

## بررسی تاثیر کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا بر صرف ریسک بازده

اسفندیار ملکیان

دانشیار حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر

سیده زهرا نصیری\*

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر

### چکیده

شفافیت کم و کیفیت پایین اطلاعات مالی شرایطی را فراهم می‌سازد که تصمیم‌گیری را برای سرمایه‌گذاران مشکل کرده و آنها را با شرایط ابهام مواجه می‌سازد. این پژوهش با هدف بررسی تاثیر کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا بر صرف ریسک سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. به این منظور با استفاده از روش داده‌های ترکیبی، آزمون مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای سه عامله با اضافه کردن عامل کیفیت افشا، کیفیت اقلام تعهدی و در نهایت هر دو عامل کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی و با استفاده از داده‌های ماهانه ۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ انجام شد. نتایج پژوهش نشان دهنده تاثیر معنادار کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا بر صرف ریسک سهام می‌باشد؛ همچنین در این پژوهش با استفاده از ضرایب حاصل از برآورد مدل‌ها نوع رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا در شرح صرف ریسک بازده مورد بررسی قرار گرفت که نشان دهنده محتوای اطلاعاتی مشابه و ماهیت جانشینی این دو عامل در شرح رابطه معنادار با صرف ریسک سهام می‌باشد.

**واژگان کلیدی:** کیفیت اقلام تعهدی، کیفیت افشا، صرف ریسک سهام، مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای.

## ۱. مقدمه

شناسایی عوامل موثر بر بازده موضوعی است که همواره مورد توجه محققین مالی و حسابداری بوده است، شارپ<sup>۱</sup> صرف ریسک بازده بازار را به عنوان تنها عامل موثر بر بازده اوراق بهادار معرفی کرد؛ فاما و فرنچ<sup>۲</sup> نشان دادند که مدل سه عاملی شامل صرف ریسک بازار، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برای تشریح صرف ریسک سهام کافی است. علیرغم توانایی‌های مدل فاما و فرنچ پژوهش‌های زیادی در جهت کشف عوامل دیگر موثر بر صرف ریسک سهام انجام شده است.

بازده مورد انتظار متاثر از دو عامل است: از یک طرف میزان اطلاعات محرمانه (با بیشتر شدن اطلاعات محرمانه، بازده مورد توقع افزایش می‌یابد) و دیگری دقت و صحت اطلاعات عمومی و محرمانه (با بیشتر شدن دقت و صحت اطلاعات، بازده مورد توقع کاهش می‌یابد) از طرف دیگر، ارزش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذاران بر مبنای ارزیابی آنان از جریان‌های نقدی آتی است (رحمانی و فلاح نژاد، ۱۳۹۰: ۱۸).

سازمان‌هایی که با محیط‌های تکنولوژی اطلاعات پیچیده رو به رو هستند به موضوع‌هایی از قبیل سیستم‌های باز، تکنولوژی اطلاعات، شبکه اتصال داخلی و غیره رسیدگی می‌کنند. چنین رسیدگی‌هایی به دلیل ریسک اطلاعات ایجاد شده به کار می‌رود اما ریسک اطلاعات فقط با تکنولوژی مرتبط نیست؛ ریسک‌های اطلاعات، با افشا، تعدیل، عدم دسترسی یا از بین رفتن اطلاعات نیز مرتبط می‌باشد (کاتولیک و کلارک<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴: ۵۹۷) مفاهیم حسابداری، یکی از اهداف گزارشگری مالی را آگاه کردن سرمایه‌گذاران موجود و بالقوه در تصمیم‌گیری‌های عقلانی سرمایه‌گذاری و در ارزیابی جریان نقدی پیش‌بینی شده شرکت می‌داند (گری و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹: ۱۱۴).

شفافیت کم و کیفیت پایین اطلاعات مالی شرایطی را فراهم می‌سازد که تصمیم‌گیری را برای سرمایه‌گذاران مشکل کرده و آنها را با شرایط ابهام مواجه می‌سازد. در این وضعیت صرف ریسک اطلاعاتی افزایش می‌یابد. از دیدگاه استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی وقتی شفافیت و کیفیت اطلاعات ارائه شده بالاتر باشد، ریسک اطلاعاتی آن شرکت پایین‌تر است. سهامداران و اعتباردهندگان خواستار اطلاعات بیشتر و شفاف‌تری درباره عملکرد شرکت هستند. افشای کامل همراه با شفافیت گزارشگری مالی می‌تواند شرایط مطمئنی ایجاد کند که اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. شفافیت بر عملکرد شرکت‌ها تاثیر مثبتی دارد و می‌تواند از منافع سهامداران حفاظت کند. بالا رفتن اعتماد سهامداران و کاهش صرف ریسک، بازده مورد انتظار را کاهش داده و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (کردستانی و علوی، ۱۳۸۹: ۴۳).

به طور کلی تصمیم گیرندگان بازرگانی ریسک گریز هستند، یعنی فقط در صورتی حاضر به قبول ریسک هستند که جبران شود؛ در واقع فقط زمانی ریسک را می پذیرند که همزمان از سود سرمایه گذاری، مطلوبیت مناسبی کسب کنند. هر چقدر ریسک سرمایه گذاری بیشتر باشد برگشت بیشتری لازم است تا آن را جبران کند و برعکس اگر درجه مخاطره پایین باشد انتظار دستیابی به سود کمتری وجود دارد (داگلاس<sup>۵</sup>، ۱۹۴۶: ۶۷). در این پژوهش همانند مسلی و همکاران<sup>۶</sup> نبود سطح مناسبی از کیفیت افشا و کیفیت افلام تعهدی را به عنوان عوامل ریسکی (معیارهای ریسک اطلاعات) در نظر می گیریم و انتظار داریم بر صرف ریسک بازده سهام تاثیرگذار باشند. همچنین در این پژوهش به بررسی نوع رابطه بین کیفیت افشا و کیفیت افلام تعهدی در شرح صرف ریسک بازده سهام بعد از آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شده است. در ادامه به بررسی مبانی نظری موجود در این زمینه می پردازیم و بعد از آن پیشینه پژوهش و فرضیه های قابل آزمون مطرح می شود. روش پژوهش، یافته های پژوهش و نتیجه گیری نیز بخش های بعدی را تشکیل می دهند.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ارتباط بین کیفیت اطلاعات و هزینه سرمایه موسسات یکی از موضوعات خیلی مهم در حسابداری است؛ کلز و همکاران<sup>۷</sup> (۱۹۹۵)، دو محیط اطلاعاتی را مقایسه کردند. در یک محیط مقدار مشابهی اطلاعات برای تمام موسسات، در اقتصاد در دسترس است؛ در حالی که در محیط اطلاعاتی دیگر مشاهدات بیشتری برای یک گروه نسبت به گروه دیگر وجود دارد؛ آنها پی بردند که بتاهای اوراق بهادار با اطلاعات بالاتر، کمتر از گروهی است که از نظر اطلاعات برابر هستند.

لامبرت و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۶) اثبات کردند که کیفیت اطلاعات می تواند هزینه سرمایه را هم به طور مستقیم و هم به طور غیرمستقیم تحت تاثیر قرار دهد؛ تاثیر مستقیم به این دلیل اتفاق می افتد که کیفیت بالاتر افشا کواریانس ارزیابی شده موسسه با جریان های نقدی موسسات دیگر را که متنوع نیستند، کاهش می دهد. تاثیر غیرمستقیم به این جهت اتفاق می افتد که کیفیت بالاتر افشا، تصمیمات واقعی موسسه را تحت تاثیر قرار می دهد، در واقع اگر اطلاعات بهتر، مقدار جریان های نقدی موسسه را که مدیران به خود اختصاص می دهند، کاهش دهد، بهتر شدن افشا، نه فقط قیمت را افزایش می دهد بلکه به طور کلی هزینه سرمایه موسسه را نیز کاهش می دهد.

در مورد این که از چه معیاری برای نشان دادن ریسک اطلاعات استفاده شود توافقی وجود ندارد؛ دیچو و دجو<sup>۹</sup> (۲۰۰۲) عقیده‌ایی را مطرح کردند مبنی بر این که نوسان پذیری ارقام تعهدی باقی مانده، کیفیت حسابداری را مجسم می‌کند. نوسان پذیری ارقام تعهدی باقی مانده، یک خروجی از مدل ارقام تعهدی سرمایه در گردش دیچو و دجو از جریان نقدی عملیاتی گذشته، حال و آینده است. فرض می‌شود، ارقام تعهدی باقی مانده ناشی از این مدل، که در تحقق جریان نقدی عملیاتی نزدیک تصور نمی‌شوند، کیفیت پایینی دارند. همچنین مدل کیفیت ارقام تعهدی دیچو و دجو توسط نیکلز<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۲) تعدیل شد، در این مدل تغییرات در درآمد فروش و اموال، ماشین آلات و تجهیزات اضافه شدند به این دلیل که این اجزا افزون بر تاثیرات مستقیم‌شان روی جریان‌های نقدی عملیاتی، در چارچوب پیش‌بینی ارقام تعهدی جاری با اهمیت هستند. نیکلز نشان داد که افزودن این دو متغیر به مدل دیچو و دجو به طور با اهمیتی قدرت توضیحی‌اش را در رگرسیون مقطعی افزایش می‌دهد و در نتیجه خطای اندازه‌گیری کاهش می‌یابد.

دیاموند و ورچیا<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۱)، اصطلاح کیفیت افشا را به عنوان میزان تصمیمات درست اتخاذ شده توسط سرمایه‌گذاران در مورد قیمت های سهام منتج شده از افشا تعریف کردند در حالی که هاپکینز<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۶)، آن را میزان قابل درک بودن اطلاعات برای سرمایه‌گذاران تعریف کرده است.

در پژوهش‌هایی باری و بران<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۵)، کلز و همکاران (۱۹۹۵) و هاندا و لین<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۳) اثبات کردند که کیفیت افشا می‌تواند بر بازده سهام اثر بگذارد؛ آنها به این نتیجه رسیدند که کیفیت افشا بالاتر ریسک برآوردی بالقوه سرمایه‌گذاران را در رابطه با پارامترهای بازده سهام آینده و یا سود تقسیمی کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران ریسک سیستماتیک را به دارایی با اطلاعات کمتر در مقایسه با دارایی با اطلاعات بالاتر نسبت می‌دهند.

در این پژوهش کیفیت ارقام تعهدی به میزانی که ارقام تعهدی در جریان‌ات نقدی طرح‌ریزی شدند اشاره دارد (مسلی و همکاران، ۲۰۱۲: ۳۶) که برای محاسبه آن از مدل تعدیل شده کیفیت ارقام تعهدی توسط نیکلز (۲۰۰۲) استفاده شده است. برای سنجش کیفیت افشا از رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب برای دوره یکساله استفاده شده است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران منتشر می‌شود، این رتبه بندی با استفاده از وضعیت اطلاع‌رسانی ناشران از نظر قابلیت اتکا و به موقع بودن ارسال اطلاعات محاسبه شده است. بررسی معیار به موقع بودن اطلاعات بر اساس ارسال اطلاعات توسط شرکت (شامل اطلاعات پیش بینی درآمد هر سهم، صورتهای مالی میان دوره‌ایی حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه، صورت وضعیت پرتفوی، اظهار نظر حسابرس نسبت به پیش بینی درآمد هر سهم اولیه و

۶ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به صورتهای مالی میان دوره‌ای ۶ ماهه، صورتهای مالی حسابرسی نشده پایان سال، صورتهای مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهامداران) در مقاطع تعیین شده در دستورالعمل افشای اطلاعات و لحاظ نمودن تعداد روزهای تاخیر با توجه به مهلت مقرر در دستورالعمل صورت می‌گیرد. همچنین معیار قابلیت اتکا با توجه به میزان نوسان و تغییرات در پیش بینی‌های ارسالی و نیز تفاوت بین پیش بینی‌ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. در این پژوهش کیفیت افشا نهایی که همزمان به موقع بودن و قابلیت اتکا را در نظر می‌گیرد، برای طبقه بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا مورد استفاده قرار گرفته است.

سطح افشا شرکت رابطه معکوسی با سطح عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیرونی دارد (لانگ و لاندلم، ۱۹۹۶: ۴۶۹). مدیران اطلاعات خصوصی را افشا می‌کنند، چرا که سرمایه‌گذاران آن را به عنوان اطلاعات سانسور شده تفسیر می‌کنند و از این رو ارزش شرکت کاهش می‌یابد. افشا شرکتی، اطلاعات خصوصی را به اطلاعات عمومی تبدیل می‌کند و عدم تقارن اطلاعاتی را بین مدیران و سهامداران خارجی کاهش می‌دهد. به علاوه افشا افزایش یافته، به افراد برون سازمانی این اطمینان را می‌دهد که معاملات در قیمت‌های منصفانه انجام می‌شود که منجر به افزایش نقدینگی و کاهش هزینه سرمایه می‌شود.

مطالعات تئوری و تجربی شواهد مختلطی را در مورد ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا نشان می‌دهند. گروهی از پژوهشگران نشان دادند که مدیران اطلاعات را افشا می‌کنند چرا که سرمایه‌گذاران بیرونی اطلاعات افشا نشده را نامساعد می‌بینند و در نتیجه ارزش شرکت کاهش می‌یابد. عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سهامداران بیرونی تقاضا برای افشا بیشتر را ایجاد می‌کند و انگیزه‌ای را برای شرکت جهت افشا به وجود می‌آورد. یک استنباط این است که شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی ضعیف، افشا جامع‌تری را فراهم می‌آورند چرا که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران در چنین شرکت‌هایی بیشتر است؛ اگر معیار کیفیت اقلام تعهدی شرکت برای نشان دادن عدم تقارن اطلاعاتی بکار رود، این طور استدلال می‌شود که افشا به طور معکوس با کیفیت اقلام تعهدی مرتبط است. گروهی دیگر از پژوهشگران مدل تئوری را برای نشان دادن این که موسسات انگیزه کمتری برای افشا اطلاعات دارند، توسعه دادند مثل کیفیت سود کمتر. به این ترتیب استنباط دیگر شکل می‌گیرد به این نحو که شرکت‌های با کیفیت سود ضعیف اطلاعات کمتری را افشا می‌کنند چرا که سرمایه‌گذاران افشا چنین موسساتی را کمتر معتبر می‌دانند؛ در این مورد این طور استدلال می‌شود که کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا رابطه مستقیمی با هم دارند (مسلی و همکاران، ۲۰۱۲: ۳۷). در پژوهش فرانسیس و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۸) و همچنین پژوهش مسلی و همکاران

(۲۰۱۲)، استنباط اول به عنوان رابطه جانشین و استنباط دوم به عنوان رابطه مکمل بین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا تعبیر شده است.

مسلی و همکاران (۲۰۱۳) مربوط بودن عامل کیفیت اقلام تعهدی را در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مورد بررسی قرار دادند و با استفاده از رگرسیون مقطعی دو مرحله‌ای نشان دادند که عامل کیفیت اقلام تعهدی بازده مقطعی سهام را شرح می‌دهد، همچنین یافته‌ها نشان دهنده تاثیر کیفیت اقلام تعهدی در شرح نوسان سری زمانی بازده پرتفوی سهام می‌باشد.

اپرگیس و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۲) تاثیر اطلاعات حسابداری شرکت به ویژه نقش کیفیت سود را بر هزینه سرمایه شرکت و اینکه چطور بازده مازاد را تحت تاثیر قرار می‌دهد، مورد بررسی قرار دادند. تجزیه و تحلیل تجربی برای یک نمونه از شرکت‌های تولیدی امریکا و با استفاده از روش داده‌های ترکیبی انجام شد و یافته‌ها نشان داد که تمام اجزای اطلاعات حسابداری بر هزینه سرمایه شرکت‌ها موثراند و رابطه معکوسی با بازده مازاد شرکت‌ها دارند.

مسلی و همکاران (۲۰۱۲) ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا را با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که این عوامل تغییرات سری زمانی در بازده مازاد مجموعه مشابه‌ایی از پرتفولیوها را نشان می‌دهند و ماهیت جانشینی دارند.

فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) رابطه مکمل بین کیفیت سود و افشا داوطلبانه را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که موسسات با کیفیت سود خوب سطح بالاتری از افشا را در مقابل موسسات با کیفیت سود پایین انتخاب می‌کنند. به هر حال این رابطه وقتی آنها کیفیت سود را کنترل می‌کنند وجود نداشت.

کر و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۸) به بررسی این موضوع که آیا کیفیت اقلام تعهدی فاکتور ریسک قیمت‌گذاری شده است پرداختند و به شواهدی مبنی بر اینکه کیفیت اقلام تعهدی فاکتور ریسک قیمت‌گذاری شده می‌باشد، دست نیافتند.

فروغی و همکاران (۱۳۹۲) تاثیر کیفیت اقلام تعهدی را بر صرف ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۷ مورد بررسی قرار دادند، یافته‌های بررسی نشان دهنده عدم توانایی کیفیت اقلام تعهدی برای تبیین رفتار صرف ریسک سهام شرکت‌ها است.

دستگیر و رستگار (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین کیفیت سود، اندازه اقلام تعهدی و بازده سهام با کیفیت اقلام تعهدی با استفاده از داده‌های شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۶ پرداختند، که نتایج نشان دهنده رابطه مستقیم بین کیفیت سود

و کیفیت ارقام تعهدی است، ضمن اینکه با کاهش کیفیت ارقام تعهدی و افزایش اندازه ارقام تعهدی بازده سهام افزایش می‌یابد.

نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شش بعد کیفیت سود مبتنی بر اطلاعات حسابداری شامل کیفیت ارقام تعهدی، تغییر پذیری سود، ارقام تعهدی اختیاری، عامل مشترک، قابلیت پیش بینی سود و هموار بودن سود پرداختند، نتایج بررسی نشان دهنده وجود رابطه منفی معنادار بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام است.

رحمانی و فلاح نژاد (۱۳۹۰) تاثیر کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سرمایه را در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۷ بررسی کردند، نتایج بررسی نشان دهنده رابطه معنادار بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه سهام عادی است.

کردستانی و علوی (۱۳۸۹) تاثیر شفافیت سود حسابداری را بر هزینه سرمایه سهام عادی در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که شفافیت سود حسابداری بالاتری دارند هزینه سرمایه کمتری را تجربه می‌کنند.

به منظور بررسی تاثیر کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا بر صرف ریسک بازده، فرضیه‌های زیر مطرح شده است:

فرضیه ۱: کیفیت افشا تاثیر منفی بر صرف ریسک سهام دارد.

فرضیه ۲: کیفیت ارقام تعهدی تاثیر منفی بر صرف ریسک سهام دارد.

فرضیه ۳: کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی تاثیر منفی بر صرف ریسک سهام دارند.

### ۳. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به روش توصیفی، همبستگی و تحلیل رگرسیون است که در پی توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری می‌باشد و به لحاظ هدف از نوع کاربردی است و در گروه پژوهش‌های پس رویدادی قرار دارد. روش جمع آوری اطلاعات مبانی نظری کتابخانه‌ای، اینترنتی بوده و داده‌های مورد نیاز هم با استفاده از نرم افزار تدبیر پرداز و سایت کودال جمع آوری شده و پس از آماده سازی آنها با استفاده از نرم افزار اکسل، جهت برآورد روابط از نرم افزار ایویوز و روش داده‌های ترکیبی برای برآورد رگرسیون‌های خطی چند متغیره استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، با روش فیلترینگ شرکت‌هایی به عنوان نمونه در نظر گرفته شدند که در طی دوره پژوهش داده‌های در دسترس داشته باشند؛ جزء شرکت‌های سرمایه گذاری، مالی، هلدینگ و لیزینگ نباشند؛ پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد؛ در طی دوره پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند، از ابتدای دوره مورد بررسی تا انتهای آن در بورس پذیرفته شده باشند و در نهایت بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. با در نظر گرفتن موارد فوق ۳۸ شرکت که شرایط ذکر شده را دارا بودند به عنوان نمونه در نظر گرفته شدند.

متغیرهای پژوهش

صرف ریسک سهام، متغیر وابسته و عوامل کیفیت افشا، کیفیت اقلام تعهدی، صرف ریسک بازار، اندازه و ارزش متغیرهای وابسته اند. از آنجایی که هدف بررسی تاثیر دو عامل کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا بر صرف ریسک بازده می‌باشد، متغیرهای مستقل دیگر (متغیرهای فاما و فرنچ) به عنوان متغیرهای کنترلی در مدل‌ها بکار رفتند.

مدل‌های بکار رفته در پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{i,M}(R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_{iHML}HML_t + \beta_{iSMB}SMB_t + \beta_{iDQ}DQF_t + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{i,M}(R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_{iHML}HML_t + \beta_{iSMB}SMB_t + \beta_{iAQ}AQF_t + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{i,M}(R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_{iHML}HML_t + \beta_{iSMB}SMB_t + \beta_{iDQ}DQF_t + \beta_{iAQ}AQF_t + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$R_{i,t}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$  و  $R_{f,t}$ : نرخ بازده بدون ریسک در ماه  $t$  است که تفاضل این دو متغیر صرف ریسک بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$  می‌باشد. نرخ بازده بدون ریسک، نرخ سود یک ماهه اوراق مشارکت منتشر شده توسط دولت می‌باشد؛  $R_{M,t}$ : بازده بازار در ماه  $t$  است که از تفاضل آن و نرخ بازده بدون ریسک، صرف ریسک بازار در ماه  $t$  به دست می‌آید.  $HML_t$  و  $SMB_t$  به ترتیب عوامل ارزش و اندازه در ماه  $t$  و در نهایت  $DQF_t$  و  $AQF_t$  به ترتیب عوامل کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی می‌باشند.



برای بررسی تاثیر کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی بر صرف ریسک بازده سهام، هر یک از مدل‌های فوق با استفاده از روش داده‌های ترکیبی و با روش اثرات ثابت (بعد از انجام آزمون‌های چاو، ضریب لاکرانژ و هاسمن) برآورد شده است. جهت آزمون فرضیه اول از رابطه (۱)، آزمون فرضیه دوم از رابطه (۲) و جهت آزمون فرضیه سوم از رابطه (۳) استفاده شده است. با توجه به احتمال (Prob) به دست آمده از برآورد هر مدل، معناداری و با توجه به علامت ضریب آنها، نوع رابطه هر عامل با صرف ریسک سهام مورد سنجش قرار گرفته است. سرانجام برای درک نوع رابطه این دو عامل در شرح صرف ریسک سهام، به مقایسه ضرایب عوامل در سه مدل پرداخته شده است؛ چنانچه ضرایب معیارهای کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا در رابطه رگرسیونی (۳) که هر دو عامل را با هم در نظر گرفته بیشتر از روابط (۱) و (۲) باشد، رابطه مکملی و در غیر این صورت رابطه جانشینی بین دو متغیر در شرح صرف ریسک سهام وجود دارد. در ادامه به تشریح متغیرها و برآورد مدل‌ها می‌پردازیم.

#### تعریف متغیرها

عوامل ارزش (HML) و اندازه (SMB)

ابتدا شرکت‌ها در پایان هر سال بر اساس اندازه به دو پرتفوی شرکت‌های بزرگ (B) و شرکت‌های کوچک (S) تقسیم شده و در مرحله بعد بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به سه پرتفوی با نسبت ارزش دفتری بالا (H)، متوسط (M) و پایین (L) تقسیم شدند. به این ترتیب شش پرتفوی با توجه به اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تشکیل می‌شود که با استفاده از آنها قادر به محاسبه عوامل ارزش و اندازه خواهیم بود:

$$HML = 1/2(S/H + B/H) - 1/2(S/L + B/L)$$

$$SMB = 1/3(S/L + S/M + S/H) - 1/3(B/L + B/M + B/H)$$

عامل ارزش از تفاضل بازده پرتفوی شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالایی دارند از پرتفوی شرکت‌هایی که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایینی دارند به دست می‌آید و عامل اندازه نیز از تفاضل بازده پرتفوی شرکت‌هایی که اندازه کوچکی دارند از پرتفوی شرکت‌هایی که اندازه بزرگی دارند قابل محاسبه می‌باشد.

برای به دست آوردن عوامل کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی ابتدا به شرح معیار اندازه‌گیری کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی می‌پردازیم:

برای سنجش کیفیت افشا از رتبه بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب برای دوره یکساله استفاده شده است، همچنین معیار کیفیت ارقام تعهدی، انحراف استاندارد باقی مانده حاصل از مدل تعدیل شده دیچو و دچو طی سه سال گذشته است که به صورت مقطعی برآورد شده است:

$$TCA_{i,t} = \phi_i^0 + \phi_i^1 CFO_{i,t-1} + \phi_i^2 CFO_{i,t} + \phi_i^3 CFO_{i,t+1} + \phi_i^4 \Delta REV_{i,t} + \phi_i^5 PPE_{i,t} + \mathcal{V}_{i,t}$$

$$TCA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDebt_{i,t} - Depn_{i,t} =$$

کل ارقام تعهدی جاری

$$CFO_{i,t} = NIBE_{i,t} - TCA_{i,t} = \text{جریان نقدی عملیاتی}$$

$\Delta STDebt_{i,t}$ : تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت،  $\Delta CA_{i,t}$ : تغییر در داراییهای جاری  
 $Depn_{i,t}$ : هزینه استهلاک داراییهای مشهود و نامشهود،  $\Delta CL_{i,t}$ : تغییر در بدهی‌های جاری  
 $\Delta Cash_{i,t}$ : تغییر در وجه نقد جاری

$\Delta REV_{i,t}$ : تغییر در درآمد،  $PPE_{i,t}$ : ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات

#### عوامل کیفیت افشا و کیفیت ارقام تعهدی

ابتدا شرکت‌های نمونه بر اساس رتبه‌بندی کیفیت افشا در هر سال، به پنج پرتفوی تقسیم شده و بر اساس این طبقه‌بندی در هر ماه تفاضل بازده دو پرتفوی با کیفیت افشا پایین و دو پرتفوی با کیفیت افشا بالا به عنوان عامل کیفیت افشا (DQF) طی آن ماه محاسبه می‌شود و به همین ترتیب شرکت‌های نمونه بر اساس کیفیت ارقام تعهدی در هر سال به پنج پرتفوی تقسیم شدند و سپس با محاسبه تفاضل بازده ماهانه دو پرتفوی با کیفیت ارقام تعهدی پایین و کیفیت ارقام تعهدی بالا، عامل کیفیت ارقام تعهدی (AQF) به دست می‌آید.

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد:

نگاره ۱ آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
$R_{i,t} - R_{f,t}$	۰/۱۲۲۹۴۵	۰/۰۳۲۰۱۵	۲/۶۵۳۱۵۸	-۰/۶۵۳۸۵۵	۰/۳۳۹۴۳۹
$R_{M,t} - R_{f,t}$	-۰/۰۰۷۹۷۴	-۰/۰۱۲۶۲۷	۰/۱۲۲۵۵۰	-۰/۰۶۱۱۰۸	۰/۰۲۲۳۷۸
SMB	-۰/۰۲۹۷۶۱	-۰/۰۲۹۷۰۱	۰/۳۰۸۸۷۴	-۰/۳۵۳۳۳۴	۰/۱۱۴۶۰۷
HML	۰/۰۰۷۶۷۵	۰/۰۰۸۹۸۹	۰/۵۷۸۰۸۱	-۰/۴۳۹۱۹۳	۰/۱۷۹۷۹۸
AQF	-۰/۰۴۲۳۶۵	-۰/۰۰۹۷۸۵	۰/۲۳۰۴۵۶	-۰/۴۹۹۰۳۵	۰/۱۵۳۸۰۲
DQF	-۰/۰۷۸۳۳۲	-۰/۰۳۵۷۸۲	۰/۱۳۶۳۴۴	-۰/۷۴۴۴۵۳	۰/۱۷۲۹۸۵

۴- یافته‌های پژوهش

برای بررسی فرضیه‌های پژوهش مدل‌های رگرسیونی با روش داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج این برآوردها به شرح زیر می‌باشد:

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نگاره (۲) نتایج برآورد معادله رگرسیونی رابطه (۱) را نشان می‌دهد، همان طوری که انتظار داشتیم ضریب احتمال عامل کیفیت افشا نشان دهنده معناداری متغیر کیفیت افشا در سطح ۰/۹۹ در مدل می‌باشد. ضریب منفی این متغیر نشان دهنده رابطه منفی معیار کیفیت افشا با صرف ریسک سهام می‌باشد. متغیر عامل ارزش نیز در سطح ۰/۹۸ معنادار بوده و همچنین ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل ۷۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. به این ترتیب فرضیه ۱ مورد قبول واقع می‌شود.

متغیر وابسته:				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب احتمال
	-۰/۰۲۶۳۴۳	۰/۱۰۵۹۰۸	-۰/۲۴۸۷۳۷	۰/۸۰۳۶
SMB	-۰/۰۵۲۸۶۱	۰/۰۳۴۹۶۱	-۱/۵۱۱۹۹۱	۰/۱۳۰۶
HML	۰/۰۶۰۳۰۰	۰/۰۲۵۵۱۳	۲/۳۶۳۴۵۱	۰/۰۱۸۲
DQF	-۰/۴۲۵۰۴۰	۰/۰۲۶۵۳۴	-۱۶/۰۱۸۵۹	.
C	۰/۰۹۰۹۳۸	۰/۰۱۴۲۷۱	۶/۳۷۲۳۸۹	.

AR(1)	۰/۸۴۱۸۴۵	۰/۰۰۸۷۶۱	۹۶/۰۸۹۹۶	۰
R <sup>2</sup>	۰/۷۳۹۴۸۰	آماره F	۲۷۱/۸۸۵۹	
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۷۳۶۷۶۰	آماره دوربین واتسون	۱/۹۳۸۷۲۷	
معناداری آماره F	۰			

نگاره ۲ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

همان طوری که در نگاره (۳) نشان داده شده است، فرضیه ۲ نیز مورد قبول واقع می شود بدین نحو که عامل کیفیت اقلام تعهدی رابطه معکوس معناداری با صرف ریسک سهام دارد که به ترتیب توسط ضریب منفی و سطح معناداری ۰/۹۹ نشان داده شده است، متغیر کنترلی عامل اندازه نیز در سطح ۰/۹۹ معنادار می باشد. کل مدل هم با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده ۷۳ درصد، قادر به توضیح ۷۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته می باشد

نگاره ۳ نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر وابسته:				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب احتمال
	-۰/۰۴۸۴۲۶	۰/۱۰۵۶۸۰	-۰/۴۵۸۲۳۵	۰/۶۴۶۸
SMB	-۰/۲۵۹۳۴۰	۰/۰۴۰۴۴۰	-۶/۴۱۲۹۱۷	۰
HML	-۰/۰۳۰۰۳۵	۰/۰۲۵۸۷۰	-۱/۱۶۰۹۸۹	۰/۲۴۵۷
AQF	-۰/۴۷۷۵۷۱	۰/۰۳۱۶۹۸	-۱۵/۰۶۶۴۶	۰
C	۰/۰۹۳۹۹۵	۰/۰۱۵۰۲۶	۶/۲۵۵۳۶۸	۰
AR(1)	۰/۸۴۹۵۰۳	۰/۰۰۸۵۷۶	۹۹/۰۵۸۸۹	۰
R <sup>2</sup>	۰/۷۳۸۵۶۸	آماره F	۲۷۰/۶۰۳۶	
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۷۳۵۸۳۹	آماره دوربین واتسون	۱/۹۵۳۸۴۹	
معناداری آماره F	۰			

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیونی (۳) نشان دهنده رابطه معنادار هر دو عامل کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا با صرف ریسک سهام و قبول فرض فوق در سطح ۹۹ درصد است و عامل اندازه نیز در سطح ۰/۹۹ معنادار می‌باشد. این نتایج در نگاره (۴) نشان داده شده‌اند

نگاره ۴ نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر وابسته:		متغیر	
ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب احتمال
-۰/۰۳۵۳۵۱	۰/۱۰۴۵۱۴	۰/۳۳۸۲۴۲	۰/۷۳۵۲
-۰/۲۷۸۰۵۵	۰/۰۳۹۸۳۴	-۶/۹۸۰۳۸۴	.
۰/۰۰۷۹۰۴	۰/۰۲۵۶۱۸	۰/۳۰۸۵۱۲	۰/۷۵۷۷
-۰/۳۷۴۳۸۶	۰/۰۳۲۷۲۴	-۱۱/۴۴۰۶۵	.
-۰/۳۳۹۹۷۱	۰/۰۲۷۵۶۶	-۱۲/۳۳۳۱۷	.
۰/۰۷۲۱۷۴	۰/۰۱۴۶۳۷	۴/۹۳۰۸۸۶	.
۰/۸۴۶۹۶۳	۰/۰۰۸۶۲۲	۹۸/۲۳۰۹۶	.
۰/۷۴۹۴۳۳	آماره F	۲۷۹/۷۵۷۴	
۰/۷۴۶۷۵۴	آماره دوربین واتسون	۱/۹۵۷۳۴۰	
.	معناداری آماره F		

پس از برآورد مدلها همانند مسلی و همکاران با مقایسه ضرایب کیفیت افشا در نگاره (۲) و (۴) که از ۰/۴۲۵۰۴۰ به ۰/۳۳۹۹۷۱ کاهش یافته و همین طور ضرایب کیفیت اقلام تعهدی در نگاره‌های (۳) و (۴) که از ۰/۴۷۷۵۷۱ به ۰/۳۷۴۳۸۶ کاهش یافته و با توجه به اینکه ضریب تعیین تعدیل شده بهبود چندانی نیافته است، می‌توان به رابطه جانشینی بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در شرح رابطه معکوس با صرف ریسک سهام پی برد و اینکه این دو عامل حاوی اطلاعات مشابهی در شرح رابطه با صرف ریسک بازده هستند. چنانچه رابطه بین کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در ارتباط با صرف ریسک بازده سهام مکمل بود، نتایج برآورد رابطه رگرسیونی (۳) که تاثیر همزمان دو معیار را بر صرف ریسک مورد بررسی قرار می‌داد باید بهتر از روابط (۱) و (۲) بود که فقط تاثیر یک معیار (کیفیت افشا یا کیفیت اقلام تعهدی) را بر صرف ریسک بررسی می‌کرد.

## ۵. نتیجه گیری و پیشنهادها

مدلهای تجربی و تحلیلی شواهد متناقضی را در مورد ارتباط بین فاکتورهای ریسک اطلاعات و بازده سهام نشان می‌دهند. این پژوهش با هدف بررسی تاثیر دو عامل کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی بر صرف ریسک بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ با روش داده‌های ترکیبی انجام شده است. در پاسخ به این سوال که آیا معیارهای کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا به عنوان شاخص‌های ریسک اطلاعات، در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به عنوان معیارهای ریسک، قیمت‌گذاری شده اند یا نه، سه فرضیه مطرح شد و هر یک از معیارهای کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا یک بار به صورت جداگانه و بار دیگر هر دو معیار به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای سه عامله فاما و فرنچ اضافه شدند؛ نتایج آزمون مدلها نشان دهنده رابطه معنادار کیفیت افشا و کیفیت اقلام تعهدی در ارتباط با صرف ریسک بازده می‌باشد. به این ترتیب مطابق با تئوری‌هایی که نقشی را برای ریسک اطلاعات در قیمت‌گذاری دارایی قائل هستند نتایج نشان دهنده تاثیر کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا بر بازده سهام می‌باشد. نتایج مطابق با یافته‌های به دست آمده از پژوهش اپرگیس و همکاران (۲۰۱۲) می‌باشد که رابطه معکوس تمام اجزای کیفیت اطلاعات را با بازده مازاد شرکت‌ها دریافتند. همچنین این نتیجه مطابق با یافته‌های دستگیر و رستگار (۱۳۹۰)، رحمانی و فلاح نژاد (۱۳۹۰)، کردستانی و علوی (۱۳۸۹) و نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) و همین طور مغایر با نتیجه به دست آمده از پژوهش فروغی و همکاران (۱۳۹۲) می‌باشد. از طرف دیگر با استفاده از نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش و مقایسه ضرایب آنها، نوع رابطه دو عامل کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا در شرح رابطه با صرف ریسک بازده، رابطه جانشینی می‌باشد و چنانچه استفاده کنندگان از اطلاعات مالی شرکت از هر یک از این عوامل در بررسی سهام استفاده کنند نتایج تقریباً مشابهی را به دست می‌آورند این یافته مطابق با مسلی و همکاران (۲۰۱۲) است و استنباط اول ذکر شده در مبانی نظری مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

نتایج تجربی حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که معیارهای کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا عوامل موثری در توضیح صرف ریسک سهام می‌باشند و از آنجایی که حاوی اطلاعات مشابهی هستند استفاده از حداقل یکی از آنها در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌تواند مفید واقع شود.

با توجه به نتایج پژوهش و تاثیر معنادار معیارهای ریسک اطلاعات بر صرف ریسک بازده سهام شرکت‌ها، هر سرمایه‌گذار می‌تواند با توجه به درجه ریسک پذیری خود، شرکت‌هایی را انتخاب کند که با سطح ریسک‌پذیری وی سازگار است.

در پایان به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که برآوردها را با تشکیل پرتفولیوهایی که بر اساس صنعت تشکیل شدند انجام دهند؛ از سایر معیارها برای تعیین وجود یا عدم وجود کیفیت ارقام تعهدی و کیفیت افشا استفاده کنند و اثر اضافه کردن متغیرهای کنترلی دیگر به مدل را در تعیین رابطه بین عوامل کیفیت اطلاعات با مازاد بازده سهام مورد بررسی قرار دهند.

#### یادداشت‌ها

- |                          |                  |
|--------------------------|------------------|
| 1-Sharpe                 | 15-Francis et al |
| 2-Fama and French        | 16-Apergis et al |
| 3-Kotulic and Clark      | 17-Core et al    |
| 4-Gary et al             |                  |
| 5-Douglas                |                  |
| 6-Mouselli et al         |                  |
| 7-Coles et al            |                  |
| 8-Lambert et al          |                  |
| 9-Dechow and Dichev      |                  |
| 10-Nichols               |                  |
| 11-Diamond and Verrcchia |                  |
| 12-Hupkins               |                  |
| 13-Barry and Brown       |                  |
| 14-Handa and Linn        |                  |

#### کتاب‌نامه

- ۱- داگلاس، ایوان. (۱۹۴۶). *اقتصاد مدیریت*. ترجمه سید جواد پور مقیم، تهران: نشرنی.
- ۲- دستگیر، محسن و مجید رستگار. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه ارقام تعهدی و بازده سهام با کیفیت ارقام تعهدی. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۱): ۱-۲۰.
- ۳- رحمانی، علی و فرهاد فلاح نژاد. (۱۳۹۰). تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲(۳): ۱۷-۲۹.
- ۴- فروغی، داریوش، امیری، هادی و هادی شیخی. (۱۳۹۲). تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر صرف ریسک سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۵(۱): ۱۳-۲۷.
- ۵- کردستانی، غلامرضا و سید مصطفی علوی. (۱۳۸۹). بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۲: ۴۳-۶۱.
- ۶- نیکومرام، هاشم و پیمان امینی. (۱۳۹۰). کیفیت سود و هزینه سرمایه. *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۰: ۱۸۳-۲۱۵.

- 7- Apergis, N., VArtikis, G., Eleftheriou, S. & Sorros, J. (2012). «Accounting Information, the Cost of Capital and Excess Stock Returns: The Role of Earnings Quality-Evidence from Panel Data». *International Business Research*, 5, 123-135.
- 8- Barry, C.B., and S.J. Brown. (1985). «Differential Information and Security Market Equilibrium». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20: 407-422.
- 9- Gary c. Biddle, gilles Hilary, Rodrigo s. Verdi. (2009). «How Does Financial Reporting Quality Related to Investment Efficiency?» *Journal of accounting and economics*, 4:112-131.
- 10- Coles, J., U. Loewenstein, J. Suay. (1995), «On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30, 347-374.
- 11- Core, John E, Guay, Wayne R. & Verdi, Rodrigo. (2008). «Is Accruals Quality a Priced Risk Factor». *Journal of Accounting and Economics*, 46, 12-22.
- 12- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). «The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors». *The Accounting Review*, 77, 35–59.
- 13- Diamond, D W, & Verrecchia, R. E. (1991). «Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital». *Journal of Finance*, 46, 1325–1359.
- 14- Dye, R. (1985). «Disclosure of Nonproprietary Information». *Journal of Accounting Research*, 23, 123–145.
- 15- Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). «Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital». *Journal of Accounting Research*, 46, 53–99.
- 16- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (1993). «Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds». *Journal of Financial Economics*, 33, 3–56.
- 17- Handa, P., and S.C. Linn. (1993). «Arbitrage Pricing with Estimation Risk». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, 81-100.
- 18- Hopkins, P. (1996). «The Effect of Financial Statement Classification of Hybrid Financial Instruments on Financial Analysts' Stock Price Judgements». *Journal of Accounting Research*, 34, 33–50.
- 19- Hussainey, K., & Mouselli, S. (2010). «Disclosure Quality and Stock Returns in the UK». *Journal of Applied Accounting Research*, 11, 473–504.



- 20- Kotulic, A., G. Clark J., G (2004). «Why There Aren't More Information Security». *Research Studies, Information Management* 41, 597-607.
- 21- Lambert, Richard. Leuz, Christian. Verrecchia, Robert E. (2006). «Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital». *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420.
- 22- Lang, M., & Lundholm, R. (1996). «Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior». *The Accounting Review*, 71, 467-492.
- 23- Mouselli, S., Jaafar, A., & Hussainey, K. (2012). «Accruals Quality vis-à-vis Disclosure Quality: Substitutes or Complements?» *The British Accounting Review*, 44,36-46.
- 24- Mouselli, S., Jaafar, A., & Goddard, G. (2013). «Accruals Quality, Stock Returns and Asset Pricing: Evidence from the UK». *International Review of Financial Analysis*, 30, 203-213
- 25- Nichols, M., (2002). «Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors». *Accounting Review*, 77, 61-69.
- 26- Richardson, V. (2000). «Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence». *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15,325-347.
- 27- Sharpe, William F. (1964). «Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk». *The Journal of Finance*, 19: 425-442.
- 28- Verrecchia, R. (2001). «Essays in Disclosure». *Journal of Accounting and Economics*, 32: 97-180.