت‌های مختلف سرمایه خود را از کشور خارج و یا در محیطی دیگر سرمایه گذاری خواهند کرد که شناخت کامل داشته باشند.
2. عوامل فرهنگ - روانی : منظور از عوامل فرهنگي همان فرهنگ سرمايه گذاري حاكم برافراد جامعه است. چنانچه در كشوري كه بيشتر افراد در فكر سفته بازي باشند خوب طبيعتاً فرهنگ سرمايه گذاري ضعيف است. چنانچه فرهنگ سرمايه گذاري ضعيف باشد طبيعتاً بازار سهام رونقي نخواهد داشت چون همه به فكر يك شبه پولدارش هستند ولي اگر فرهنگ سرمايه گذاري قوي باشد ومردم از طبيعت بازار سهام اگاهي داشته باشند به سازمان ها وشركت ها وموسسات مالي آشنايي داشته باشند، بازار سهام در آن كشور رونق خواهد داشت(گلریز،۱۳۷۴). هم چنين رفتارها وانتظارات سرمايه گذاران در قيمت سهام موثر است. قيمت هاي سهام معمولاً تجلي كننده ي انتظارات سهامداران و سرمايه گذاري در بازارهاي اوراق بهادار مي باشد به طوري كه هر تصميم و واقعه اي در مورد شركت ها روي دهد كه با انتظارات سرمايه گذاران مغاير باشد روي قيمت هاي سهام اثر مي گذارد. به عبارت ديگر اگر اين خلاف انتظار جنبه مثبت داشته باشد قيمت هاي سهام افزايش مي يابد. مثلاً اگر سرمايه گذاران انتظار رشد ۵% در سود سهم را داشته باشند ولي اطلاعاتي دريافت كنند كه بيشتر از ۵% رشد سود خواهند داشت همين مسأله موجب افزايش قيمت آن سهام مي شود و اگر خلاف انتظار جنبه منفي داشته باشد قيمت ها كاهش پيدا مي كند .به همين دليل يك مدل شناخته شده ارزشيابي قيمت سهام به تنزيل سودهاي آينده استوار است. هم چنين تئوري انتظار عقلايي بر اين نظر استوار است كه مردم رفتار عقلايي دارند و بهترين عمل ممكن را انجام مي دهند. به موجب اين نظريه تصور مردم از آينده با توجه به همه اطلاعات در دسترس و هم چنين استنباط آن ها از كاركرد اقتصاد شكل مي گيرد .براساس نظريه انتظارات عقلايي، قيمت هاي سهام تجلي اطلاعات حال و انتظارات مربوط به آينده است. عامل مهمي كه موجب تغيير قيمت ها مي شود اطلاعات جديد است .در اين بخش منظور ما از اطلاعات يعني اطلاعاتي كه كاملاً جديد است و خارج از حوزه شركت است، مثل اطلاع از وضعيت سياسي و تغيير قوانين بانك ها و …

# **2-12-2- عوامل درونی**

منظور از عوامل دروني يعني عواملي كه در داخل شركت بر قيمت سهام تأثیر مي گذارد و يا تصميماتي كه در داخل يك شركت اتخاذ مي شود و بر قيمت تأثیر مي گذارد. اين عوامل عبارتند از :

* عايدي هر سهم (درآمد و سود) يا بازده هر سهم : عايدات هر سهم باعث تأثیر روي قيمت سهام مي شود. تعداد زيادي از تحقيقات انجام شده بر روي بورس هاي اوراق بهادار اروپايي و نيويورك، اثر انتشار خبر درج مربوط به سود حسابداري و سود تقسيم نشده مي باشد. بازده هر سهم عبارت است از مجموع سود بعلاوه سود غيرنقدي و اضافه ارزش سهم در پايان سال مالي نسبت به اول دوره.
* روند قيمت سهام در گذشته : قيمت سهام شركت ها نيز مثل انسان ها به تدريج براي عموم شناخته مي شوند. حسن شهرت يا سوء شهرت سهام يك شركت به عوامل متعددي بستگي دارد ولي تأثیر اين عوامل روي قيمت سهام منعكس مي شود. طبق يكي از اصول بازار مالي هر كالا و هر خدمتي داراي عمري است و منحني عمر يك كالا در غالب موارد شبيه به شكل زير است:



### **شکل 2-1 منحنی عمر کالا**

میزان فروش کالا ابتدا روندی فزاینده دارد ولی به تدریج که بازار اشباع می‌شود مقدار فروش نیز روند نسبتاً ثابتی پیدا می‌کند. در این وضعیت دیگر نمی توان متوقع سودهای سرشار بود. به همین دلیل اکثر اهل فن و خبره در امر سرمایه گذاری روند منحنی عمر کالای یک شرکت را در تعیین قیمت سهام موثر می‌دانند.

* ساختار مالی شرکت : ساختار مالی یعنی اهمیت اقلام مختلف ترازنامه در مقایسه با یکدیگر. روابط میان اقلام ترازنامه از نظر سلامت مالی شرکت اهمیت زیادی دارند، مثلاً چنانچه بدهی های شرکت سررسید شده باشد اما موجودی وجوه نقد شرکت کفاف بدهی ها را نکند شرکت در زحمت خواهد بود. بنابراین بررسی مجموع دارایی های جاری نسبت به دیون جاری شرکت، نسبت سود به فروش شرکت، موجودی انبار و نسبت آن با میزان تولید و نظایر آن ساختار مالی شرکت را مشخص می کند. صحت و سلامت ساختار مالی یک شرکت در افزایش قیمت سهام آن شرکت تأثیر مثبت دارد.
* تقاضا برای محصول : نوع کالا یا خدمتی که شرکت مورد نظر ارائه می دهد و کمیت و کیفیت مشتریان شرکت روی قیمت سهام آن تأثیر می گذارد. وقتی که شرکتی کالایی مصرفی تولید می کند که مورد نیاز همگان است بازار مصرف نسبتاً مطمئنی را برای محصول خود دارد (شرکت های نوشابه سازی نمونه بارز این گونه شرکت ها هستند)زیرا هم میزان مصرف کالا توسط یک فرد زیاد است و هم افراد زیادی آن را مصرف می کنند در مقابل کالایی مثل تراکتور را در نظر بگیرید که متقاضیان آن محدودترند و تکرار خرید آن به صورت یک کالای بادوام چند سالی به طول می انجامد و ضمناً متقاضیان آن فقط کشاورزان صاحب زمینی هستند که آن ها هم خریدشان محدود است. روشن است که سهام کارخانجات و شرکت های تولید کننده ی کالای مصرفی در غالب موارد بهتر از سهام کارخانجات تولیدی سنگینی و صنایع مادر هستند.
* تغییر در رویه حسابداری یک شرکت : تغییر در روش استهلاک و هم چنین تغییر در روش محاسبه ارزش موجودی ها می تواند در سود و زیان شرکت و در نهایت قیمت سهام تأثیر بگذارد.
* مدیریت شرکت : عامل مدیریت بسیار حائز اهمیت است. عملکرد یک شرکت به میزان زیادی به مدیریت شرکت بستگی دارد. قیمت سهام شرکت هایی که دارای مدیریت با ثبات و نظام مدیریت کارآمد هستند، بیش از شرکت هایی است که مدیریت آن‌ها مرتب دستخوش تغییر می‌شود. مدیران خبره و کارآمد و خوش نام می‌توانند یک شرکت کوچک و ضعیف را به یک شرکت بزرگ و پیشرو تبدیل کنند و بر عکس، مدیران ضعیفی که سوء پیشینه نیز داشته باشند، می توانند شرکت‌های سودآوری را در مدت کوتاهی به شرکت‌های زیان آور و ورشکسته تبدیل نمایند.مدیران کارآمد و خوشنام می توانند یک شرکت کوچک و ضعیف را به یک شرکت بزرگ و پیشرو تبدیل کنند و برعکس مدیران ضعیف می توانند شرکت عظیمی را در مدت کوتاهی به خاک سیاه بنشانند. لذا هر تغییری در مدیریت می تواند بر قیمت آن شرکت تأثیر بگذارد. پس وجود یک مدیریت قوی و کارافرین در یک شرکت روی قیمت آن تأثیرگذار است(خسروآبادی،۱۳۸۴).
* تصرف، تملک، ادغام: اطلاع از تصرف و تملک شرکت توسط شرکت های دیگر و برعکس. تصرف شرکت دیگری توسط شرکت ، باعث تغییر قیمت سهام می شود.
* سود و سیاست های تقسیم سود : یکی از عوامل بسیار مهم بر قیمت سهام، سود شرکت ها می باشند که محور اصلی و تعیین کنننده ی موقعیت یک واحد است. همین سود نیز انتظارات افراد را نسبت به آینده شکل می دهد. البته مسأله مهم دیگری که سرمایه گذاران به آن توجه دارند درجه عدم اطمینان در مورد این سودها و سرمایه گذاری آنان است. هنگامی که یک شرکت دارای نسبت بدهی غیرمعمول باشد طبیعتاً احتمال عدم پرداخت و بی ثباتی هر سهم نیز بیشتر خواهد بود و درست به همین دلیل است که سرمایه گذاران، بازده بیشتری برای جبران درجه عدم اطمینان آن سهام انتظار خواهند داشت و همین مسأله به نوبه خود می توانند بر قیمت سهام اثر بگذارد(سینایی،۱۳۷۲).
* سهام جایزه و تجزیه سهام : سهام جایزه تعدادی از اوراق صوری است که مالکیت سهامداران در سود انباشته را دلالت می کند و بدون اینکه سهامداران سود نقدی یا دارایی دیگری دریافت نمایند به وی داده می شود. سهام جایزه نوعی سود است بصورت سهام و به جای پول نقد توزیع می شود. این نوع سهام بر اساس تصمیم هیأت مدیره شرکت ها انتشار می یابند. البته چون این عمل افزایش سرمایه محسوب می شود باید به تصویب مجمع عمومی نیز برسد. شرکت ها در عمل از حساب های اندوخته مبالغی را کاهش داده و به همان میزان به حساب سرمایه اضافی منظور می نمایند. این فی نفسه یک تغییر در حساب ها منظور میشود ولی موجبات تغییر در قیمت سهام مربوط را نیز فراهم می کند زیرا معمولاً به تصور افراد، سهام جایزه مترادف با یک خبر خوش تلقی می گردد(سینایی،۱۳۷۲).

# **2-13- تاريخچه قيمت‌گذاري سهام**

تاريخچه مسأله قيمت‌گذاري سهام در تقسيم بندي که کلمن[[83]](#footnote-83)(2006) مطرح کرده، به قبل از قرن پانزدهم ميلادي برمي‌گردد. در اين تقسيم بندي پنج مرحله تکاملي براي ارزشيابي واحد تجاري بيان شده که اشاره مختصري بدان خواهيم داشت(ودیعی و آسیابانی،1388):

مرحله اول: ارزش‌گذاري يک واحد تجاري تا قبل از قرن پانزدهم ميلادي، براساس ارزش موجودي کالا و اجناس آن بوده‌ است. پس از ابداع سيستم حسابداري دوطرفه در قرن پانزدهم، سه واحد اندازه‌گيري بوجود آمد، شامل ارزشيابي بر پايه سودآوري واحد تجاري، ارزشيابي بر پايه ارزش خالص دارائي‌ها و ارزشيابي برپايه جريان نقدينگي.

مرحله دوم: تأکيد بر ارزشيابي کل واحد تجاري، جاي خود را به تأکيد بر قيمت‌گذاري سهام واحد تجاري داد. در اين مرحله از نسبت‌هايي همچون نسبت قيمت سهام به سود هر سهم(P/E)، نسبت قيمت سهام به ارزش دفتري(P/B)، نسبت قيمت سهام به سود نقدي هرسهم(P/DPS) و نسبت قيمت سهام به جريان وجوه نقد، استفاده گرديد.

مرحله سوم: توجه سرمايه‌گذاران به معيارهايي از جمله جريان نقدي تنزيل‌شده(DCF) و ارزش زماني پول جلب شد که منجربه ايجاد مدل تنزيل سود نقدي (DDM) گرديد. تکنيک‌هايDCF)) توسط جان ويليام در سال1938 که در کتاب خود از آن تحت عنوان تئوري ارزش سرمايه‌گذاري ياد کرده است، مورد استفاده قرارگرفت.

مرحله چهارم : محققان و دانشمندان به دنبال مدل‌هاي علمي‌تر و کاربردي‌تر رفتند، که در راستاي آن تئوري پرتفويMPT) ) توسط هري مارکوئيتز در سال1952، مدل قيمت‌گذاري دارائي‌هاي سرمايه‌اي(CAPM) توسط ويليام شارپ در سال1964، نظريه قيمت‌گذاري آربيتراژAPT)) بوسيله راس در دهه1970 را پايه‌گذاري نمودند. درنهايت، مطالعات فاما و فرنچ در سال1992 بود که در ادامه مدل قيمت‌گذاري شرکت‎هاي سرمايه‌اي، به نتايج ارزشمندي رسيد. بنابراين پايان بخش مرحله چهارم ارزشيابي سهام نظريه فاما و فرنچ، محسوب مي‌شود.

مرحله پنجم : پس از تأکيد بر مدل‌هاي پرتفوليوي سهام، مدل‌هاي مبتني‌بر بازده سهام ايجاد شد که در آن به نرخ بازده سهام و ارزش فعلي سودهاي آتي سهام تأکيد بيشتري شد. در اين روش با محاسبه جمع ارزش فعلي سودهاي آتي و ارزش فعلي قيمت آتي سهام در يک دوره زماني معين، نرخ بازده سهام مشخص شده و با نرخ بازده بازار يا نرخ بازده شرکت‎هاي مشابه مقايسه مي‌شود و از اين طريق قيمت‌گذاري صورت گرفته و يا مورد ارزيابي قرار مي‌گيرد.

# **2-14- مدل‌هاي قيمت‌گذاري سهام**

# **2-14-1 ديدگاه مبتني ‌بر ارزشيابي دارائي‌ها**

* مدل قيمت‌گذاري سهام براساس ارزشيابي اقتصادي دارائي‌ها : در اين روش ارزش دارائي‌ها و بدهي‌هاي شركت را مي‌توان از طريق ارزش فعلي جريان وجوه نقد برآورد نمود. بدست آوردن ارزش فعلي گردش جيوه نقد يك شركت كه در حال تداوم فعاليت مي‌ّاشد، با ارزش فعلي يك پروژه‌ سرمايه‌اي متفاوت است. اختلاف از اينجا تداوم فعاليت مي‌باشد، با ارزش فعلي يك پروژه سرمايه‌اي متفاوت است. اختلاف از اينجا ناشي مي‌شود كه ارزش فعلي يك شركت نه تنها به سرمايه‌گذاري موجود بلكه به سود بالقوه سرمايه‌گذاري آتي شركت نيز بستگي دارد.
* مدل قيمت‌گذاري سهام براساس ارزشيابي واحد تجاري در بازار ثانويه (دست دوم) : اين مدل قيمت‌گذاري يكي از مدل‌هاي مبتني‌بر ارزشيابي دارائي‌ها مي‌باشد كه برمبناي اطلاعات جاري استوار است. با ارزشيابي دارائي‌هايي كه در بازار ثانويه قابل معامله هستند و ارزشيابي بقيه دارائي‌ها به قيمت‌هاي جاري و در نهايت پس از كسر ارزش كل بدهي‌هاي شركت، خالص ارزش دارائي‌ها برمبناي قيمت‌هاي جاري حاصل مي‌گردد.
* مدل قيمت‌گذاري سهام براساس بهاي تمام شده جايگزين تنزيل شده دارائي‌ها : در اين مدل ارزشيابي دارائي‌ها طبق فرمول زير انجام مي‌شود:

«ارزش دارائي برابر است با بهاي تمام شده جاري دارائي ضرب در نرخ استهلاك منهاي يك»

در اين روش بعضي از تغييرات ارزش‌هاي اقتصادي كه منتج از تغييرات شرايط شركت مي‌باشد، در نظر گرفته مي‌شود. البته محدوديت‌هايي هم در استفاده از اين روش از قبيل استفاده از روش‌هاي مختلف استهلاك، پيش‌بيني عمر مفيد و تعيين قيمت جاري دارائي به علت تغيير سريع تكنولوژي، وجود دارد كه مسأله ارزشيابي را مشكل مي‌سازد.

* مدل قيمت‌گذاري سهام براساس ارزش دفتري دارائي‌هاي واحد تجاري : براي ارزشيابي يك شركت در اين روش بايد از ترازنامه و صورت سود و زيان آن كه برمبناي اصل بهاي تمام شده تاريخي تهيه شده‌اند، به عنوان منبع اوليه داده‌ها استفاده نمود.

# **2-14-2 ديدگاه مبتني‌بر ارزشيابي حقوق صاحبان سهام**

* مدل‎هاي ارزشيابي سهام از ديدگاه شرکت‎هاي قابل مقايسه :

مدل اول: قيمت‌گذاري سهام با استفاده از نسبت قيمت خريد فعلي به قيمت خريدگذشته سهام شرکت‎هاي مشابه به‌عبارت ديگر برمبناي شاخص رشد ارزش سهام شرکت‎هاي مشابه است كه فرمول آن به صورت زير است:

ميانگين قيمت خريد فعلي سهام شركت‌هاي مشابه

🞨 قيمت خريد گذشته سهام a = قيمت سهام شركت a

ميانگين قيمت خريدگذشته سهام شركت‌هاي مشابه

مدل دوم: قيمت‌گذاري سهام با استفاده از نسبت قيمت بازار به سود هر سهم(P/E) شرکت‎هاي مشابه:

 (EPS)a 🞨 = قيمت سهام شركت a

- (EPS)a سود هرسهم شركت a

-   ميانگين موزون نسبت قيمت به سود هر سهم(P/E) شركت‌هاي مشابه

براي تحصيل سود هر سهم شرکت مورد نظر بايد به صورت‎هاي مالي سالي که قرار است قيمت‎گذاري انجام شود، مراجعه کرد. مسأله اصلي مربوط به ميانگين نسبت قيمت بازار به سود هر سهم بعد از کسر ماليات(P/E) شرکت‌هاي مشابه است. دو سوال جهت محاسبه اين نسبت مطرح است. اول اينکه معيار و مبناي انتخاب شرکت‎هاي مشابه چه چيزي باشد. مسلماً هرچه شرکت‌هاي انتخابي تشابه بيشتري با شرکت aداشته باشند، اين مدل قيمتي مطلوب و نزديک به واقعيت را ارائه خواهد کرد. از جمله تحقيقاتي که در اين خصوص انجام شده، تحقيق آلفورد در سال1992 است که مشابهت شرکت‌ها را در طبقه بندي زير مورد بررسي قرار داده است:

1. انتخاب براساس صنعت مورد فعاليت
2. انتخاب براساس بازده حقوق صاحبان سهام و صنعت خاص
3. انتخاب براساس مجموع دارائي‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام
4. انتخاب براساس مجموع دارائي‌ها و صنعت خاص
5. انتخاب براساس بازده حقوق صاحبان سهام
6. انتخاب براساس مجموع دارائي‌ها

در ارزيابي هريک از گروهاي فوق انتخاب شرکت‌هاي مشابه، او به اين نتيجه رسيد که انتخاب برمبناي ويژگي بازده حقوق صاحبان سهام در يک صنعت خاص و انتخاب صرف برمبناي صنعت مورد فعاليت با درصد خطاي کمتر نسبت به مشخصه‌هاي ديگر، از بيشترين دقت در قيمت‎گذاري سهام برخوردارند(آلفرد،1992).

سؤالي ديگري که مطرح مي‌شود، اينکه از چه نوع ميانگيني براي محاسبه نسبت قيمت هرسهم به سود هر سهم(P/E) شرکت‎هاي مشابه بايد استفاده شود؟ بهترين نوع ميانگين، ميانگين موزون است. ازاين رو بايد از فرمول زير استفاده ‌شود:

****

در رابطه با محدوديت‌هاي استفاده از اين مدل، شايان ذکر است که در مقايسه با دو مدل ديگر در اين گروه، محدوديت بيشتري وجود دارد. يکي از مهمترين آنها زماني است که سود هر سهم شرکت مورد نظر منفي بوده و يا نزديک به صفر است و يا اگر اين نسبت براي تمام شرکت‎هاي مشابه منفي باشد قيمت هرسهم منفي خواهد شد که اين مسأله غيرقابل قبول و غيرمنطقي است.

مدل سوم: قيمت‌گذاري سهام با استفاده از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري سهام(P/B) شرکت‎هاي مشابه با استفاده از مدل زير:

Ba🞨 = قيمت سهام شركت a

-  ميانگين نسبت قيمت بازار به ارزش دفتري سهام شركت‌هاي مشابه

- Ba ارزش دفتري سهام شركت a

* مدل ارزشيابي سهام از ديدگاه ارزش فعلي سودهاي آتي (مدل گردون و والتر):

اين مدلها از مدل‌هاي قيمت‎گذاري سهام مبتني‌بر انتظارات آتي از تغييرات قيمت و سود سهام مي‌باشد.

**2-14-3** **مدل ارزشيابي سهام با استفاده از نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتري شركت‌هاي مشابه**

اين روش در اوايل سال 1319 براي قيمت‌گذاري سهام شركت‌هاي مشمول خصوصي‌سازي در بورس تهران استفاده شد و ضريب مورد استفاده آن عدد 55/2 محاسبه گرديد اين عدد از تقسيم ارزش متوسط معاملاتي چند شركت در بورس كه بالاترين حجم معادله سهام را داشتند به ارزش متوسط دفتري آن‌ها بدست آمد. اين ضريب در ارزش دفتري سهام شركت مورد واگذاري ضرب شده و قيمت اوليه عرضه سهام بدست مي‌آيد

مدل‌هاي عمومي : به‌طور كلي هر سهم دو نوع جريان نقدي ايجاد مي‌كند. اول سود سهام كه به‌[ور منظم (مثلاً سالانه) پرداخت مي‌گردد و دوم قيمت فروش سهام در تاريخ واگذاري آن چنانچه سهم براي يك دوره‌ي طولاني نگهداري شود، ارزش فعلي قيمت آتي با توجه به افق زماني كاهش مي‌يابد و مقدار آن تقريباً براي مدت پنجاه سال يا صد سال صفر مي‌شود (پاندي، 2003). بنابراين، قيمت سهام در زمان صفر برابر با ارزش فعلي جريان سود سهام براي يك دوره‌ي نامحدود مي‌باشد. بنابراين قيمت سهام طبق معادله‌ي زير محاسبه مي‌شود:



به‌طوري كه:

 (ارزش فعلي سرمايه‌گذاري سهام عادي)

 (سود سهام پرداختي در زمان tام)

مدل‌هاي مختلفي براي ارزشگذاري سهام با توجه به الگوي پرداخت سود سهام متفاوت وجود دارد. اين سياست كه شركتي تمام سود كسب شده را به عنوان سود سهام نقدي به سهامداران خويش پرداخت كند، در اكثر اوقات مطلوب به نظر نمي‌رسد. شركت‌ها همواره فرصت‌هاي سرمايه‌گذاري مطلوبي دارند و يك مدير كارامد بايد از فرصت‌هاي ايجاد شده استفاده كند و از طريق ارزش شركت را افزايش دهد. چنانچه شركتي سود سهام را در يك پروژه سرمايه‌گذاري نكند، ارزش فعلي خالص هر سهم اين پروژه در تاريخ صفر برابر با «ارزش فعليخالص (هر سهم) و فرصت‌هاي رشد» خواهد بود از آنجا كه با انجام سرمايه‌گذاري توسط شركت، ارزش سهم پروژه موردنظر به قيمت اصلي هر سهم شركت اضافه مي‌شود، قيمت هر سم پس از انجام سرمايه‌گذاري به اين قرار خواهد بود:



در اين فرمول:

NPV = ارزش فعلي خالص

GO = فرصت‌هاي رشد

این معادله نشان مي‌دهد كه قيمت يك سهم مي‌تواند به دو عامل ارزش شركت و ارزش مازاد بستگي داشته باشد. به منظور افزايش ارزش، تحقق دو شرط زير ضروري است:

1 سودهاي كسب شده بايد به منظور سرمايه‌گذاري در پروژه‌هاي آتي انباشته شود.

2 پروژه‌ها بايد داراي ارزش فعلي خالص مثبت باشد.

مدل ارزشگذاري MVA : از مدل‌هايي كه امروزه براي قيمت‌گذاري سهام كاربرد فراواني پيدا كرده است مدل قيمت‌گذاري ارزش افزوده بازار مي‌باشد. اين مدل مي‌گويد كه ارزش شركت عبارت است از:

 + سرمايه = ارزش شركت

كه EVA عبارت است از ارزش افزوده اقتصادي.

مدل گوردن : گوردن با استفاده از روش سرمايه‌گذاري سود انباشته مدلي را براي ارزشگذاري سهام پيشنهاد كرده است. او نيز از مكتب بازار ناقص پيروي مي‌كرده و مدل وي براساس مفروضات زير است:

1 سودهاي انباشته تنها منبع تأمين مالي شركت‌ها هستند. (به همين علت گوردن، تقسيم سود و تصميمات سرمايه‌گذاري را مانند مدل والتر فرض مي‌كند). 2 نرخ بازده سرمايه‌گذاري شركت ثابت باقي مي‌ماند. 3 نرخ رشد شركت تابعي از سود نگهداري شده و نرخ بازدهي آن است. اين فرض وابسته به دو فرض اول است. 4 هزينه‌ي سرمايه براي شركت ثابت، ولي بزرگ‌تر از نرخ رشد است. 5 شركت داراي عمر نامحدود است. 6 ماليات بر درآمد وجود ندارد.

# **2-15- قیمت گذاری و بازده مقطعی سهام**

در متون مالی، سرمایه‌گذاری عبارت است از تعهد پول یا سایر منابع به امید کسب منافع آتی(بودی و همکاران[[84]](#footnote-84)،2011).در اتخاذ تصميمات سرمايه گذاري در بورس اوراق بهادار اولين و مهم ترين عاملي كه فراروي سرمايه گذار است بررسي روندقيمت است و تغييرات سهام متداول ترين نقطه شروع در زمان خريد سهام مي باشد.همانطور که بیان شد تغييرات قيمت سهام شركت ها تحت تاثير عوامل مختلفي از جمله عوامل سياسي، اقتصادي... است. بازده در فرآيند سرمايه گذران نيروي محركي پاداشي براي است كه ايجاد انگيزه مي كند و سرمايه گذران محسوب مي شود. منظور از بازده كل مجموعه مزاياي است كه در طول سال به سهم تعلق مي گيرد. معمولاً مهم ترین معیار ارزيابي عملكرد موسسات،در حال حاضر نرخ بازده سهام است. اين معيار به تنهايي داراي محتوي اطلاعاتي براي سرمايه گذران بوده و براي ارزيابي عملكرد مورد استفاده قرار مي گیرد. وقتي اين معيار كاهش يابد زنگ خطري براي شركت است و عملكرد شركت را مناسب نشان نمي دهد.اين معيار داراي محتوي اطلاعاتي زيادي مي باشد، زيرا ارزيابي عملكرد برمبناي ارزش بازار،اطلاعات سرمايه گذران را به خوبي منعكس مي كند.سرمايه گذاران بر اساس بازده سهم تصميم به خريد و يا فروش آن مي گيرند. بخش عمده بازده سهام يك شركت عبارت از تغيير قيمت آن سهم در بازار مي باشد كه به آن تغيير ارزش گفته مي شود(رضایی و سلیمانی راد،1391).

سرمایه‌گذاران همواره منافع آتی (بازدهی) بیشتر را ترجیح می‌دهند؛ اما برای کسب این منافع، با ریسک‌هایی مواجه هستند. این موضوع همان تقابل سنتی ریسک و بازده است که بیان می‌کند اگر سرمایه‌گذاری بازدهی مورد ‌انتظار بالاتری را طلب کند، باید ریسک بیشتری را نیز بپذیرد. یکی از منابع ریسکی که سرمایه‌گذاران همواره با آن مواجه هستند، ریسک عدم‌ نقدشوندگی است. در تعریفی، نقدشوندگی به معنای توانایی سرمایه‌گذاران برای انجام معامله در حجم بالا، به‌سرعت و با تفاوت قیمتی پایین است. سرمایه‌گذاران منطقی در خرید دارایی‌هایی که از نقدشوندگی پایینی برخوردارند، با از دست دادن این فرصت که ممکن است در مقاطعی که به وجه نقد نیاز دارند و یا برای تعدیل مجدد پرتفوی، نتوانند دارایی را سریع و با تفاوت قیمتی پایین به فروش برسانند، صرف ریسکی را تقاضا می‌کنند؛ بنابراین عدم ‌نقدشوندگی باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بازده مورد ‌انتظار بالاتری داشته باشند. موضوع نقدشوندگی تنها مورد توجه سرمایه‌گذاران (تأمین‌کنندگان وجوه مالی) نیست و شرکت‌های منتشرکننده اوراق بهادار نیز به آن توجه ویژه‌ای دارند. شرکت‌ها می‌توانند با توجه به کشف قیمتی که به‌واسطه نقدشوندگی اتفاق می‌افتد، عملکرد خود را ارزیابی و در مورد افزایش سرمایه تصمیم بگیرند. ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و مسئله نمایندگی نیز ازجمله مسائل مالی شرکتی هستند که می‌توانند از نقدشوندگی متأثر شوند؛ بنابراین علاوه بر مزایایی که نقدشوندگی به­طور مستقیم برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت، برای شرکت‌ها نیز می‌تواند ارزش ایجاد کند. درمجموع، نقدشوندگی باعث کشف بهتر قیمت‌ها، کارایی بازار، ایجاد ارزش برای شرکت‌ها از طرق مختلف و ورود بیشتر سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی خواهد شد که برآیند این موارد، جذب بیشتر سرمایه در بازارهای مالی و رشد اقتصادی را حاصل می­کند. نظریه موجود در زمینه رابطه‌ نقدشوندگی و بازده سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی می‌کند که سهام کمتر نقدشونده، بازده بالاتری داشته باشند و ریسک نقدشوندگی قیمت‌گذاری می‌شود. بررسی موضوع تحقیق در بازارهای متفاوت، استفاده از معیارهای متفاوت برای نقدشوندگی و همچنین روش‌های تجزیه‌وتحلیل متفاوت، ممکن است نتایجی متفاوت با نظریه‌های موجود در زمینۀ نقدشوندگی به­دست دهد. تفاوت نتایج در بازارهای کوچک و کم‌تر توسعه‌یافته بیشتر مشهود است(سرکانیان و همکاران،1394).

برای نخستین بار آمیهود و مندلسون[[85]](#footnote-85) (1986) رابطه نقدشوندگی که از معیار شکاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش[[86]](#footnote-86) برای محاسبه آن استفاده ‌شده بود و بازده دارایی‌ها را بررسی و نشان‌ دادند که بازده سهام تابعی افزایشی از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهادی فروش است.در پی این پژوهش برخی از محققان این رابطه منفی بین نقدشوندگی و بازده سهام را بررسی کردند. آنها معیارهای جدیدی برای نقدشوندگی (یا عدم نقدشوندگی) معرفی نمودند. ازجمله این محققان، برنان و سابرامانیم (1996)، برنان و همکاران (1998)، آمیهود (2002)، کوردیا و همکاران (2001 و 2009) و لیو (2006) بوده‌اند که به نتایجی موافق با نتیجه پژوهش آمیهود و مندلسون (1986) دست‌ یافتند(انگویان[[87]](#footnote-87)،2003).

داترو همکاران (1998) آزمونی جایگزین در مدل آمیهود و مندلسون ارائه کردند و به نتایجی سازگار با نتایج آنها دست ‌یافتند. آ‌نها از نرخ گردش سهام به‌عنوان معیاری برای نقدشوندگی در پژوهش خود استفاده کردند. برای محاسبه نرخ گردش سهام، میانگین گردش سهام در سه ماه قبل بر تعداد سهام منتشرشده تقسیم ‌شده ‌است و اگر تعداد سهام منتشرشده در طی سه ماه گذشته تغیر کرده باشد، سهام مذکور از نمونه آن دوره حذف ‌شده ‌است. در این پژوهش، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای آزمون موضوع تحقیق استفاده ‌شده ‌است. شواهد نشان داد که نقدشوندگی نقشی بااهمیت در توضیح تغییرات مقطعی سهام ایفا می‌کند. این اثر بعد از کنترل متغیرهای شناخته‌شده برای توضیح بازدهی ازجمله اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بتای شرکت و همچنین کنترل اثر ژانویه، همچنان مشاهده می‌شودآمیهود در تحقیقی دیگر در سال 2002 از معیاری جدید برای محاسبه نقدشوندگی استفاده کرد. ایشان در این تحقیق معیار عدم ‌نقدشوندگی را نسبت قدر مطلق میانگین بازدهی روزانه سهام، به حجم دلاری معامله‌شده تعریف کردند. این معیار را می‌توان به‌صورت تغییر قیمت روزانه به ازای یک دلار حجم معاملات تفسیر کرد. موضوع تحقیق در بورس سهام نیویورک و طی سال‌های 1963 تا 1997 بررسی ‌شده ‌است. روش آزمون در این پژوهش از روش فاما و مکبث (1973) پیروی می‌کند. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه‌ای مستقیم بین عدم‌ نقدشوندگی و بازده سهام وجود دارد و بازده سهام تا حدودی صرف عدم‌ نقدشوندگی دریافت می‌کند (آمیهو[[88]](#footnote-88)د،2002).

# **2-16- پیشینه تحقیق**

# **2-16-1- تحقيقات داخلي**

* دیدار و همکاران (1396) در تحقیق خود به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندۀ رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، نتایج حاصل از تحقیق نشان داد‌ کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا تأثیر مثبت و معناداری دارد‌ و سطح بالاتر کیفیت افشا در نتیجۀ افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی به‌دست می آید؛ اما رقابت بازار محصول در حالت کلی بر این رابطه تأثیر معناداری ندارد.
* کردستانی و ابراهیمی (1392) رابطه ی بین کیفیت افشا و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی را مورد ارزیابی قرار دادند. این محققین با بکارگیری روش رگرسیون چندگانه و با استفاده از داده های تابلویی نشان دادند که سرمایه گذاران پایداری اقلام تعهدی را کمتر از واقع و پایداری جریان نقدی را بیش از واقع ارزش گذاری می کنند. این رفتار سرمایه گذاران سبب می شود، سهام به اشتباه قیمت گذاری شود. بنابراین، قیمت گذاری نادرست اجزای سود در شرکت های دارای کیفیت افشای بالاتر، کاهش می یابد.
* موسوی شیری و همکاران(1394) در تحقیقی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. تغیر کیفیت افشا، با استفاده از امتیازهای تعلق‌گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب منتشر می‌شود، سنجیده شد. به این منظور داده های80 شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی 1385-1390 جمع آوری و با استفاده از رگرسیون خطی تحلیل شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین کیفیت افشا اطلاعات و نوسان پذیری بازده سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد اما با توجه به ضریب تعیین تعدیل‌شده سه مدل و آماره Z کرامر می‌توان گفت این رابطه منفی در پرتفوی شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر از میانگین، شدت بیشتری دارد.
* رحیمیان و ابراهیمی (1392) رابطه بین کیفیت افشا و محافظه‌کاری در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند، نتایج تحقیق ایشان حاکی از آن بود که بین کیفیت افشا و سطح اقلام تعهدی اختیاری رابطه منفی و معنادار و بین کیفیت افشا و محافظه‌کاری مشروط رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.
* همت فر و مقدسی (1392) با بررسی رابطه بین کیفیت افشا بر ارزش سهام به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت افشای شرکت‌ها و ارزش سهام تورم زدایی شده، رابطه معنادار وجود ندارد.
* اعتمادی و خلیل پور (1391) در پژوهشی کیفیت افشاء اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از رویکرد ترکیبی آنتروپی- فازی ارزیابی نمودند. با استفاده از تکنیک آنتروپی درجه اهمیت هریک از ابعاد کیفیت افشاء اطلاعاتی مشخص شد. سپس این وزن‌ها به همراه داده‌های استخراج شده از پرسشنامه ارزیابی کیفیت افشاء اطلاعاتی شرکت‌ها که بر اساس رویکرد فازی تنظیم شده است، ترکیب شده و مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت. جامعه آماری، سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار و روش گردآوری داده‌ها، پرسشنامه می‌باشد که بر اساس دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی تنظیم شده است. نتایج حاصل از ماتریس‌های آنتروپی نشان می‌دهد که از دید سرمایه‌گذاران ویژگی بی‌طرفانه بودن از لحاظ اهمیت داشتن در اولویت اول، افشای کافی در اولویت دوم، و قابلیت تایید بودن در اولویت آخر است. آزمون فرضیات نشان می‌دهد که اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌ها دارای ویژگی‌های صحیح بودن، رجحان محتوا بر شکل، بی‌طرفانه بودن، سودمندی در ارزیابی، دارای ثبات رویه و قابلیت مقایسه است، اما از نظر سرمایه گذاران، اطلاعات ارائه شده، ویژگی‌های کامل بودن، به موقع بودن، سودمندی در پیش بینی و افشاء کافی را ندارند.
* یعقوب نژاد و ذبیحی (1390) 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.
* ثقفی (1390) با بررسی نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام اظهار می دارد که چنانچه نسبت ارزش ذاتی به قیمت برای اوراق بهادار خاصی، بسیار پایین یا بالا باشد، ارزیابی آن اوراق بهادر توسط بازار به طور صحیح انجام نشده و قیمت آن کمتر یا بیشتر از واقع می باشد.
* ستایش و همکاران(1390) در مقاله ای، تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. در این راستا، تأثیر اندازه شرکت نیز کنترل شده است. برای سنجش متغیر کیفیت افشا، از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "کیفیت افشا و اطلاع­رسانی مناسب" منتشر می شود، استفاده شد. برای سنجش نقدشوندگی نیز از معیارهای نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات استفاده گردید. یافته­های بررسی 105 شرکت در دوره زمانی 1383 الی 1387 بیانگر آن است که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد. افزون بر این، رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد. با این وصف، شواهدی دال بر وجود رابطه معنا­دار بین اندازه شرکت و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی آن مشاهده نشد.
* حسنی و حسینی (1389) به بررسي رابطه سطح افشا اطلاعات حسابداري و نوسانات قيمت سهام در شرکت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماري اين تحقيق را شرکت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکيل مي دادند که تعداد آنها تا پايان سال 1387، 448 شرکت بوده است و نمونه آماري شامل 72 شرکت به روش نمونه گيري تصادفي طبقه بندي شده از بين جامعه آماري انتخاب گرديده اند. اين پژوهش شامل يک سوال و يک فرضيه اصلي بود. براي محاسبه متغيرهاي فرضيه تحقيق از اطلاعات موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده گرديده و براي آزمون فرضيه از ضريب همبستگي پيرسون استفاده شد. با توجه به داده هاي بدست آمده به سوال تحقيق پاسخ داده شده و با آزمون فرضيه در سطح اطمينان 95% فرضيه اصلي تحقيق تاييد گردید و اين نتيجه حاصل شد که به طور کلي بين سطح افشا اطلاعات حسابداري و نوسانات قيمت سهام رابطه معني داري وجود دارد.
* یحیی زاده و همکاران (1389) در پژوهشی ارتباط بین افشاء اطلاعات و شکاف قیمتی در بازار سرمایه ایران را با استفاده از سیستم معادلات همزمانی مورد بررسی قرار دادند. برای تعیین درجه افشای اطلاعات، چک لیستی بر اساس استانداردهای حسابداری تهیه شده و در نهایت، ارتباط آنها با شکاف قیمتی در مورد 112 شرکت برای سال 1386 مورد مطالعه قرار گرفته است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که ارتباط معنی‌دار و معکوس بین افشای اطلاعات و شکاف قیمتی پیشنهادی خرید و فروش سهام وجود دارد.
* نوروش و حسینی (1388) به بررسی رابطه بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به‌ ‌موقع‌بودن) و مدیریت سود پرداختند. در این تحقیق با استفاده از داده‌های تاریخی سال‌های 1386-1381 مربوط به 51 شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه بین کیفیت افشای شرکتی (شامل قابلیت اتکاء و به موقع‌بودن) و مدیریت سود بررسی گردید. از آنجائیکه بهبود کیفیت افشای شرکتی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، مدیریت سود کمتر را به همراه دارد، فرض اصلی این تحقیق آن بود که بهبود کیفیت افشای شرکتی با مدیریت سود رابطه منفی دارد. در این تحقیق برای اندازه‌گیری کیفیت افشا از دو معیار به موقع‌بودن و قابلیت اتکا استفاده گردیده و مدیریت سود شرکت‌ها با استفاده از مدل تعدیل‌شده جونز برآورد گردید. یافته‌های این تحقیق نشان داد که بین کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی معنی‌دار وجود دارد. همچنین یافته‌های تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی معنی‌دار بین به موقع‌بودن افشای شرکتی و مدیریت سود بوده است.
* فخاری و همکاران (1388) به بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام پرداختند. در این تحقیق، برای تعیین درجه افشا اطلاعات شرکت‌ها، چک لیستی براساس استانداردهای حسابداری تهیه شد و ارتباط آن با نقدشوندگی 112 شرکت در سال 1386 بررسی گردید. یافته‌ها نشان می‌دهد، ارتباط معنی دار و معکوسی بین افشا و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد. همچنین مشخص شد، رتبه افشا با عدم تقارن اطلاعات رابطه منفی دارد.
* لشگری و شیرزاد (1388) در پژوهشی رابطه بین سطح افشا و بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این مطالعه، از شاخص جنسن برای اندازه‌گیری سطح افشا استفاده شد. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین سطح افشاء و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

# **2-16-2- تحقيقات خارجي**

* توران و همکاران (2016) در تحقیقی به بررسی عدم قطعیت و ابهامات مالی بر قیمت گذاری مقطعی و بازده سبد سرمایه گذاری سهام را مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند ابهامات مالی ناشی از عملکرد نامناسب شرکت هدایت می شود و سرمایه گذاران برای جبران آن مایل هستند تا قیمت های بالاتری برای سهام با عدم قطعیت را پرداخت کنند.
* الزهار و همکاران[[89]](#footnote-89)(2015) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر پیامد اقتصادی اطلاعات حسابداری پرداختند. یافته های حاصل از پژوهش نشان می دهد که بین کیفیت افشاء و پیامد اقتصادی ارتباط معکوس و معنی دار وجود دارد. طوری که با افزایش کیفیت افشا پیامد اقتصادی اطلاعات حسابداری کاهش و با کاهش کیفیت افشا پیامد اقتصادی اطلاعات حسابداری افزایش می یابد.
* ایاتریدز[[90]](#footnote-90) (2011) به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و محافظه‌کاری مشروط و نامشروط پرداخت. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد شر کت‌های باکیفیت افشای بالاتر کمتر اقدام به مدیریت سود می‌کنند و محافظه‌کاری مشروط بالاتر و محافظه‌کاری نامشروط پایین‌تری دارند.
* لی و وانگ[[91]](#footnote-91)(2010) به مطالعه ی کیفیت گزارشگری مالی و کارآیی سرمایه گذاری در کشور چین پرداختند. آنها شاخص کیفت گزارشگری مالی را شاخص کیفیت اقلام تعهدی و شاخص مدیریت سود در نظر گرفتند. یافته های حاصل از پژوهش آنها بیانگر این بود که شاخص کیفیت اقلام تعهدی با سطح پایین سرمایه گذاری رابطه ای معکوس دارد. همچنین شاخص مدیریت سود با سطح بالای سرمایه گذاری ارتباط معکوس دارد.
* چی[[92]](#footnote-92) (2009)، به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد شرکت‌های تایوانی پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا در سطحی بالاتر از میانگین و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.
* وانگ[[93]](#footnote-93) و همکاران (2008) دریافتند که شکاف قیمتی با افشای اطلاعات رابطه منفی دارد. به بیان دیگر با افزایش کیفیت افشای شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می­یابد.
* مدیروس[[94]](#footnote-94) و همکاران (2007) به بررسی رابطه بین میزان افشای اطلاعات حسابداری و درصد نوسان‌پذیری بازده سهام پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان داد بهبود سطح افشای اطلاعات حسابداری به میزانی بیش از میانگین، نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.
* لوئیس و همکاران[[95]](#footnote-95) (2007) به تجزیه و تحلیل یکپارچه ای از ارتباط بین افشای اقلام تعهدی و اختیاری خلاف قاعده پرداختند و نشان دادند که در شرکت هایی که اطلاعات اقلام تعهدی را هنگام اعلان سود افشا نمی کنند، اقلام تعهدی خلاف قاعده وجود دارد. به عبارت دیگر اگر شرکت ها اطلاعات اقلام تعهدی را در زمان اعلام سود افشا کنند، از قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی جلوگیری می شود.
* گیتزمن[[96]](#footnote-96) (2006) در تحقیقی با عنوان افشای به موقع و اظهارات پیش بینی شده و مدیریت استراتژیک نهادهای حقوقی شواهدی در رابطه با افزایش در افشاء و نوسان قیمت سهام در کوتاه مدت اشاره می کند و وجود ارتباط بین افشاء و نوسان قیمت سهام را ذکر می کند.
* ایراتریس[[97]](#footnote-97) (2006) در تحقیقی نشان داد که بازار سرمایه به افشای اطلاعات در مورد پیش بینی افزایش درآمد به صورت مثبت و کاهش پیش بینی درآمد به صورت منفی واکنش می دهد.
* کالینز و همکارانش[[98]](#footnote-98)(2003) تاثیر میزان مالکیت نهادی بر قیمت گذاری را مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که مالکیت نهادی با سطح پایین قیمت گذاری نادرست رابطه ای مثبت و معنی دار دارد.
* ناگار و همکاران[[99]](#footnote-99) (2003) بهبود کیفیت افشا را عاملی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بتبع آن کاهش هزینه های نمایندگی میان سهامداران و مدیران می دانند. آنها در پژوهش دریافتند که هر گاه پاداش مدیران بر پایه ی قیمت سهام تعیین شود، میان پاداش مدیران و کیفیت افشا رابطه ی مثبت وجود دارد.

# **فصل سوم**

# **روش تحقیق**

# **3-1- مقدمه**

در اين فصل ابتدا به معرفي روش تحقيق به كار گرفته شده در تحقيق حاضر و سپس جامعه آماري،‌روش گردآوري اطلاعات، مدل و متغيرهاي تحقيق و روش تجزيه و تحليل داده ها مورد بررسي قرار گرفته اند.

# **3-2- روش تحقیق**

‌اين تحقيق بر اساس هدف از نوع كاربردي بوده و از لحاظ روش گردآوري اطلاعات،‌به دليل آن كه در متغيرهاي مستقل و وابسته دستكاري نمي شود و تلاش مي شود كه روابط بين آنها در دنياي واقعي كشف گردد،‌از نوع تحقيق توصيفي- با تأکید بر روابط همبستگی مي باشد.

# **3-3- جامعه آماری تحقیق**

براي درك و روشن شدن هدف هر تحقيق ابتدا بايد جامعه مورد مطالعه تعريف شود. در هر بررسي آماري،جامعه مجموعه اي است كه مي توان درباره آن استنباطي به عمل آورد.جامعه تركيبي از تمام مواردي است كه با خصوصيت مشخصي تطبيق مي كنند. جامعه بايد بر حسب محتوي،‌حدود و زمان تعيين شود.حدود هر جامعه تحقيق بر پايه تعريفي كه از آن ارائه مي شود، مشخص مي گردد و تعريف با تلفيق ويژگي هاي مشتركي كه عناصر هر جامعه داراست و براي تحقيق مهم و قابل توجه اند ،‌بيان مي شود.

جامعه آماري اين تحقيق كليه شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مي باشددر اين تحقيق براي تعيين نمونه آماري از روش نمونه گيري به صورت حذف سيستماتيك استفاده خواهد شد، بدين صورت كه در هر مرحله از بين شركت هاي موجود در پايان سال مالي 1390، شركت هايي كه داراي شرايط زير نباشند حذف شده و شركت هاي باقي مانده براي انجام آزمون انتخاب می گردند :

* شركت ها بايد در طول دوره ي مورد بررسي تداوم فعاليت داشته باشند.
* جز بانك ها و موسسات مالي و بیمه ای نباشد.
* شركت هايي كه سال مالي آنها منتهی به 29 اسفند ماه باشد.
* وقفه معاملاتی بیش از 6 ماه نداشته باشد.
* اطلاعات مالي مورد نياز به استخراج داده هاي مورد نياز در دسترس باشد.

### جدول 3-1 انتخاب جامعه آماری

|  |  |
| --- | --- |
| تعداد شركت هايی كه در سال هاي 1390الي 1395 در بورس حضور داشته اند. | 382 شركت |
| تعداد شرکت هايي كه سال مالي آن ها منتهی به پایان اسفند مي باشد. | 243 شركت |
| تعداد شرکت هايي كه در دوره مورد مطالعه تغيیر سال مالی نداده اند. | 208 شركت |
| تعداد شركت هايي كه جز بانك ها و موسسات مالي و بیمه ای نباشد. . | 161 شركت |
| شرکت هایی که وقفه معاملاتی بیش از 6 ماه نداشته اند. | 135 شرکت |
| شرکت هایی که اطلاعات مالی آنها در دسترس بوده است. | 94 شرکت |
| تعداد شركت هايي كه داده هاي آن ها جمع آوري شده است (نمونه نهايي) | 94 شركت |

كه در نهايت پس از طي مراحل مزبور تعداد 94 شركت براي انجام فرضيه هاي تحقيق انتخاب شدند.قلمرو زماني تحقيق از ابتداي سال 1390 تا پايان سال 1395 را شامل مي شود و قلمرو مكاني بازار سرمايه كشور – مشخصا بورس اوراق بهادار تهران است كه بر اين اساس داده هاي مورد نياز از گزارش هاي فشرده سازمان بورس اوراق بهادار استخراج و دسته بندي شده است.

# **3-4- روش جمع آوري داده ها**

داده هاي این تحقیق از طریق مراجعه به گزارش های مالی شرکت های موجود در بورس و از طریق بانک های اطلاعاتی مربوط به اطلاعات بازار سرمایه و هم چنین نرم افزارهای تدبیرپرداز و رهاورد نوین استخراج می گردد.پس از انجام طبقه بندي مناسب بر روي داده ها و انجام محاسبات و پردازش اوليه با استفاده از نرم افزار Excell ، اطلاعات خروجي با استفاده از نرم افزار Eviews براي اجراي مدل و آزمون فرضيه ها مورد استفاده قرار گرفته است. داده ها و اطلاعات برای این تحقیق در دوره مالی1395-1390 جمع آوری می شود.

# **3-5- متغيرهاي تحقيق**

متغير صفت يا خصيصه اي است كه از شخصي به شخص ديگر و از موردي به مورد ديگر متفاوت است.در حقيقت متمايز كننده يك گروه را متغير مي نامند (فرهنگي و ديگران،1390).عملياتي كردن يا تعريف عملياتي يك مفهوم به اين جهت است كه آن مفهوم قابل اندازه گيري شود و اين امر از طريق دقت در ابعاد و خصوصيات رفتاري متعلق به آن مفهوم و طبقه بندي كردن آن ابعاد به عناصر قابل مشاهده و قابل اندازه گيري ميسر است(سكاران،1385).

از آنجایی که در این پژوهش به دنبال بررسي نقش کیفیت افشاء بر قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستیم، بنابراين پرسش هايي برای بررسی وجود دارد با لطبع مدلی نیز برای آن باید ارایه گردد.با توجه به بررسی انجام شده در مورد موضوع تحقیق و تحقيقات پيشين از جمله تحقيق توران و همکاران (2016) مدل زیر برای آزمون فرضیه فوق تحقيق طراحی شده است:



که در آن:

الف ) متغیر وابسته :

= نشان دهنده بازده سالانه شرکت می باشد. بازده شامل تغییر در اصل سرمایه (قیمت سهام) و سود نقدی می باشد که با استفاده از رابطه محاسبه خواهد شد(توران و همکاران،2016):

که در آن:

=**قیمت سهام شرکت**i**در انتهای ماه**t

= **قیمت سهام شرکت**i**در ابتدای ماه**t

=**ارزش اسمی سهام شرکت**i

=**درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها**

=**درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی**

=**درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی**

=**سود نقدی هر سهم**

ب) متغیر مستقل :

= نشان دهنده کیفیت افشاء می باشد که برای اندازه گیری آن از امتیازهای سالیانه کبفیت افشای شرکت ها که توسط سازمان بورس اوراق بهادار برای سال های 1382 به بعد منتشر شده است استفاده خواهیم کرد.این امتیازها ارزیابی بورس در باره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می نماید.

ج) متغیر های کنترل :

Ligi **=** میزان نقدینگی شرکت که عبارت است از نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری شرکت .

SIZE**=**اندازه شرکت که عبارت است از لگاریتم کل دارایی های شرکت.

MTB**=**نسبت ارزش بازار به دفتری: که از حاصل ضرب تعداد سهام منتشره جاری در قیمت پایانی سهام بر ارزش دفتری خالص دارایی های شرکت بدست می آید.

ROE**=** نرخ بازده حقوق صاحبان سهام که در تحقیق حاضر این متغیر عبارت است از نسبت سود خالص به مجموع حقوق صاحبان سهم است.

LEV **=** اهرم مالی شرکت که عبارت است از نسبت ارزش دفتری کل بدهی شرکت به کل دارایی آن.

# **3-6- روش های تجزيه و تحليل داده ها**

تجزيه و تحليل داده ها فرآيندي چند مرحله اي است كه طي آن داده هاي گردآوري شده به طور خلاصه،‌دسته بندي و در نهايت پردازش مي شوند تا زمينه برقراري انواع تحليل ها و ارتباط بين داده ها به منظور آزمون فرضيه ها فراهم آيد. در اين فرآيند داده ها هم از لحاظ مفهومي و هم از جنبه تجربي پالايش مي شوند و روش هاي گوناگون آماري نقش به سزايي در استنتاج آن ها به عهده دارند. به منظور تجزيه و تحليل داده هاي گردآوري شده را مي توان از دو روش استفاده نمود :

الف) آمار توصيفي : شاخص هاي توصيف داده ها به منظور تحليل توصيفي متغيرها از آزمون فرضيه ها تعيين مي شوند اين اقدام به منظور ارائه ديدگاهي كلي نسبت به جامعه آماري و شناخت بيش تر از آن صورت مي گيرد.شاخص هاي توصيف داده ها به سه گروه شاخص هاي مركزي، شاخص هاي پراكندگي و شاخص هاي شكل توزيع تقسيم مي شوند (مومني و قيومي،1391).در اين تحقيق در بخش توصيفي تحقيق از روش هاي آمار توصيفي شامل جداول توزيع فراواني و نمودارهاي مربوطه ، شاخص هاي مركزي ميانگين ، شاخص پراكندگي انحراف معيار و واريانس مربوط به متغيرهاي تحقيق بهره گرفته شد.

ب) آمار استنباطي : در بخش تحليل براي تجزيه و تحليل داده ها، از روش داده هاي تركيبي[[100]](#footnote-100) و براي آزمون فرضيه ها از رگرسيون حداقل مربعات استفاده شده است. در این تحقیق با کمک آزمون‌های مناسب، مفروضات مدل­های رگرسیونی (نرمال بودن متغیر وابسته، همخطی بین متغیرهای توضیحی، همبستگی سریالی بین باقیمانده­های مدل) بررسی می­گردد. سپس از طریق برآورد مدل­های رگرسیونی و آماره آزمون tفرضیات پژوهش مورد آزمون آماری قرار می­گیرند. کلیه تحلیل­های آماری با کمک نرم­افزار EViews انجام می­شود.در ادامه به معرفی آزمون های پیش فرض رگرسیون خواهیم پرداخت :

**آزمون چاو :** آزمون چاو[[101]](#footnote-101) برای تعیین به­کارگیری مدل اثر ثابت در مقابل تلفیق کل داده­ها (یکپارچه شده) انجام می­شود. فرضیه­های این آزمون به صورت زیر است:

*H0 : Pooled Model*

*H1 : Fixed Effect Model*

**فرضیه­ی صفر بر اساس مقادیر مقید و فرضیه­ی مقابل آن بر اساس مقادیر غیرمقید است. آماره­ی آزمون چاو بر اساس مجموع مربعات خطای مدل مقید و مدل غیرمقید به صورت زیر است:**

*Chow*

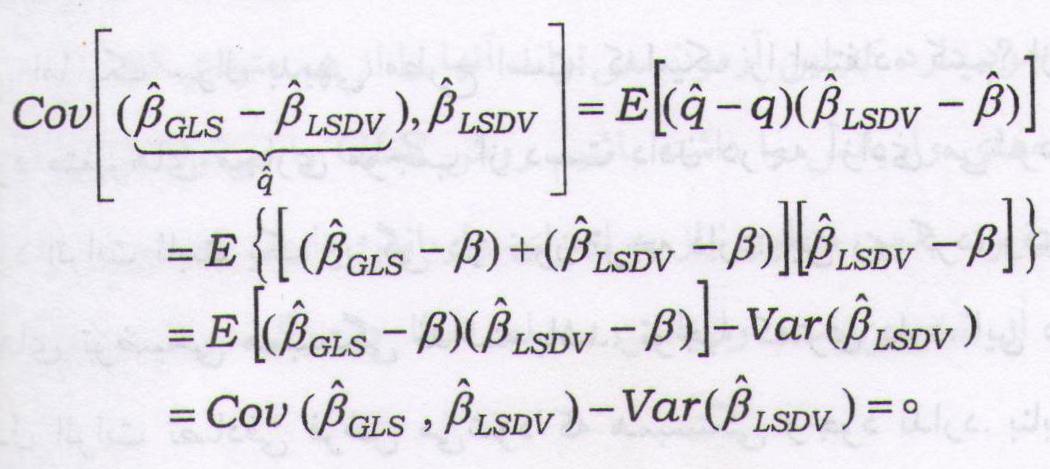
این آماره دارای توزیع *F*با *N-1*و *NT-N-K*درجه­ی آزادی است. اگر ارزش آماره­ی *F* مقید محاسبه شده از ارزش آماره­ی *F* جدول کمتر باشد، در سطح معنادار تعیین شده، فرضیه­ی *H0* رد می­شود و اثر معنا­داری برای مقاطع وجود خواهد داشت. بنابراین، مدل اثر ثابت انتخاب می­شود. در غیر این­صورت، از مدل داده­های تلفیق شده استفاده می­شود (اشرف­زاده و مهرگان، 1387).یا به عبارت دیگر آزمون چاو آزمونی است که، مشخص می­کند روش استفاده از داده­های متغیرها به صورت تابلویی باشد یا تلفیقی. اگر سطح معنا­داری برای آزمون چاو کمتر از 5 درصد باشد از داده­های تابلویی[[102]](#footnote-102) استفاده می­شود و اگر بیشتر از 5 درصد باشد از داده­های تلفیقی[[103]](#footnote-103) استفاده می­شود.

**آزمون هاسمن :** تاکنون از جنبه­های مختلف به تمایز بیم مدل­های اثرات ثابت و تصادفی اشاره کردیم. اما یک سؤال بدیهی مطرح است: کدامیک را استفاده کنیم؟ از نقطه نظر عملی، رویکرد متغیرهای مجازی موجب از دست دادن درجه آزادی می­شود. از طرف دیگر، رویکرد اثرات ثابت یک ویژگی در خور توجه دارد: این رویکرد، وقتی اثرات فردی با متغیرهای توضیحی همبستگی نداشته باشد، توجیه کمتری ندارد. بنابراین، مدل اثرات تصادفی مواجه با یک ناسازگاری است که ناشی از همبستگی بین متغیرهای توضیحی موجود در معادله و اثرات تصادفی است.

آزمون تصریح هاسمن (1978)، برای آزمون مستقل بودن اثرات تصادفی از متغییرهای توضیحی به کار می‌رود. این ازمون براساس این ایده است که تحت فرضیه عدم همبستگی، هم روش *OLS* در مدل *LSDV* و هم *GLS* سازگارند، اما *OLS* ناکارا است. در حالی که تحت فرضیه رقیب، *OLS* سازگار است اما GLS سازگار نیست. همان طور که دیدیم، روش *GLS‌* از وزن های کارای *Ө* استفاده می کند، در حالی که روش *OLS* از *1=Ө*استفاده می کند. بنابراین، تحت فرضیه *H0* (عدم همبستگی) این دو تخمین نباید تفاوت نظام‌مندی داشته باشند و لذا می توان در خصوص تفاوت آنها یک آزمون را ارائه نمود. یک راه برای انجام این آزمون، استفاده از ماتریس کوواریانس بردار تفاضل  است.  مربوط به روش *GLS* (که از مدل اثرات تصادفی به دست می آید) و مربوط به مدل اثرات ثابت است. واریانس تفاضل  عبارت است از:

****

نتیجه اساسی آزمون هاسمن آن است که کوواریانس تخمین زننده کارا با تفاضل آن از تخمین زننده ناکارا صفر است، یعنی:

****

و

****

و لذا خواهیم داشت:

****

آزمون کای دو بر اساس معیار والد عبارت است از:

****

برای محاسبة ** از ماتریس کوواریانس تخمین زننده­های شیب (ضرایب *X*ها) در مدل *LSDV*و ماتریس کوواریانس در مدل اثرات تصادفی (به استثنای عرض از مبدأ) استفاده می­کنیم. تحت فرضیه صفر، *W* توزیع کای دو با درجة آزادی *1-K* خواهد داشت (*1-K* برابر با ضرایب *X*ها است).

اگر مقدار *W* بزرگ باشد () در این صورت فرضیه *H0* رد می­شود. یعنی این فرضیه که اثرات فردی با سایر متغیرهای توضیحی همبستگی ندارد، رد نمی­شود. لذا نتیجه می­گیریم که اثرات فردی را بایستی به صورت اثرات تصادفی در نظر بگیریم و نه به صورت اثرات ثابت.

به عبارت دیگر برای آن­که بتوانیم بین مدل­های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از نظر قدرت توضیح دهندگی متغیر وابسته مقایسه­ای انجام دهیم از آزمون هاسمن استفاده می­کنیم. اگر سطح معنا­داری آزمون هاسمن کمتر از 5 درصد باشد از روش اثرات ثابت و اگر بیشتر از 5 درصد باشد از روش اثرات تصادفی استفاده می­کنیم.

**آزمون فیشر :** براي بررسی معنا‌دار بودن مدل رگرسیون از آماره *F* استفاده شده است. فرضیه صفر در آزمون *F* به صورت زیر خواهد بود:



كه به‌وسيله آماره زير صحت آن مورد بررسي قرار گرفته است:



براي تصميم‌گيري در مورد معنا‌دار بودن مدل‌هاي پژوهش، خروجي‌هاي آماري آماره *F*به دست آمده، با *F* جدول که با درجات آزادی *K-1* و *N-K*در سطح خطای () 5% محاسبه شده، مقایسه شده است. اگر *F*محاسبه شده بیشتر از *F* جدول باشد () مقدار عددی تابع آزمون در ناحیه بحرانی قرار گرفته و فرض صفر () رد مي شود، در این حالت با ضریب اطمینان 95% کل مدل معنا‌دار خواهد بود. در صورتي­كه مقدار *F* محاسبه شده كمتر از *F* جدول باشد فرض  پذيرفته شده و معنا‌داري مدل در سطح اطمينان 95% مورد تأييد قرار نمي‌گيرد.

**آزمون t :** برای تعیین تأثیرگذاری متغیر مستقل بر روی متغیر وابسته از این آزمون استفاده می­کنیم. اگر سطح معنا­داری این آزمون کمتر از 5 درصد باشد متغیر مستقل توانایی تأثیرگذاری بر روی متغیر وابسته را دارد، در نتیجه فرضیه تأیید می­شود و معادله تشکیل می­گردد.

**پييش فرض تبيين مدل :** در اين پيش فرض بايد مشخص شود كه آيا متغيرهاي مستقل توانايي تبيين (متوسط اثر متغيرهاي مستقل بر متغير وابسته) متغير وابسته را دارند، که این مقدار بوسیله *R2* (ضریب تعیین) سنجیده می­شودو این مقدار نباید در حد صفر باشد.

**پيش فرض استقلال خطاها از يكديگر (عدم خودهمبستگی) :** در تحليل رگرسيون بايستي خطاها (تفاوت بين مشاهده­ شده و پيشگويي) مستقل از هم باشند، كه در اين زمينه از آزمون دوربين واتسون كمك گرفته مي­شود. بايستي مقدار به دست آمده اين آزمون بين 1.5 تا 2.5 قرار گيرد تا استقلال خطا پذيرفته شود.ساده­ترين روش تشخيص خودهمبستگي، آزمون دوربين واتسون است. اين آزمون براي بررسي و تشخيص همبستگي سريالي بين باقيمانده­هاي مدل استفاده مي­شود. آزمون دوربين واتسون بصورت زير تعريف مي­شود :

****

صورت کسر، مجموع مجذور تفاضل پسمانده­هاي پياپي (اخلال) و مخرج کسر مجموع مجذورات مقادير پسماند است. همچنين تعداد مجذورات صورت برابر *n-1* است، زيراکه با انجام تفاضل­هاي پياپي، مجموعاً *n-1* جمله بوجود مي­آيد. همبستگي سريالي بين باقيمانده­ها به معناي اثرگذاري مشاهدات بر روي هم است. براي قضاوت در مورد وجود يا عدم وجود همبستگي سريالي مقدار آماره دوربين واتسون را با مقايسه جدول مربوط به آن مي توان به کار برد. به­عنوان يک قاعده تجربي براي تشخيص خود همبستگي سريالي، بدون مراجعه به جدول عبارت است از: با محاسبه مقدار آماره دوربين واتسون و مطابقت آن در محدوده 1.5 تا 2.5 مي­توان به عدم وجود همبستگي سريالي اذعان کرد.

**مدل­های رگرسیونی پانل دیتا :**  در اقتصاد سنجی پایه، معمولاً‌ می­خواهیم تغییرات یک متغیر را (*y*) بر حسب تعدادی از متغیرها (*x*ها) که معتقدیم باعث تغییرات y می­شود توضیح دهیم. اغلب این کار را در قالب یک تابع انجام می‌دهیم:

****

اندیس *k* تعداد متغیرهای توضیح­دهنده را نشان می­دهد. اغلب برای شروع، شکل این تابع را خطی فرض می­کنند:

****

در اینجا اندیس *i* نشان­دهندة تعداد مشاهداتی است که از هر متغیر در دست داریم. تعداد مشاهدات می‌تواند بر حسب زمان باشد. در این صورت *yt* و *xkt* را داریم که هر متغیر در طول سال، فصل، ماه و ... اندازه گیری می­شود و خواهیم داشت *t = 1,2,…,T* به عبارت دیگر *yt* و *xkt* سری زمانی[[104]](#footnote-104) می­باشند.یعنی یک متغیر واحد که مقادیر آن در فاصله زمانی موردنظر بر اساس یک مکانیزم معین (مثلاً یک مکانیزم آماری) تولید می­شود. در حالت دیگر می­توان در یک زمان خاص، برای مثال سال 1380، یک متغیر را در یک جامعه آماری، (مثلاً درآمد افراد مختلف در سال 1380) اندازه­گیری کرد. در اینجا درآمد در میان افراد تغییر می­کند نه در طول زمان. در این حالت یک مقطع از جامعه را در یک زمان خاص پیمایش کرده­ایم که به زبان فنی­تر آن را برش مقطعی[[105]](#footnote-105) یا برای راحتی کار، مقطع می­گوییم. مدل (1-2) چه بر حسب برش مقطعی یا مقاطع، چه بر حسب زمان، ساده­ترین مدل در تحلیل رگرسیونی است. با اعمال فرض­های کلاسیک رگرسیون، مدل مذکور برای یافتن *β* ها یا ضرایب تابع، برآورد می­شود. با نقض فروش کلاسیک با مشکلاتی چون همبستگی پیاپی[[106]](#footnote-106) جملات اخلال یعنی *Ɛt*در مدل­های سری زمانی و واریانس ناهمسانی[[107]](#footnote-107) در مدل­های مقطعی روبرو می­شویم. آزمون­های آماری در مورد ضرایب،‌ خوبی برازش رگرسیون، آماره­های *R2* و *F* رگرسیون و نظایر آن به تعداد مشاهدات یعنی، *T* در مورد سری زمانی و *N* در مورد داده­های مقطعی و تعداد پارامترها (*β* ها) برآورد شده بستگی دارد (*1+k* پارامتر یا*β* در مدل بالابرآورد می­شود). اغلب با یک مشکل عمومی در این مدل­ها روبرو می­شویم متغیرهای توضیحی یعنی xها با یکدیگر هم­خطی دارند که باعث می­شود مقادیر درست *β*ها برآورد نشود و استنتاج با مشکل مواجه شود. بدین جهت پاسخ به برخی سؤالات اقتصادی و آزمون برخی از فرضیه­ها در مدل سری زمانی یا مقطعی با مشکل روبرو خواهد شد و گاه غیرممکن است. بنابراین از روش پانل دیتا استفاده می­کنیم. برای نمایش، ابتدا نماد مدل خطی رگرسیونی پانل دیتا را نشان می­دهیم و سپس به معرفی نمایش ماتریسی خواهیم پرداخت. نماد مدل خطی به صورت زیر است:

****

که به زبان ماتریس به صورت زیر است:

******

اندیس *i*برای افراد یا مقاطع (تعداد *N*) و اندیس *t* برای زمان (از 1 تا *T*) در نظر گرفته شده است.

# **فصل چهارم**

# **تجزیه و تحلیل داده ها**

# **4-1- مقدمه**

براي اتخاذ تصميم مناسب و يا نتيجه گيري ، اطلاعات جمع آوري شده بايد مورد تجزيه و تحليل قرار گيرند.تجزيه و تحليل به عنوان فرآيندي از روش علمي، يكي از پايه هاي اساسي ار روش تحقيقي است. تجزيه و تحليل عبارت است از روشي كه از طريق آن كل فرآيند تحقيقاتي، از انتخاب مساله تا دسترسي به يك نتيجه، هدايت مي شود(دلاور،1390).در اين فصل داده هاي جمع آوري شده مربوط به متغيرهاي تحقيق با استفاده از تكنيك هاي آماري و اقتصادسنجي مورد تجزيه و تحليل قرار گرفته و فرضيه تحقيق نيز مورد آزمون قرار مي گيرد. همچنين جداول اطلاعات آماري از متغيرهاي اصلي مدل و برخي اطلاعات پايه اي در خصوص مدل تحقيق نيز در اين فصل ارائه گرديده و در نهايت نتايج اجراي مدل رگرسيوني بيان خواهدشد. در اين فصل به آمار توصيفي، ضرایب همبستگی، مفروضات رگرسیون و آزمون مانايي متغيرهاي پژوهش پرداخته و سپس از آزمون F ليمر و هاسمن جهت مشخص نمودن روش تخمين مدل‌ها استفاده مي‌گردد. بعد از تخمين مدل‌ها، به تجزيه و تحليل نتايج حاصل از آنها پرداخته مي‌شود. تجزيه و تحليل داده ها با استفاده از نرم افزار Eviews9 صورت گرفته است.

# **4-2- توصيف متغيرهاي تحقيق**

در فصول قبلي، متغيرهاي مربوط به تحقيق معرفي شده است كه خلاصه اي از آن و اطلاعات نام گذري متغيرهاي مدل در جدول 4-1 منعكس مي باشد.

## **جدول 4-1) نمادهاي استفاده شده براي متغيرهاي مدل تحقيق**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **نوع متغير** | **نام متغير** | **نماد متغير** |
| وابسته | بازده سالانه شرکت |  |
| مستقل | کیفیت افشاء |  |
| كنترل | میزان نقدینگی شرکت | Ligi |
| كنترل | اندازه شرکت | SIZE |
| كنترل | نسبت ارزش بازار به دفتری | MTB |
| كنترل | نرخ بازده حقوق صاحبان | ROE |
| كنترل | اهرم مالی | LEV |

در ادامه براي ورود به مرحله تجزيه و تحليل اطلاعات، آماره توصيفي داده ها شامل شاخص هاي مركزي، شاخص هاي پراكندگي و انحراف معیار محاسبه گرديده و نتايج حاصل در جدول (4-2) درج شده است.

## **جدول 4-2- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **متغیرها** | **تعداد** | **میانگین** | **میانه** | **بيشينه** | **کمينه** | **انحراف معیار** |
| بازده سالانه شرکت | 564 | 0.075 | 0.100 | 1.99 | 4.650- | 0.391 |
| کیفیت افشاء | 564 | 69.905 | 74.060 | 100 | 6.140 | 21.409 |
| میزان نقدینگی شرکت | 564 | 1.455 | 1.230 | 9.480 | 0.250 | 0.901 |
| اندازه شرکت | 564 | 6.081 | 5.990 | 8.280 | 4.420 | 0.689 |
| نسبت ارزش بازار به دفتری | 564 | 0.326 | 0.300 | 0.830 | 0.670- | 0.219 |
| نرخ بازده حقوق صاحبان | 564 | 0.273 | 0.280 | 2.340 | 7.660- | 0.638 |
| اهرم مالی | 564 | 0.606 | 0.610 | 2.120 | 0.120 | 0.220 |

همانطور كه در جدول 4-2 مشاهده مي شود متغير های تحقیق از نظر آمارهای توصیفی از جمله ، میانگین، میزان پراکندگی و ... مورد بررسی قرار گرفته است، بطو مثال بازده سالانه شرکت های موردی بررسی دارای میانگین 057/0، میانه 100/0، مقادیر کمینه و بیشینه 650/4- و 990/1 و میزان پراکندگی 391/0 در بین 564 سال – شرکت می باشد.

# **4-3- بررسی مفروضات مدل رگرسیون خطی**

مجموعه‌ای از فروض، تحت عنوان فروض کلاسیک وجود دارد که در مورد جمله باقیمانده (یا خطای مدل) مطرح‌ می‌گردند. برای اینکه در مدل رگرسیون خطی، تخمین زن‌های ضرایب رگرسیون، بهترین تخمین زن‌های بدون تورش خطی باشند، لازم است تا مفروضات این مدل بررسی و آزمون شوند. لذا در ادامه، نحوه آزمون این مفروضات بیان شده و سپس نتایج حاصل از برآوردهای انجام شده تشریح‌ می‌گردد.

# **4-4-­1- ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)**

یکی از فروض رگرسیون خطی این است که، تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نبوده و به دلایل مختلفی از قبیل: شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، و ... شاهد پدیده ناهمسانی واریانس باشیم. برای بررسی این مشکل آزمون های مختلفی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده ها از طریق آزمون وایت[[108]](#footnote-108) مورد بررسی قرار گرفت. که نتایج آن در جدول(4-3) نشان می دهد که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می شود. بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می کنیم.

## **جدول 4-3- نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **مدل پژوهش** | **F آماره** | **احتمال** | **نتیجه** |
| 6.781 | 0.000 | ناهمسانی واریانس خطا ها |

**4-3-2. عدم وجود خود همبستگی جمله خطا (باقیمانده ها)**

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. در این آزمون فرضیه صفر بیانگر عدم وجود خودهمبستگی می باشد و فرضیه مقابل بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی بین خطاها می باشد. نتایج حاصل از آزمون نشان می دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان 95% مقدار احتمال آماره F،0.142 می باشد بنابراین می توان فرضیه صفر را تأیید کرد لذا دلیلی برای رد عدم وجود خود همبستگی بین جملات باقیمانده وجود ندارد. به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در مدل مورد استفاده در پژوهش برقرار است.

## **جدول 4-4- نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **مدل پژوهش** | **F آماره** | **احتمال** | **نتیجه** |
| 1.288 | 0.142 | عدم وجود خود همبستگی خطاها |

# **4-3-3- عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی**

همخطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل‌ می‌باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث‌ می‌شود که تعداد متغیرهای معنی دار در معادله کاهش یابد. در این پژوهش برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس[[109]](#footnote-109) (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از 10 باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی‌ می‌باشد. نتایج حاصل از این آزمون نشان‌ می‌دهد. که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

## **جدول 4-5- نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی مدل پژوهش**

|  |  |
| --- | --- |
| **متغیر** | **عامل تورم واریانس** |
| کیفیت افشاء | 1.182 |
| میزان نقدینگی شرکت | 2.192 |
| اندازه شرکت | 1.089 |
| نسبت ارزش بازار به دفتری | 1.313 |
| نرخ بازده حقوق صاحبان | 1.106 |
| اهرم مالی | 2.265 |

# **4-3-4- نرمال بودن جمله خطا**

یکی از فروض مهم راجع به جمله باقیمانده این است که توزیع جملات آن نرمال است. به منظور آزمون نرمال بودن جمله خطا از آماره آزمون جارکو-برا[[110]](#footnote-110) استفاده شده است. با توجه به نتایج بدست آمده، مقدار احتمال آماره آزمون جارکو- برا، در مدل پژوهش کمتر از 5%‌ می‌باشد. بنابراین فرض صفر مبنی بر نرمال بودن جزء خطا رد‌ می‌شود. زمانی که اندازه نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور، با توجه به قضیه حد مرکزی‌ می‌توان دریافت که حتی اگر باقیمانده‌ها نرمال نباشند، آماره‌های آزمون به طور مجانبی از توزیع نرمال پیروی‌ می‌کنند، بدون تورش هستند و از کارآیی برخوردارند. لذا با توجه به این مطالب‌ می‌توان فرض نرمال بودن جزء خطا را نادیده گرفت.

## **جدول 4-6- نتایج حاصل از نرمال بودن جمله خطا**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **مدل تحقیق** | **آماره** جارکو- برا | **احتمال** | **نتیجه** |
| 76751.99 | 0.000 | نرمال بودن جزء خطا |

**4-4- بررسی مانایی متغیرهای پژوهش**

همانطور که در فصل قبل اشاره شد، لازم است که قبل از تخمين مدل، مانايي متغيرهاي آن مورد بررسي قرار بگيرد. يک متغير، وقتي ماناست که ميانگين، واريانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقي بماند. به طور کلي اگر مبدأ زماني يک متغير، تغيير کند و ميانگين و واريانس و کواريانس تغييري نکند، در آن صورت متغيرماناست و در غير اين صورت متغير، نامانا خواهد بود.مانايي متغيرها در سه حالت "در سطح"، "روي تفاضل اول" و" روي تفاضل دوم" مي تواند بررسي شود. متغيرهايي که احتمال حاصل از آزمون آنها " در سطح" کمتر از 5% مي باشد فرضيه صفر در مورد آن رد شده و آن متغير در سطح ماناست درصورتيکه بيشتر از 5% باشد، نامانا است.نتايج آزمون مانايي متغیرهای تحقيق در جدول (4-7) درج گرديده است. بر اساس آزمون «لوین، لین وچو»[[111]](#footnote-111) چون مقدار احتمال برای این متغیر ها کمتر از5% بوده است، كليه متغیر ها در دوره پژوهش در سطح پایا[[112]](#footnote-112) است. این متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم جمعی[[113]](#footnote-113)  وجود ندارد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی‌دار ضرایب به صورت کاذب است.

## **جدول 4-7- نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **متغیرها** | **لوین، لین و چو** | | **نتایج** |
| **آماره** | **احتمال** |
| بازده ماهانه شرکت | 30.159- | 0.000 | مانا |
| کیفیت افشاء | 17.602- | 0.000 | مانا |
| میزان نقدینگی شرکت | 22.725- | 0.000 | مانا |
| اندازه شرکت | 28.345- | 0.000 | مانا |
| نسبت ارزش بازار به دفتری | 8.643- | 0.000 | مانا |
| نرخ بازده حقوق صاحبان | 13.323- | 0.000 | مانا |
| اهرم مالی | 11.173- | 0.000 | مانا |

# **4-5- آزمونF ليمر و آزمون هاسمن**

با توجه به دلايل مطروحه در فصل سوم داده­هاي اين پژوهش از نوع ترکيبي مي باشد. اما قبل از تخمين مدل­ها لازم است که روش تخمين (تلفيقي يا تابلويي) مشخص گردد. براي اين منظور از آزمون F ليمر[[114]](#footnote-114) استفاده شده است. براي مشاهداتي که احتمال آزمون آنها بيشتر از 5% باشد يا به عبارتي ديگر آماره آزمون آنها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفيقي استفاده می شود و براي مشاهداتي که احتمال آزمون آنها کمتر از 5% است، براي تخمين مدل از روش تابلويي استفاده مي شود. روش تابلويي خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفي " و "اثرات ثابت " مي تواند انجام گيرد. براي تعيين اينکه از کدام مدل استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده گرديده است. مشاهداتي که احتمال آزمون آنها کمتر از 5% است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتي که احتمال آزمون آنها بيشتر از 5% است از مدل اثرات تصادفي براي تخمين مدل استفاده شده است.

## **جدول 4-8- نتایج حاصل از آزمونF لیمر**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **مدل پژوهش** | **نوع آماره** | **مقدار آماره** | **احتمال** | **نتیجه** |
| **F آماره** | 1.370 | 0.000 | روش تابلویی |
| آماره خی دو | 136.856 | 0.000 |

**جدول 4-9- نتایج حاصل از آزمون هاسمن**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **مدل پژوهش** | **Chi Square آماره خی دو** | **احتمال** | **نتیجه** |
| 24.374 | 0.000 | مدل اثرات ثابت |

همانطور که در جداول(4-8) منعکس گرديده، احتمالF ليمر مدل پژوهش كمتر از 5% مي باشد لذا براي تخمين مدل از روش تابلويي استفاده مي شود. و با توجه به نتایج جدول (4-9) و اینکه احتمال آزمون هاسمن مدل پژوهش كمتر از 5% مي باشد لذا از مدل اثرات ثابت براي تخمين آن استفاده شده است.

# **4-6- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش**

فرضيه تحقيق از طريق نتايج حاصل از مدل هاي اقتصادي و رگرسيون چند متغيره مورد آزمون قرار مي گيرد. بعد از اينکه فروض کلاسیک مربوط به رگرسیون و مانایی متغیرهای پژوهش مورد بررسي قرار گرفت و روش تخمين مدل هم مشخص گرديد، حال نوبت آن است که مدل با توجه به نتايج آزمون F ليمر و هاسمن برآورد گردد.جهت تعيين معني دار بودن مدل رگرسيون از آماره F فيشر استفاده شده است. براي بررسي معني دار بودن ضريب متغيرهاي مستقل در هر مدل از آماره t استيودنت در سطح 95 % استفاده شده است. از آزمون دوربين – واتسون نيز جهت بررسي نبود مشكل خود همبستگي بين جملات پسماند استفاده گرديد

## **جدول 4-10- نتایج تخمین مدل پژوهش**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | | | | |
| **متغیر** | **نماد** | **ضریب برآوردی** | **t آماره** | | **احتمال** |
| مقدار ثابت (عرض از مبدأ) | C | 1.115 | 1.692 | | 0.091 |
| کیفیت افشاء |  | 0.003 | 3.095 | | 0.002\* |
| میزان نقدینگی شرکت | Ligi | 0.001- | 0.049- | | 0.960 |
| اندازه شرکت | SIZE | 0.143- | 0.3862-- | | 0.166 |
| نسبت ارزش بازار به دفتری | MTB | 0.233- | 0.133- | | 0.257 |
| نرخ بازده حقوق صاحبان | ROE | 0.043 | 1.484 | | 0.138 |
| اهرم مالی | LEV | 0.539- | 3.723- | | 0.000\* |
| ضريب تعيين | 0.351 | ضريب تعيین تعديل شده | | | 0.213 |
| دوربين-واتسون | 1.747 | آماره F | | 2.539 | احتمال 0.000 |

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (4-10) بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر 0.0000 بوده و چون این مقدار کمتر از 0.05 است، فرض صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد‌ می‌شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین- واتسون 1.74 می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان‌ می‌دهد. نتایج مربوط به ضريب تعيين تعدیل شده نشان مي‌دهد، تقريباً 21% تغييرات متغير وابسته به وسيله متغيرهاي مستقل و کنترلی مدل، توضيح داده مي‌شوند. مطابق با جدول 4-10، سطح معني‌داري (sig) متغير کیفیت افشاء (002/0) کمتر از سطح معني‌داري در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) است؛ همچنين آماره t (095/3) مربوط به اين متغير بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادي است لذا فرضيه H0 در سطح اطمينان 95% رد شده و فرضيه H1 مبني بر وجود رابطه معنا دار کیفیت افشاء بر قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاييد مي گردد. همچنین نتایج نشان می دهد که متغیر کنترل اهرم مالی نیز رابطه معنا داری با متغیر وابسته داشته است.

در اين قسمت جهت تصحيح مدل متغيرهاي میزان نقدینگی شرکت، اندازه شرکت ، نسبت ارزش بازار به دفتری و نرخ بازده حقوق صاحبان از مدل خارج شده و مدل نهايي به صورت زير خواهد بود :

## **جدول 4-11- نتايج بدست آمده از بررسي نهايي فرضيه تحقيق**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | | | | |
| **متغیر** | **نماد** | **ضریب برآوردی** | **t آماره** | | **احتمال** |
| مقدار ثابت (عرض از مبدأ) | C | 0.164 | 1.482 | | 0.138 |
| کیفیت افشاء |  | 0.003 | 3.024 | | 0.002\* |
| اهرم مالی | LEV | 0.508- | 4.270- | | 0.000\* |
| ضريب تعيين | 0.341 | ضريب تعيین تعديل شده | | | 0.208 |
| دوربين-واتسون | 1.756 | آماره F | | 2.559 | احتمال 0.000 |

همانطور كه در جدول 4-11 ملاحظه مي گردد، با توجه به آماره F مي توان گفت كه مدل رگرسيون فوق معني دار مي باشد. مقدار آماره دوربين – واتسون برابر 756/1 است كه مقدار اين آماره مناسب است و نشان دهنده رفع خود همبستگي بين اجزاي اخلال مدل اوليه مي باشد. مقدار ضريب تعيين تعديل شده مدل ، حاكي از آن است كه متغيرهاي برآوردي مدل ، از توان توضيح دهندگي (20 درصد) ، براي توضيح متغير وابسته برخوردارند. با توجه به نتايج بدست آمده بین کیفیت افشاء و قیمت گذاری مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران رابطه ی معنی دار و مثبتي وجود دارد. و مدل تصحيح شده اين تحقيق بصورت زير ارايه مي گردد :



# **4-7- خلاصه فصل**

در این فصل ابتدا به آمار توصیفی پرداخته شد و سپس مفروضات رگرسيون مورد آزمون قرار گرفتند همچنين مانایی آنها مورد بررسی قرار گرفت. سپس به منظور تعیین روش تخمین داده ها، از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده گردید. در نهایت به کمک تخمین مدل پژوهش، فرضیه پژوهش مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفت که نتایح نشان داد کیفیت افشاء با قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری دارد.

# **فصل پنجم**

# **نتیجه گیری و پیشنهادها**

# **5-1- مقدمه**

بررسي و تحليل يك تحقيق و ارائه پيشنهادها و راه كارهاي مناسب در حقيقت يكي از مهم ترين بخش هاي يك تحقيق علمي محسوب مي شود. بيان علل رد يا پذيرش و نتيجه گيري از آن ها در واقع هدفي است كه محقق از ابتداي يك تحقيق به دنبال آن است، به جرات مي توان گفت كه اكثر استفاده كنندگان از يك تحقيق بيش تر به دنبال نتايج حاصل از آن تحقيق هستند. با توجه به اين كه تحقيق حاضر جهت بررسي نقش کیفیت افشاء در قیمت گذاری مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفته است، ‌لذا در اين فصل ضمن بررسي نتايج كلي به دست آمده به بحث و نتيجه گيري پرداخته و در ادامه پيشنهادهاي مرتبط با توجه به نتايج حاصل، پيشنهادهايي به منظور تحقيقات آتي و محدوديت هاي تحقيق ارائه خواهد شد.

# **5-2- خلاصه تحقیق**

اهمیت و میزان اتکا پذیری اطلاعات مالی برای تصمیم گیری گروه های ذینفع در دنیای امروزی برای همگان روشن است. نکتۀ حائز اهمیت این است که نیازهای اطلاعاتی استفاده کنندگان از صورت های مالی متفاوت است. ارائه اطلاعات از طریق افشای مناسب در صورت های مالی تا جایی که امکان پیش بینی قیمت، روند بازده و سود، تداوم سود دهی، عملکرد مدیریت و غیره را فرآهم آورد، در فرآیند تصمیم گیری استفاده کنندگان سودمند واقع خواهد شد. بهبود کیفیت افشاء یکی از عوامل موثر برای دستیابی به بازار کارای سرمایه است. کیفیت بالای افشا و تقارت اطلاعاتی موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه گذاران در رابطه با تصمیم گیری های سرمایه گذاری می شود و بر عکس هر چه کیفین افشای اطلاعات پایین تر و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیشتر باشد، سرمایه گذاران به جهت پذیرش ریسک بیشتر هزینه سرمایه بالاتری را مطالبه می کنند(خواجوی و ممتازیان،139). افزون بر این افشای با کیفیت بالاتر به سرمایه گذاران در درک کامل اطلاعات اقلام تعهدی و جریان نقدی برای سودهای آتی کمک می کند و سرمایه گذاران از طریق سود های گزارش شده بازده های آتی سهام شرکت ها را پیش بینی می کنند.از دیدگاه تئوری مجموع عرضه و تقاضای ایجاد شده توسط سرمایه گذاران بر اساس درک آنان از بازده سرمایه گذاری ، تعیین کننده قیمت سهام یک شرکت دربازار است و فرض می شود میانگین رفتار سرمایه گذاران در بازار منطقی است. اما در عمل گاهی اوقات بازار در مواجهه با اطلاعات موجود منطقی عمل نمی کند که به تبع آن در مقطعی ارزش ذاتی با قیمت بازار سهام تفاوت خواهد داشت(کردستانی و ابراهیمی،1392).با توجه به ادبیات نظری بیان شده در فصول قبل، این تحقيق با هدف بررسی رابطه کیفیت افشاء و قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گردید.برای انجام این تحقیق از ابتداي سال 1390 تا پايان سال 1395 تعداد 94 شرکت طبق شرایط حذف سیستماتیک انتخاب شدند. اطلاعات استخراجی از نرم افزار ره آورد نوین بوده است و اطلاعات لازم برای متغیرها فرضیه از این نرم افزار استخراج شده است. در اين فصل ضمن بررسي نتايج كلي به دست آمده به بحث و نتيجه گيري پرداخته و در ادامه پيشنهادهاي مرتبط با توجه به نتايج حاصل، پيشنهادهايي به منظور تحقيقات آتي و محدوديت هاي تحقيق ارائه خواهد شد.

# **5-3- نتایج تحقیق**

هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه کیفیت افشاء و قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به متغيرهاي كنترل نقدینگی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به دفتری، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی شرکت بود. بر اين اساس ابتدا مدل زیر برای تحقیق شکل گرفت و در ادامه با توجه به شركت هاي نمونه هر يك از اين متغيرها محاسبه شده و مورد بررسي قرار گرفتند و در انتها مدل تحقیق مورد آزمون قرار گرفت.



که پس از انجم تحلیل این مدل به شکل زیر اصلاح گردید :



بر همين اساس فرضبه تحقيق تدوين گرديد. به منظور بررسي دقيق تاثير هر يك از عوامل بر متغير وابسته، هر يك از اين مولفه ها در فرضيه اي به شرح زير در نظر گرفته شده و مورد آزمون قرار گرفت :

* **کیفیت افشاء با قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری دارد.**

جهت آزمون این فرضیه تحقیق از رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز استفاده شده است، در این فرضیه به علت معنی داری شدن آزمون لیمر، برای آزمون فرضیات از روش پانلی و برآورد مدل به روش اثرات ثابت استفاده‌ شده است. كه خلاصه نتايح تحليل در جدول 5-1 مشاهده مي شود :

## **جدول 5-1- خلاصه تخمین مدل پژوهش**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **متغيرها** | **ضریب برآوردی** | **معناداري** |
| مقدار ثابت (عرض از مبدأ) | 0.164 | 0.138 |
| کیفیت افشاء | 0.003 | 0.002\* |
| اهرم مالی | 0.508- | 0.000\* |
| دوربين- واتسون | احتمال آماره F | ضريب تعيين تعديل شده |
| 1.75 | 0.000 | 0.208 |

نتایج تحلیل و آزمون مدل، نشان داد، مقدار احتمال(یا سطح معناداری)F برابر 0.000 بوده و چون این مقدار کمتر از 0.05 است، فرض صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد می شود، یعنی مدل معنی دار بوده است. مقدار آماره دوربین واتسون 1.75 می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضريب تعيين نیز نشان داد، تقريباً 20% تغييرات متغير وابسته به وسيله متغير مستقل و متغیرهای کنترلی مدل فوق، توضيح داده مي شوند. سطح معني‌داري (sig) متغير کیفیت افشاء (002/0) کمتر از سطح معني‌داري در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (5%) بوده است؛ همچنين آماره t (024/3) مربوط به اين متغير بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادي است لذا فرضيه H0 در سطح اطمينان 95% رد شده و فرضيه H1 مبني بر وجود رابطه معنادار بین کیفیت افشاء و قیمت گذاری مقطعی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران مورد تاييد قرار گرفت. نتايج حاصل از اين تحقیق با نتايج تحقيقات پیشین از جمله تحقیق : توران و همکاران (2016) که نشان دادند، کیفیت افشا بر قیمت گذاری سهام و همچنین بازده سبد سرمایه گذاری سهام موثر است و تحقیق الزهار و همکاران (2015) که در تحقیقی به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر پیامد اقتصادی اطلاعات حسابداری پرداختند و نشان دادند بین کیفیت افشاء و پیامد اقتصادی اطلاعات حسابداری شرکت رابطه معنی دار وجود دارد و نتایج تحقیق مدیروس و همکاران (2007) که به بررسی رابطه بین میزان افشای اطلاعات حسابداری و درصد نوسان‌پذیری بازده سهام پرداختند و نشان دادند بهبود سطح افشای اطلاعات حسابداری نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و تحقیق لوئیس و همکاران (2007) که نشان دادند کیفیت افشاء از قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی جلوگیری می نماید ، همراستا می باشد. همچنین نتایج تحقیقات پیشین داخلی از جمله تحقیق کردستانی و ابراهیمی (1392) که نشان داد قیمت گذاری نادرست اجزای سود در شرکت های دارای کیفیت افشای بالاتر، کاهش می یابد و تحقیق موسوی شیری و همکاران(1394) که رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند بین کیفیت افشا اطلاعات و نوسان پذیری بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد و تحقیق حسنی و حسینی (1389) که نشان داد بين سطح افشا اطلاعات حسابداري و نوسانات قيمت سهام رابطه معني داري وجود دارد، با نتایج تحقیق حاضر مطابقت دارد.

# **5-4- نتيجه گيري**

تصمیم گیری درست برای سرمایه گذاری در سطح بنگاه های اقتصادی و تخصیص بهینه منابع کمیاب در جامعه، مستلزم وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه است. وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه رکن اساسی پاسخگویی و تصمیم گیری اقتصادی آگاهانه و از ملزومات بی بدیل توسعه و رشد اقتصادی در بخش خصوصی و دولتی است. نبود اطلاعات یا وجود اطلاعات گمراه کننده، باعث عقب ماندگی و فقر اقتصادی و کاهش رفاه عمومی می شود. استفاده کننده گان از اطلاعات مالی، بالاخص سرمایه گذاران، برای تصمیم گیری در زمینه خرید و فروش سهام، ارزیابی عملکرد مدیران و دیگر تصمیمات اقتصادی مهم به اطلاعات مالی نیاز دارند و سرمایه گذاران زمانی در یک واحد اقتصادی سرمایه گذاری می کنند، که درباره آن اطلاعات کافی داشته باشند. اصل افشاء یکی از اصول حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارشگری مالی تأثیر دارد. اصل افشاء ایجاب می کند، که کلیه واقعیت های با اهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. هدف اصلی افشاء آگاه کردن تحلیل گران و سرمایه گذاران درباره ی مبلغ و زمان بندی جریان های نقدی آتی است تا تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران پیش بینی بهتری از سودهای آتی داشته باشند. بنابران شفافیت و افشای بهتر برای سهامداران، اطلاع دهندگی بهتری ایجاد می کند.

از سوی دیگر مهمترین عامل جهت تصمیم گیری سرمایه گذارن در خصوص خرید، فروش و یا نگهداری سهام،قیمت سهام، میزان سودآوری و بازدهی شرکت مورد نظر می باشد. این تحقیق با هدف بررسی رابطه کیفیت افشاء و قیمت گذاری مقطعی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. یافته های تجربی تحقیق حاکی از این می باشد که کیفیت افشای گزارشات مالی و بازده ماهانه شرکت و بر این اساس قیمت گذاری مقطعی، رابطه مثبت و معناداری باهم دارند. بدین معنا که با افزایش کیفیت افشای اطلاعات، میزان باده ماهانه سهام شرکت و میزان قیمت گذاری مقطعی افزایش می یابند و شركت هاي داراي كيفيت افشاي بالاتر، داراي بازده سهام بيشتري نسبت به شركت هاي با كيفيت افشاي پايين تر مي باشند. بنابراین هر چه اطلاعات ارائه شده شرکت ها از کیفیت بالاتر و قابلیت اتکای بیشتری برخوردار باشد، شرکت ها دارای بازده ماهانه بیشتری می شوند که بر این اساس قیمت گذاری مقطعی افزایش می یابند. و استفاده کنندگان ازگزارشات مالی را در تصمیم گیری بهینه در رابطه با شرکت کمک نموده و سبب بهبود رابطه بین سرمایه گذاران و شرکت می شود.بر این اساس می توان گفت کيفيت افشاي بالاتر اطلاعات مالي منتشره به وسيله شركت ها در بورس اوراق بهادار تهران از طريق كمك به شناسايي بهتر فرصت های سرمايه گذاري به وسيله مديران و سرمايه گذاران و كاهش عدم تقارن اطلاعاتي موجب ارتقا و بهبود عملكرد اقتصادي شركت ها و افزايش بازده سهامداران مي شود.

# **5-5- پیشنهادات کاربردی تحقیق**

* با توجه به نتیجه تحقیق مبنی بر ارتباط مثبت و معنی دار بین کیفیت افشاء با عملکرد شرکت جهت افزایش عملکرد شرکت به مدیران مالی شرکت های پیشنهاد می شود در راستای کاهش نوسان پذیری سهام شرکت، کیفیت افشای اطلاعات مالی را مد نظر قرار داده و توجه بیشتری به آن معطوف دارند. همچنین پیشنهاد می شود تا سهامداران و سرمایه گذاران در بازار سهام قبل از انجام معامله، سطح و کیفیت افشای اطلاعات حسابداری شرکت های مورد نظر را از نظر میزان به موقع بودن، قابل اتکا بودن در ارایه اطلاعات و امتیاز اطلاع رسانی ، دقیق مورد بررسی و مطالعه قرار دهند.

# **5-6- محدودیت های تحقیق**

در این تحقیق مهمترین محدودیت تحقیق که احتمالاً می تواند تعمیم پذیری نتایج حاصل را تحت تاثیر قرار دهد عدم امکان کنترل شرایط اقتصادی و فرهنگی کشور و جو روانی حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران و همچنين سطح آگاهي افراد مشاركت كننده بر متغير هاي تحقيق مي باشد. علاوه بر این تغییرات مدیریتی نیز می تواند به عنوان یکی از متغیرهای غیر قابل کنترل این تحقیق به شمار آید چرا که متغیر بودن میزان کیفیت افشای شرکت را تحت تاثیر قرار دهد.

# **5-7- پیشنهادات آتی تحقیق**

* بررسی کیفیت افشای شرکتی بر حسب صورت های مالی سالیانه، صورت های مالی میان دوره ای و سایر اطلاعاتی که توسط شرکت ها افشا می شود.
* بررسی سایر متغیر های موثر بر رابطه بین کیفیت افشاء و قیمت گذاری و بازده سهام در بورس اوراق بهادار.
* بررسی دلایل عدم رعایت الزامات افشای اطلاعات توسط شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و پایین بودن کیفیت افشاء.

# **منابع**

# **منابع و مآخذ**

1. اعتمادی، حسین و خلیل پور، مهدی (1391). ارزیابی کیفیت افشاء اطلاعاتی با استفاده از رویکرد فازی، دانش حسابداري و حسابرسي مديريت،دوره1،شماره2،صص132-115.
2. ایزدی نیا،ناصر (1377)، تاثیر تدابیر افشای مالی بر قیمت سهام،بررسی های حسابداری و حسابرسی،سال6، شماره23،صص128-121.
3. آگاه،سپیده،حسینی،سید علی (1396) سرمایه مدیریتی شرکت و کیفیت افشای اطلاعات. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال9،شماره 33،صص87-74
4. بادآورنهندی،یونس،قادری،صلاح الدین،بهشتی،رضا (1392) تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ناکارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران،فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی ،سال21،شماره 68،صص 82-65.
5. براتی،عبدالعلی (1383) رابطه بین سطح افضا و هزینه سرمایه ی حقوق صاحبان سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری،دانشگاه علامه طباطبایی تهران.
6. بقایی،جواد،لگزیان،محمد،همایونی راد،محمد حسین (1390)، بررسی تاثیر نسبت های مالی بر پیش بینی سود شرکت و بازده سهام، دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی، سال 1 ، شماره1، صص 121-102.
7. بنی مهد، بهمن و محسن محسن شریف (1389) بررس عوامل موثر بر رتبهبندی شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ کیفیت افشا و به موق بودن، مجله ی حسابداری مدیریت، سال 3، شماره7،صص63-51
8. پورحیدری، امید و حمزه حسین‌پور. (1391). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام. مجلۀ مدیریت و حسابداری چشم‌انداز مدیریت مالی، شمارۀ 5، صص12-25
9. تلنگي، احمد. (1383). تقابل نظريه نوين مالي و مالي رفتاري. تحقيقات مالي،شماره 17،صص25-3..
10. ثقفی،علی (1390)، نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش داتی سهام ، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، شماره 13 ، صص280-253.
11. جوادي، جواد، (1374). بررسي تأثير متغيرهاي كلان اقتصادي بر روي شاخص قيمت سهام و تصميمگيري سرمايهگذاران در بورس اوراق بهادار تهران، رساله كارشناسي ارشد، تهران: دانشگاه شهيد بهشتي.
12. جونز، چارلز پی،(1395)، مدیریت سرمایه گذاری، ترجمه رضا تهرانی، عسگر نوربخش. تهران، نگاه دانش، چاپ پنجم.
13. حساس یگانه، یحیی،خیرالهی، مرشد. (1387). حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابدار، سال 23، شماره 203، صص. 74-79.
14. حسنی، محمد، حسینی، محمد بشیر (1389)، بررسی رابطه ی سطح افشای اطلاعات حسابداری و نوسانات قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال اول، شماره 2، ص172-153
15. حيدرپور، فرزانه؛ تاري وردي، يداله و مريم محرابي. (1392). تأثير گرايش­هاي احساسي سرمايه­گذاران بر بازده سهام. دانش مالي تحليل اوراق بهادار، 17: 1-13.
16. خدادادي، ولی، بنایی قدیم، رحیم (1394)عوامل موثر بر افشاي اختیاري اطلاعات. مطالعات حسابداري و حسابرسی، شماره 15،صص53-40
17. خواجوی، شکراله؛ ولی­پور، هاشم؛ و بهروز حاکمی. (1389). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازده غیرعادی انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مالی، شماره (5)، 65-53.
18. خواجوی، شکراله؛ ممتازیان،علیرضا. (1393). بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام. مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، شماره1،صص27-9.
19. دیدار،حمزه،منصورفر،غلامرضا،زارع،الهام، (1396)، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندۀ رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، ، پژوهش های حسابداری مالی،سال 9، شماره 1 ، صص118-97.
20. رحمانی،علی، بشیری منش،نازنین (1393). مروری بر ادبیات افشای اطلاعات در ایران ، پژوهشی حسابداری، دوره4،شماره15،صص68-53.
21. رضایی،فرین،سلیمانی راد، سکینه (1391)، تاثير اطلاعاتي سود بر قيمت و بازده دوره نگهداري سهام، فصلنامه علمي پژوهشي دانش مالي تحليل اوراق بهادار، شماره 13، صص 19-1.
22. روشن، سید علیقلی، آرین، ابوالفضل؛ حسینی، سیدحسن؛ نوابیزند، کامبیز و علی دریکنده (1391)،ارزیابی عوامل مؤثر بر نسبت قیمت به درآمد سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ،14،صص24-4
23. رهنمای رودپشتی،فریدون، جمالی،مهدی (1396) توسعه حرفه ای بازار سرمایه ایران مبتنی بر رویکرد مهندسی مالی و تأثیر آن بر کیفیت حسابداری و حسابرسی، فصلنامه علمي پژوهشي دانش حسابداري و حسابرسی مديريت، سال 6، شماره 23، صص 31-11.
24. ریاحی بلکویی،احمد(1395)،تئوری های حسابداری،ترجمه علی پارسائیان،تهران : ترمه.
25. سازمان بورس و اوراق بهادار. (1388). «کیفیت افشا و اطلاع­رسانی مناسب» سایت بورس اوراق بهادار تهران.
26. ستایش،محمد حسین،شمس الدینی ، کاظم (1395)، بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله‌ی پيشرفت‌هاي حسابداري دانشگاه شيراز،دوره8، شماره1، صص 125-103
27. ستایش،محمد حسین،کاطم نژاد،مصطفی، ذولفقاری،مهدی (1390)، بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی،دوره3، شماره3، صص 74-55.
28. سدیدی،مهدی، بدیعی،حسین،نبوی،حمید (1394) بررسی عوامل موثر بر سطح افشا اطلاعات آتی درگزارشهای سالانه در بورس اوراق بهادار تهران،فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی ،سال4،شماره16،صص68-57
29. سرکانیان ،جواد، راعی،رضا،فلاح پور،سعید (1394)، بررسی رابطه بین نقدشوندگی با بازده سهام در بازار سهام ایران، چشم‌انداز مديريت مالي ، شماره 11، صص 26-9.
30. عالی پور، عزیز،(1385)افشا در گزارشگری مالی،چاپ سوم،تهران :سازمان حسابرسی.
31. عرب مازار یزدی،محمد،ارزیتون،رضا (1386)، رابطه ویژگی های ساختار مالی و عملکرد شرکت ها با سطح افشای اطلاعات در صورت های مالی، دانش حسابرسی،شماره 22،ص4.
32. فخاری، حسین و محمدی، نرگس (1388). بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره 4، ص. 163-148
33. قائمی، محمدحسین و شهریاری، مهدی. (1388). حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها. پیشرفت­های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره اول، ش اول، صص. 113-128.
34. قربانی، سعید، موحد، مرضیه، منفرد مهارلویی. محمد (1392). رقابت در بازار محصول، ترکیب هیئت‌مدیره و کیفیت افشای اطلاعات: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال پنجم، شمارۀ 19، صص 92-105
35. کردستانی،غلامرضا،ابراهیمی،تهمینه (1392). بررسی رابطه ی بین کیفیت افشا و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال4، شمارۀ 19، صص22-1
36. کمیته فنی سازمان حسابرسی،(1385) اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی، تهران: سازمان حسابرسی، کمیته فنی.
37. لشگری، زهرا و نادری، شیرزاد (1388). بررسی رابطه سطح افشا و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره3. ص 91-75
38. مجتهدزاده،ویدا،ابوحمزه،مینا،میرزایی،محمدمهدی (1394)، تأثیر کیفیت افشای شرکتی بر کاهش گریز مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، پژوهش های تجربی حسابداری ،سال4، شماره 15، صص21-1.
39. مرادزاده­فرد، مهدی و مینا ابوحمزه. (1390). اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال 9. شماره 32.
40. ملکیان، اسفندیار،(1376)،جامعیت گزارش های سالانه و ویژگی های مالی شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران،رساله دکتری دانشگاه تهران
41. موسی شیری،محمود، سلیمانی،حمید،مومنی،یوسف،سلیمانی،حجت (1394) رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام. فصلنامه علمی پژوهشی تجربی حسابداری، دوره5،شماره2،صص144-131.
42. نجارزاده، رضا؛ آقایی خوندابی، مجید و رضایی پور، محمد. (1387). بررسی تأثیر نوسانات شوک‌های ارزی و قیمتی بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رهیافت خودرگرسیونی برداری. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال 9، شماره 1، صص 175 – 147.
43. نمازی، محمد، رضایی‌، غلامرضا و علیرضا ممتازیان. (1393). رقابت در بازار محصول و کیفیت اطلاعات حسابداری. مجلۀ پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دورۀ ششم، شمارۀ 2. صص 131-166.
44. نوبخت، زهرا (1383) ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه الزهرا.
45. نوروش،ایرج،حسینی،سید علی (1388)، بررسی رابطه بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به‌ ‌موقع‌بودن) و مدیریت سود، فصلنامه علمی-پژوهشی بررسیهای حسابداری وحسابرسی،دوره16، شماره2، صص134-117.
46. نیکومرام، هاشم، تقوی، مهدی و حمید احمدزاده (1393)پیامد اقتصادی کیفیت اطالعات حسابداری با تأکید بر متغیر ضریب واکنش سود، دانش حسابداری و حسابرس مدیریت، سال 3،شماره11،صص15-1
47. والاس، وندا. (1395). نقش اقتصادی حسابرسی در بازارهای آزاد و بازارهای تحت نظارت، حامی امیر اصلانی. تهران: سازمان حسابرسی.
48. ودیعی،محمدحسین،آسیابانی،سعید. (1388). مقایسه قیمت واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی‌سازی با قیمت محاسبه شده برمبنای مدل نسبت قیمت بازار به سود هر سهم(P/E) شرکت‎های مشابه. فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، دوره 10، شماره 26، صص 132 – 113.
49. یحیی زاده فر، محمود، شمس، شهاب الدین و نرگس محمدی (1389). تأثیر افشای اطلاعات بر دامنه شکاف قیمتی پیشنهادی خرید و فروش سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمانی. مجله کاوش‌های مدیریت بازرگانی، شماره4. ص73-53.
50. یعقوب نژاد، احمد و ذبیحی، علی (1390). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. شماره10، 235-217.
51. ياري،ثريا، فرقاندوست حقيقي،كامبيز (1391)، عوامل اساسي در تعيين قيمت سهام، ماهنامه اقتصاد – بورس، شماره 33، صص 51-45.
52. Abouwafia, H. E.,& Chambers, M. J. (2015). Monetary Policy, Exchange Rates and Stock Prices in the Middle East Region, International Review of Financial Analysis, Vol.37, No.1, pp.14–28.
53. Alford.A, 1992, The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method, Journal of Accounting Research, vol.30, No1
54. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock return: cross-section and time-series effects. Journal of Financial Markets, 5, 31–56.
55. Amiri, A.A. et al, (2009). Designing a New Model of Effective Financial Factors on TEPIX with Structural Equation Model and Fuzzy Approach, J Appl Sci, 9(11): 2097-2105
56. Artiach, T. C. and Clarkson, P. M., (2010), "Disclosure, Conservatism and The Cost of Equity Capital: A Review of The Foundation Literature", Accounting & Finance, Article published online.
57. Azofra, Valentin, Castrillo, Luis and Delgado, Maria. (2007). Ownership Cncentration, Debt Financing and the Investment Opportunity Set as Determinants of Accounting Discretion. Empirical Evidence from Spain. Spanish Journal of Finance and Accounting, Vol. 115, Pp. 215-255.
58. Ball, R.; Kothari, S. P.; and Robin, A. (2000). The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earning. Journal of Accounting and Economics, Vol. 29, pp. 1-51.
59. Barth, M. E. and Schipper, K. (2008). Financial Reporting Transparency. Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 23, No. 2, pp. 173-190.
60. Beretta, S. and Bozzolan, S. (2008). Quality Versus Quantity: The Case of Forward-Looking Lisclosure. Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 23, No. 3, pp. 333-375.
61. Bodie, Z. Kane, A. Marcus, A.J. (2011). Investments. New York: Douglas Reiner.
62. Botosan, C. (1997), Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, The AccountingReview, 323-349.
63. Bravo, Francisco(2015), Perspectives on september 2014, Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility, Spanish Accounting Review, G Model, RCSAR-62.PP.1-10
64. Brown,S. and S. A. Hillegeist. (2006). How Disclosure Quality Affects the Long-run Level of Information Asymmetry. Working Paper. Emory University.
65. Cano-Rodríguez, M. (2010). Big auditors, private firms and accounting conservatism: Spanish evidence. European Accounting Review, 19 (1) , 131-159.
66. Cheng, E. and S. Courtenay. (2006). Board composition, regulatory regime andvoluntary disclosure, International J. of Accounting, Vol. 4, No.5, Pp. 262-89.
67. Cheung, Yan. Leung, Ping Jiang, B. & Weiqiang Tan (2010), "A Transparency Disclosure Index Measuring Disclosures: Chinese Llisted Companies", Journal of Accounting Public Policy, No. 29, PP. 259–280.
68. Chi L. C. (2009). Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. Expert Systems withApplications, 36, 11198–11203
69. Collins, D. W., Gong, G. and Hribar, P., (2003), "Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals", Review of Accounting Studies, Vol. 8, PP. 251–276
70. Desai, H., Rajgopal, S. and Venkatachalam, M., (2004), "Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two?", The Accounting Review, Vol. 79, No. 2, PP. 355– 385.
71. 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.
72. Gietzmann . M,(2006), Disclosure of Timely and Forward-Looking Statements and Strategic Management of Major Institutional Ownership, pp 409-427
73. Gietzmann, M; and M. Trombetta. (2003). Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital. Accounting & Business Research, Vol. 33 (3) , pp. 187-205.
74. 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
75. Hendriksen, E.S. and Van Breda, M.F. (2011). Accouuting Theory, 7th edition.united states of America: IRWIN.Inc.
76. Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. (2010). Information Disclosure and Corporate Governance. Vol.19, No.4, Pp. 45-62.
77. Hussainey, K. (2004), “A study of the ability of (partially) automated disclosure scores to explain the  
    information content of annual report narratives for future earnings”, PhD thesis, Manchester iversity,  
    Manchester.
78. Iatridis .G, (2006), Accounting Disclosure And Firms’ Financial Attributes: Evidence From The UK Markets , International Review Financial Analysis, pp 1-23
79. Iatridis George Emmanuel. (2011). Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism. InternationalReview of Financial Analysis. 20, pp: 88–102
80. Iatridis, G. and P. Alexakis. (2012). Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market. Review of Accounting and Finance, Vol. 11 (1) , pp. 73 - 92.
81. Jensen, Mikkel A. (2002). Disclosure Level and cost of capital : Evidences from Danish financial market. Master thesis, supervisor: Thomas Plenborg, Copenhagen Business school
82. Karamanou, I. and Vafeas, N. (2005). The Association Between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earning Forecasts: An Empirical Analysis. Journal of Accounting Research, Vol. 43, No. 3, pp. 453-486.
83. Kothari, S. P. (2000). 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
84. Li Q., Wang, T.,2010. Financial reporting quality and corporate efficiency: Chinese experience,Nankai Business Review International 1 (2): 197-211
85. Louis, H., Robinson, D. and Sbaraglia, A., (2007), "An Integrated Analysis of the Association between Accrual Disclosure and the Abnormal Accrual Anomaly, Review of accounting Studies, Vol. 13, No. 1, PP. 23-51.
86. Maheshwari .SN. and SK. Maheshwari,(2000), Fundamentals Of Accounting (For CA Foundation  
    Course), p121
87. 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.
88. Medeiros,O,R. , and L. G. Quinteiro. (2005). Disclosure of Accounting Information and Stock Return Volatility in Brazil. SSRN. Com, Working Paper
89. Nagar, V., Nanda, D., Wysocki, P., 2003. Discretionary disclosure and stock-based incentives, Journal of Accounting and Economics 34 (1-3): 283-309
90. Nasr,Taha (2010) corporate social responsibility disclosure:an examination of framework of determinants and consequences. , Durham theses, Durham University.
91. Nguyen, N.H. Lo, K.H. (2013). Asset returns and liquidity effects: Evidence from a developed but small market. Pacific-Basin Finance Journal, 21, 1175-1190.
92. 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.
93. Samuel A. Dipiazza Jr and Robert G. Eccles. (2002). Building public trust, the future of corporate Reporting, Jon Wiley & Sons, Inc, New yorc. Vol. 5, No. 2, Pp. 278-315.
94. Singhavi, S. S. and Desai, H. B. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. The Accouting Review, Vol. 46, No. 1, pp.129-138.
95. Turan G. Bali, Stephen J. Brown, Yi Tang (2016), " Is Economic Uncertainty Priced in the Cross-Section of StockReturns?", Journal of Financial Economics. Vol.126, No.3, Pp. 471-489.
96. Wallace, R.S.O.; Naser, k.; and Mora, A. (1994). The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Charactristics in Spain. Accounting and Business Research. Vol. 25, Issue. 97, pp. 41-53.
97. Wang, Hwei Cheng and Chang, Hsain-Jane, the Association between Accounting Information Disclosure and Stock Price (2008). Global Journal of Business Research,v. 2 (2) p. 1-10. Available at SSRN: http: //ssrn. com/abstract=1543494
98. Wang, x. (2010). Tax Avoidance, Corporate Transparency, and Firm Value. Available at www. ssrn. com.

# 

# ضمائم و پیوست ها

پیوست 1 : لیست شرکت ها

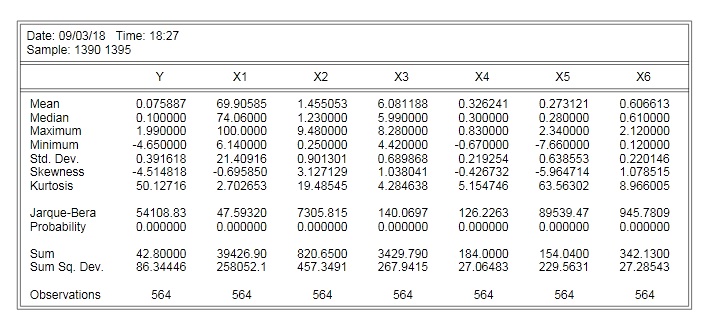


ادامه پیوست 1 : لیست شرکت ها



پیوست 2 : خروجی نرم افزار

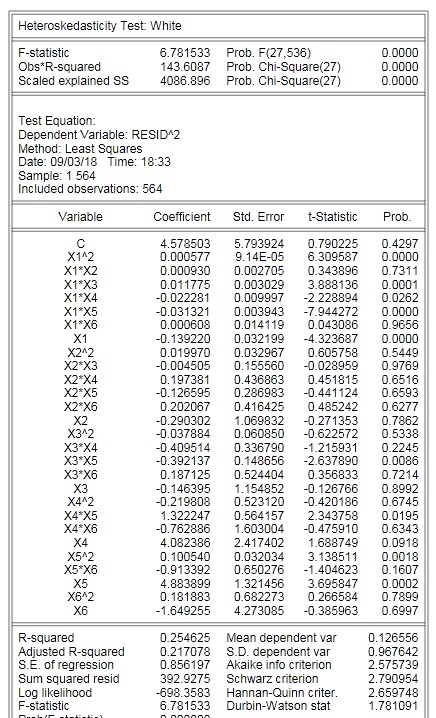
آمار توصیفی متغیرهای تحقیق



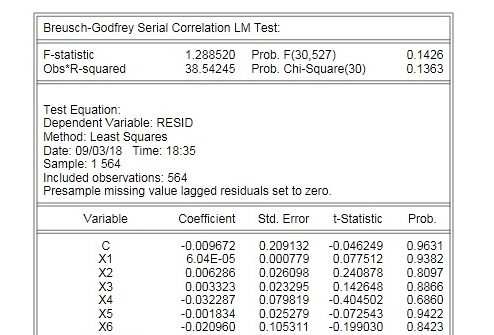
عامل تورم واريانس



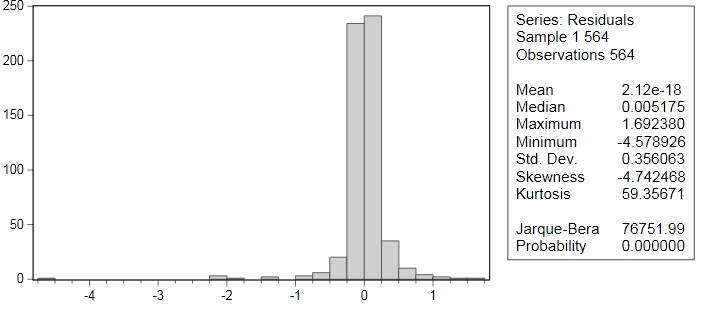
آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا



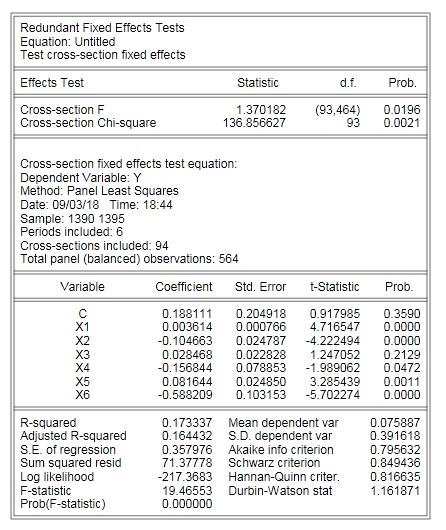
آزمون عدم وجود خود همبستگی جمله خطا



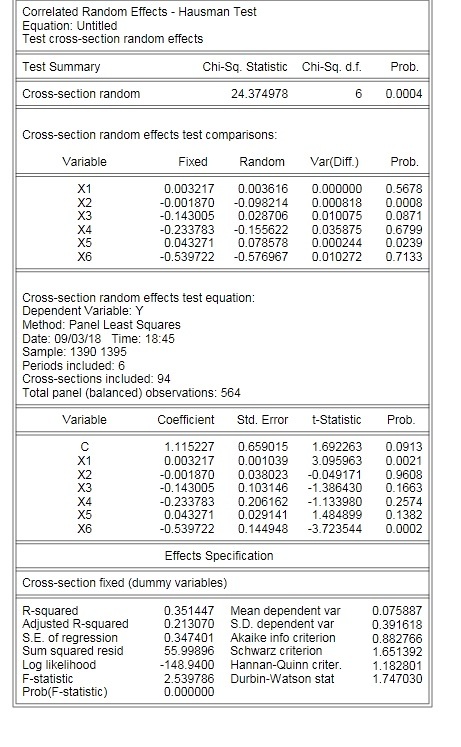
نرمال بودن جمله خطا



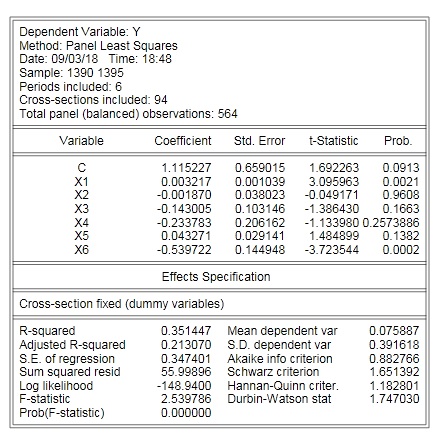
آزمونF ليمر



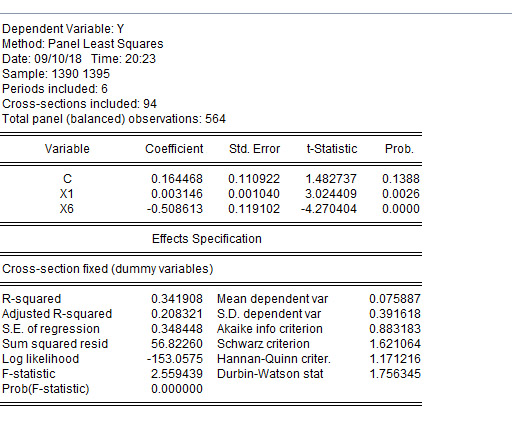
آزمون هاسمن



آزمون رگرسیون مدل تحقیق



آزمون رگرسیون مدل اصلاح شده تحقیق



**Abstract**

Disclosed financial information has always been considered as one of the most effective factors in determining investment strategies in financial markets. However, one of the factors that lead to a fall in prices and returns on stock can be seen in the managers' actions to delay the publication of bad news about the company and prevent disclosure of the information. Disclosure of company information can help shareholders to improve their predictions about the company's future. On the other hand, weak financial disclosure causes shareholders to be misled and have an adverse effect on their wealth. In this regard, this research examines the role of disclosure quality in cross-sectional pricing in Tehran Stock Exchange. This is an applied and descriptive research, with emphasis on correlation relations. The statistical population of this study includes all companies listed in Tehran Stock Exchange, which using systematic deletion sampling method, 94 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period of 2010-2015 were extracted and a combined data regression model was used to test the research hypothesis. The results of the study showed that the disclosure quality has a significant effect on the periodic pricing in companies listed in Tehran Stock Exchange.

**Key words:** disclosure quality, cross-sectional pricing, stock returns, Tehran Stock Exchange



Islamic Azad University

Rasht Branch

Faculty of Humanities

Accounting Department

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for

The Degree of (M.A) in Accounting

**Title**

**The role of disclosure quality in cross-sectional pricing in Tehran Stock Exchange**

Supervisor

Dr. Sayed Mahmoud Mir Yazdi

By

Afshin Alizadeh

Spring 2018

1. Medeiros & Quinteiro [↑](#footnote-ref-1)
2. Wang [↑](#footnote-ref-2)
3. Capital Market [↑](#footnote-ref-3)
4. Amiri et al [↑](#footnote-ref-4)
5. Transparency [↑](#footnote-ref-5)
6. Financial information [↑](#footnote-ref-6)
7. Efficient capital market [↑](#footnote-ref-7)
8. Disclosure of information [↑](#footnote-ref-8)
9. Corporate governance [↑](#footnote-ref-9)
10. Hermalin & Weisbach [↑](#footnote-ref-10)
11. Disclosure quality [↑](#footnote-ref-11)
12. Desai et al. [↑](#footnote-ref-12)
13. Artiach & Clarkson [↑](#footnote-ref-13)
14. Azofra [↑](#footnote-ref-14)
15. Cheng [↑](#footnote-ref-15)
16. pricing [↑](#footnote-ref-16)
17. Stock returns [↑](#footnote-ref-17)
18. Investment [↑](#footnote-ref-18)
19. disclosure quality [↑](#footnote-ref-19)
20. Samuel et al. [↑](#footnote-ref-20)
21. Brown & Hillegeist [↑](#footnote-ref-21)
22. Bravo [↑](#footnote-ref-22)
23. Cheung et al. [↑](#footnote-ref-23)
24. Spence [↑](#footnote-ref-24)
25. Akerlof [↑](#footnote-ref-25)
26. Stiglitz [↑](#footnote-ref-26)
27. Modiglian [↑](#footnote-ref-27)
28. Miller [↑](#footnote-ref-28)
29. Freeman [↑](#footnote-ref-29)
30. Disclosure [↑](#footnote-ref-30)
31. Belkoui [↑](#footnote-ref-31)
32. Hendriksen & Van Breda [↑](#footnote-ref-32)
33. Maheshwari [↑](#footnote-ref-33)
34. Wordnet [↑](#footnote-ref-34)
35. Wikipedia [↑](#footnote-ref-35)
36. Kohler & Erclouis [↑](#footnote-ref-36)
37. American Accounting Association(AAA) [↑](#footnote-ref-37)
38. Desai et al. [↑](#footnote-ref-38)
39. Barth et al. [↑](#footnote-ref-39)
40. Iatridis & Alexakis [↑](#footnote-ref-40)
41. Gietzmann &. Trombetta [↑](#footnote-ref-41)
42. Heitzman et al. [↑](#footnote-ref-42)
43. Agency Theory [↑](#footnote-ref-43)
44. Karamanou & Vafeas [↑](#footnote-ref-44)
45. Disclosure Principle [↑](#footnote-ref-45)
46. Financial Statement [↑](#footnote-ref-46)
47. Financial Performance [↑](#footnote-ref-47)
48. Flexibility [↑](#footnote-ref-48)
49. Disclosure [↑](#footnote-ref-49)
50. Nasr [↑](#footnote-ref-50)
51. Financial Accounting Standards Board (FASB) [↑](#footnote-ref-51)
52. Stockholders [↑](#footnote-ref-52)
53. Other Investors [↑](#footnote-ref-53)
54. ‍Creditors [↑](#footnote-ref-54)
55. Investors [↑](#footnote-ref-55)
56. Creditors [↑](#footnote-ref-56)
57. Employee [↑](#footnote-ref-57)
58. Government [↑](#footnote-ref-58)
59. Society [↑](#footnote-ref-59)
60. Hussainey [↑](#footnote-ref-60)
61. Financial Analysts [↑](#footnote-ref-61)
62. American Institute of certified public Accountants [↑](#footnote-ref-62)
63. Matoussi et al. [↑](#footnote-ref-63)
64. Espinosa & Trombetta [↑](#footnote-ref-64)
65. Cano-Rodríguez [↑](#footnote-ref-65)
66. Wallace [↑](#footnote-ref-66)
67. Hassan et al. [↑](#footnote-ref-67)
68. Standards and Poor’s Association [↑](#footnote-ref-68)
69. Singhavi & Desai [↑](#footnote-ref-69)
70. Ball et al. [↑](#footnote-ref-70)
71. Kothari [↑](#footnote-ref-71)
72. Barth & Schipper [↑](#footnote-ref-72)
73. Pownall & Schipper [↑](#footnote-ref-73)
74. Beretta & Bozzolan [↑](#footnote-ref-74)
75. Zhang [↑](#footnote-ref-75)
76. Botosan [↑](#footnote-ref-76)
77. Jensen [↑](#footnote-ref-77)
78. Adequate Disclosure [↑](#footnote-ref-78)
79. Proper Disclosure [↑](#footnote-ref-79)
80. Full Disclosure [↑](#footnote-ref-80)
81. Accounting Principle Board [↑](#footnote-ref-81)
82. Abouwafia & Chambers [↑](#footnote-ref-82)
83. Coleman [↑](#footnote-ref-83)
84. Bodie et al. [↑](#footnote-ref-84)
85. 1. Amihud and Mendelson [↑](#footnote-ref-85)
86. 2. Quoted bid-ask spread [↑](#footnote-ref-86)
87. Nguyen [↑](#footnote-ref-87)
88. Amihud [↑](#footnote-ref-88)
89. Elzahar et al [↑](#footnote-ref-89)
90. Iatridis [↑](#footnote-ref-90)
91. Li & Wang [↑](#footnote-ref-91)
92. Chi [↑](#footnote-ref-92)
93. Wang [↑](#footnote-ref-93)
94. MEDEIROS [↑](#footnote-ref-94)
95. Louis et al. [↑](#footnote-ref-95)
96. Gietzmann [↑](#footnote-ref-96)
97. Iatridis [↑](#footnote-ref-97)
98. Collins et al. [↑](#footnote-ref-98)
99. Nagar et al [↑](#footnote-ref-99)
100. Pooled Data [↑](#footnote-ref-100)
101. 1. Chaw Test [↑](#footnote-ref-101)
102. 2. Panel Data [↑](#footnote-ref-102)
103. 3. Pooling Data [↑](#footnote-ref-103)
104. 1. Time Series [↑](#footnote-ref-104)
105. 2. Cross- Section [↑](#footnote-ref-105)
106. 3. Serial Correlation. [↑](#footnote-ref-106)
107. 4. Hetoroskedasticty. [↑](#footnote-ref-107)
108. - White [↑](#footnote-ref-108)
109. Variance Inflation Factor (VIF) [↑](#footnote-ref-109)
110. Jarque-Bera [↑](#footnote-ref-110)
111. - Levin, Lin & Chu. [↑](#footnote-ref-111)
112. - Stationarity [↑](#footnote-ref-112)
113. - Cointegration test [↑](#footnote-ref-113)
114. Fleamer [↑](#footnote-ref-114)