

بهزاد قربانی^۱

داریوش فروغی^۲

هادی امیری^۳

سیدعباس هاشمی^۴

تاریخ پذیرش: ۹۱/۸/۸

تاریخ دریافت: ۹۱/۵/۳

چکیده

این پژوهش تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره زمانی ده ساله (از سال 1380 الی 1389) مورد بررسی قرار می دهد. در این پژوهش برای اندازه گیری کیفیت گزارشگری مالی از شاخص کیفیت سود بر اساس مدل فرانسیس (2005)، و برای محاسبه نوسان بازده غیر متعارف سهام نیز از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (1993) استفاده شده است. تحلیل داده های این پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده های ترکیبی انجام گرفته است. نتایج پژوهش نشان می دهد که کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیری معکوس دارد. همچنین نتایج پژوهش دلالت بر وجود تأثیر مستقیم متغیرهای بازده سالانه سهام، اهرم مالی، جریان نقدی عملیاتی سال آینده، بر نوسان بازده غیر متعارف سهام و نیز تأثیر معکوس اندازه شرکت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، دارد.

واژه های کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی، نوسان بازده غیر متعارف سهام، کیفیت اقلام تعهدی.

۱- دانشجوی دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات اصفهان، (مسئول مکاتبات) b.g_accountant@yahoo.com

۲- استادیار حسابداری، دانشگاه اصفهان، ایران

۳- استادیار اقتصاد، دانشگاه اصفهان، ایران

۴- استادیار حسابداری، دانشگاه اصفهان، ایران

۱- مقدمه

در پی رسوایی‌های مالی اخیر نظیر انرون، ورلداکام، پارمالات و اهلدا، اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به سیستم‌های گزارشگری مالی ضعیف شده و کیفیت گزارشگری مالی به عنوان یک عامل مهم در تعیین اعتبار و قابلیت اعتماد ارقام گزارش شده مطرح شده است. در نتیجه، تعیین کیفیت اطلاعات حسابداری منتج از سیستم‌های گزارشگری مالی و نتایج حاصل از آن، مورد علاقه سرمایه‌گذاران، مدیران، قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردها قرار گرفته است (سجادی و محمدی، 1389). هرگونه تحقیق در زمینه نحوه اثرگذاری اطلاعات حسابداری بر طیف وسیع تصمیم‌گیرندگان ذی نفع در شرکت‌ها، به درک بهتر از چگونگی نقش این اطلاعات و ضرورت افشای بیشتر و بهتر آنها کمک می‌کند. از آنجا که سهامداران و اعتباردهندگان دو گروه اصلی استفاده‌کننده اطلاعات مالی اند و فراهم آوردن اطلاعات مربوط و قابل اتکا برای این دو گروه، از دغدغه‌های اصلی مدیریت و سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری به شمار می‌رود، توجه به کیفیت اطلاعات تهیه شده برای این دو گروه ضرورتی خاص دارد (لو^۱، 2007).

در این راستا محققان حسابداری به دنبال افزایش کیفیت گزارشگری مالی به عنوان ابزاری برای ادای مسئولیت پاسخگویی بوده اند. ارتباط و همبستگی بین ارقام حسابداری و قیمت و بازده سهام در تحقیقات زیادی نظیر بیور (1968) و بال و براون (1968) مورد بررسی و تایید قرار گرفته است. این تحقیقات نشان دهنده ارتباط بین سود تعهدی به دست آمده از سیستم حسابداری و بازده سهام می‌باشد و نشان می‌دهند که گزارشات مالی یک منبع

اساسی در ارزشیابی اوراق بهادار شرکتهاست. تحقیقات دیگری نظیر هاگرم و دیگران^۲ (1984) و ریبورن^۳ (1986) نشان دهنده استفاده از ارقام حسابداری در ارزشیابی سهام و ارتباط بین ارقام حسابداری و قیمت سهام می‌باشد. (لو، 2007)

نوسان پذیری بازده سهام، نیز یکی از موضوع‌های بحث برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است (للداکیس^۴، 2004). دلیل این گرایش به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده سهام شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها و همچنین کل اقتصاد برمی‌گردد. از طرف دیگر، سودمندی مطالعه نوسان پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آنها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خطی مشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر و دیگران^۵، 2008). در اکثر تحقیقات بازده غیر متعارف سهام را بر اساس تفاوت بین بازده پیش بینی شده و بازده واقعی سهام تعریف کرده اند (راجکوپال و ونتاچاکالام، 2011). با توجه به اینکه نوسان بازده غیر متعارف کاربردهایی برای مواردی از قبیل تنوع بخشی پورتفوی، مدیریت فعال پورتفوی، رابطه بین ریسک و پاداش و ارزشیابی حق تقدم دارد، بررسی عوامل موثر بر آن می‌تواند مهم باشد.

حال مساله اصلی این است که با توجه به مطالبی که در بالا به آنها اشاره شد تا کنون هیچ پژوهشی در داخل کشور به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیر متعارف سهام نپرداخته است و در خارج از کشور نیز به جز پژوهش‌های انجام

گرفته توسط چن و دیگران (2011)، راجکوپال و ونکاتاجالام^۶ (2011) و کوتاری (2000) پژوهش دیگری نیز در این زمینه صورت پذیرفته است، لذا این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ برای این مسأله است که آیا کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

چارچوب و یا تعریف واضح و آشکاری از کیفیت گزارشگری مالی که فراگیر باشد در ادبیات حسابداری وجود ندارد (مک دانیل و همکاران^۷، 2002)؛ (تورنر^۸، 2001)؛ (انجمن حسابداران رسمی آمریکا، 2000)؛ (کمیته بلوریون^۹، 1999). در یک مورد هیئت استانداردهای حسابرسی^{۱۰} از هیئت استانداردهای حسابداری مالی^{۱۱} برای تعریف کیفیت گزارشگری مالی راهنمایی خواست که هیئت استانداردهای حسابداری مالی به بیانیه مفهومی شماره 2 استناد نمود (جنکینز^{۱۲}، 2000). هیئت استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه مفهومی شماره 2 استدلال میکند که کیفیت می باید برحسب اهداف کلی گزارشگری مالی، یعنی فراهم کردن اطلاعات سودمند برای استفاده کنندگان جهت تصمیم های سرمایه گذاری، اعطای اعتبار و مانند آن تعریف شود (بیانیه مفهومی شماره 2). این هیئت سپس ویژگیهای کیفی لازم برای تامین اهداف بیان شده را تعریف می نماید. طبق مدل هیئت، خصوصیات کیفی شامل مربوط بودن (ارزش پیش بینی، ارزش تأییدکنندگی و بموقع بودن)، اتکاپذیر بودن (رسیدگی پذیری، بیان صادقانه و بیطرفی)، ثبات رویه و مقایسه پذیر بودن است. هیئت تصدیق

میکند که این یک ارزیابی ذهنی است و اغلب می باید بین مربوط بودن و اتکاپذیر بودن تعادل برقرار شود. وریست^{۱۳} (2009) کیفیت گزارشگری مالی را سودمند بودن اطلاعات حسابداری و رقم سود گزارش شده برای استفاده کنندگان برون سازمانی می داند. بال و همکاران (2003) شواهدی ارائه می نمایند که انگیزه تهیه کننده صورتهای مالی، کیفیت گزارشگری مالی را تحت تأثیر قرار می دهد. تحقیقات قبلی ((چن و دیگران، 2011)، راجکوپال و ونکاتاجالام، 2011)، (کوتاری، 2000)) اشاره نموده اند که گزارشگری مالی با کیفیت و صورتهای مالی شفاف می تواند پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله کاهش نوسان بازده غیر متعارف سهام داشته باشد. به عبارت دیگر هر چه صورتهای مالی شرکتها، و بطور خاص سود گزارش شده توسط شرکتها، با کیفیت تر باشد از آنجا که بر اساس فرضیه بازار کارا انتظار می رود این اطلاعات در قیمت سهام متبلور شده باشد، لذا قیمت سهام دچار نوسان کمتری خواهد بود. توضیح این رابطه می تواند به این گونه باشد که از آنجا که حسابداری تعهدی مستلزم برآورد جریان های نقدی آتی و تخصیص معقول جریان های نقدی وصولی مربوط به گذشته است، بنابراین با برآورد خطاهایی که نقش سودمند ارقام تعهدی را برای سرمایه گذاران در یک محیط نامتقارن اطلاعاتی کاهش می دهد در ارتباط است ((دیچف و دیگران^{۱۴}، 2010)، (گو و دیگران^{۱۵}، 2005)، (دیچف و دیچو^{۱۶}، 2002)). نوسان بالای ارقام تعهدی می تواند نشان دهنده سطح بالایی از اعمال نظرهای مدیریتی (گو و دیگران، 2005) و سطح بالایی از جابجایی های زمانی بین سود و جریانهای نقدی واقعی (بندیوپدهی و دیگران^{۱۷}، 2011) باشد که

اساس SMB و HML و عوامل بتای بازار محاسبه میشود. البته استفاده از هر دو معیار به استنباط های یکسانی منجر می شود (راجکوپال و ونتاچاکالام، 2011).

همچنین تحقیقات صورت گرفته حاکی از آن است که متغیرهای دیگری نیز بر نوسان بازده غیر متعارف تأثیر گذار است. ولتیناهو^{۱۸} (2002) نشان داد که بازده سهام شرکت تابعی از اخبار منتشر شده درباره بازده مورد انتظار و اخبار انتشار یافته درباره جریان های نقدی غیر متظره است. به کلام دیگر نوسان بازده غیر متعارف مربوط به واریانس جریان نقدی است. هانلون و همکاران^{۱۹} (2004) به این نتیجه رسیدند که عملکرد عملیاتی، که در قالب نسبت سود یا جریان نقدی عملیاتی به جمع داراییها تعریف می شود، با نوسان بازده سهام در یک مقطع زمانی رابطه منفی دارد. دافی^{۲۰} (1995) مشاهده کرد که عملکرد بازده سهام با نوسان بازده رابطه منفی دارد. پاستور و ورونسی^{۲۱} (2003) نشان دادند که شرکت های کوچکتر نوسان های بازده بالاتری را تجربه می کنند. انتظار می رود رابطه ای منفی بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نوسان بازده غیر متعارف وجود داشته باشد، زیرا شرکتهایی که فرصتهای رشد بزرگتری دارند احتمالاً نوسان بازده سهامشان بیشتر است (راجکوپال و ونتاچاکالام، 2011) و همچنین شرکتهایی که از اهرم بالاتری استفاده می کنند، احتمالاً بحرانهای مالی بیشتری را تجربه می کنند و انتظار می رود رابطه ای مثبت بین نوسان بازده سهامشان و اهرم مالی آنها در یک مقطع زمانی وجود داشته باشند (راجکوپال و ونتاچاکالام، 2011).

تحقیقات صورت گرفته نشان میدهند فاکتورهای دیگری نیز به غیر از کیفیت سود می توانند افزایش

ممکن است به خطاهای برآوردی بیشتری منجر شود.

با وجود پشتوانه های نظری این موضوع، شواهد تجربی کمی، به ویژه در کشورمان، در مورد این ادعا جمع آوری شده است. راجکوپال و ونکاتاجالام (2011) چنین نتیجه می گیرند که پایین آمدن کیفیت گزارشگری مالی با افزایش نوسان بازده غیر متعارف در ارتباط است. کوتاری (2000) افزایش نوسان بازده غیر متعارف سهام را در کشورهای مختلف جهان بررسی کرد و به این نتیجه رسید که شفافیت اطلاعات صورتهای مالی با روند نوسان بازده غیر متعارف سهام در ارتباط است. چن و دیگران (2010) نشان دادند که روند فزاینده در نوسان بازده غیر متعارف به کیفیت پایین اطلاعات قابل نوسان های مربوط به اقلام تعهدی می باشد.

در تحقیقات پیشین ((چن و دیگران، 2011)، (راجکوپال و ونتاچاکالام، 2011)، (ژانگ، 2010)، (فاما و فرنچ، 1993))، نوسان بازده غیر متعارف سهام را عموماً با استفاده از دو اندازه متفاوت مورد محاسبه قرار داده اند: VAR^{raw} و VAR^{Fadj} .

VAR^{raw} به میانگین ماهانه واریانس بازده شرکت در طی یک سال اطلاق می شود. واریانس ماهانه بازده های خام به صورت واریانس بازده های ناخالص روزانه در طول یک ماه ضربدر تعداد روزهایی که معاملات در طول یکماه انجام می شوند، محاسبه می شود (راجکوپال و ونتاچاکالام، 2011). VAR^{Fadj} به میانگین مازاد واریانس ماهانه بازده های اضافی که توسط بازده مورد انتظار مدل سه عاملی فاما و فرنچ (1993) تعدیل می شود، اطلاق میگردد. مازاد بازده به عنوان باقی مانده رگرسیون بازده های روزانه سهام یک شرکت بر

3) تغییرات در نقش علامت دهی کیفیت سود در مورد جریان های نقدی آتی شرکت: انتظار می رود افزایش مدیریت سود درستی و دقت علامت دهی سود را کاهش دهد و بنابراین با افزایش نوسان بازده غیر متعارف مرتبط است. از اینرو در صورتیکه مدیریت سود توسط سرمایه گذاران کشف شود می تواند اطلاعات اضافی را برای سرمایه گذاران فراهم نماید (واتز و زیمرمن، 1986). به عنوان مثال سابرامانیا^{۲۴} (1996) دریافت که اقلام تعهدی اختیاری تأثیرات ارزشی مثبتی دارند، و این اقلام تعهدی اختیاری اولاً ارتباط مثبتی با بازده های همزمان دارند و ثانیاً سودآوری آتی و تغییرات در سود تقسیمی را نیز پیش بینی می نمایند. بدرشر و دیگران^{۲۵} (2008) نشان دادند که صرف نظر از اینکه انگیزه مدیریت سود فرصت طلبی یا اطلاع رسانی باشد، اقلام تعهدی میتواند در مورد جریان های نقدی آتی آگاهی بخش باشد.

پس از اینکه به ادبیات و مبانی نظری پژوهش اشاره شد، اینک به پژوهش های انجام گرفته مرتبط با موضوع پژوهش در داخل و خارج از کشور پرداخته می شود.

موزلی و دیگران^{۲۶} (2012) در پژوهشی تحت عنوان «کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا» به بررسی ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت افشا پرداخته اند و نشان داده اند که چگونه این دو متغیر برای توضیح تغییرات سری زمانی در بازده پورتنوی ها جانشین یا مکمل یکدیگر می شوند.

کالیمپالی و نایاک^{۲۷} (2012) در پژوهشی با عنوان «نوسان بازده غیر متعارف و نقدشوندگی» به دنبال تعیین گستره ای هستند که سرمایه گذاران نگران تأثیر نوسان پذیری و نقدشوندگی بر انتشار اوراق قرضه شرکتها هستند. نتایج این پژوهش نشان

نوسان بازده غیر متعارف را توضیح دهند. این فاکتورها به سه دسته تقسیم می شوند:

1) تغییر در اطلاعات مربوط به سود در طول زمان: فرانسیس و دیگران (2002) یک بررسی در مورد اطلاعاتی های منتشر شده به عنوان بخشی از افشاهای سود شرکت انجام دادند و دریافتند که افزایش موقتی در نوسان بازده به هنگام اعلام سود با این افشاهای همزمان ارتباط مثبت دارد. کالینز و دیگران^{۲۲} (2009) یافتند که افزایش موقتی در سودهای گزارش شده شرکتها به خاطر صرف نظر نمودن از اقلامی نظیر زیان ناشی از کنارگذاری داراییها بوده است. علاوه بر این آنها دریافتند که سودهای غیر عادی بطور قابل توجهی ارتباط مثبتی با حجم معاملات و نوسان بازده در حوالی اعلام سود دارند. در کل این تحقیق ها نشان میدهند که افشاهای وسیع میتواند به افزایش موقتی در نوسان بازده قابل انتساب باشد.

1) تغییرات در پیچیدگی و مهارت^{۲۳} سرمایه گذاران در طول زمان: لی (1992) اثبات نمود که معامله کنندگان جزء (و تقریباً ناآگاه) خریداران اصلی سهام در حوالی زمانهای رخداد وقایع مرتبط با سود می باشند. علاوه بر این هریس (2003) نشان داد که نوسان های زودگذر به خاطر معامله سهام توسط افراد ناآگاه است. از اینرو یک توضیح جایگزین برای افزایش نوسان بازده غیر متعارف در طول زمان می تواند نسبت مالکیت سهام توسط معامله کنندگان ناآگاه باشد. برخی یافته ها نیز نشان می دهد که نوسان های بازده بخاطر خرید و فروش سهام به امید سودهای اضافی، بدون در نظر گرفتن عوامل بنیادی آن می باشد (گراهام و دیگران، 2005).

روندی افزایشی دارد. آنها در پژوهش خود نشان دادند که چگونه ایجاد تغییر در نسبت مالکیت سهام توسط نهادهای مالی، نوسان بازده غیر متعارف سهام را توضیح می دهد.

پاستور و ورونسی (2003) در پژوهش خود با عنوان «ارزشیابی سهام و آگاهی پیرامون قابلیت سودآوری»، رابطه بین نامتقارنی اطلاعات و نوسان بازده را در محیطی که به سرمایه گذاران اطلاعات لازم در مورد عدم اطمینان پیرامون قابلیت سودآوری شرکت ارائه می شود، بررسی نموده اند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که شرکت های جوان تر و شرکت هایی که هیچ سودی پرداخت نکرده اند دارای نوسان بیشتری در بازده سهامشان می باشند. قابلیت سودآوری شرکت ها نیز بخاطر افزایش در نوسان بازده غیر متعارف، دچار افزایش نوسان شده است.

کوتاری (2000) در تحقیقی با عنوان «نقش گزارشگری مالی در کاهش ریسکهای مالی در بازار»، با اشاره به جهانی شدن بازارهای مالی و محصول بیان می دارد که علاقه قانونگذاران و مشارکت کنندگان در بازار به بهبود کیفیت گزارشگری مالی در سطح جهان، افزایش یافته است. وی افزایش نوسان بازده غیر متعارف سهام را در کشورهای مختلف جهان بررسی کرد و به این نتیجه رسید که شفافیت اطلاعات صورتهای مالی با روند نوسان بازده غیر متعارف سهام در ارتباط است. همچنین کاهش عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرات مطلوبی بر روی هزینه سرمایه و نوسان قیمت اوراق بهادار دارد.

طبق بررسیهای به عمل آمده و جستجوهای صورت گرفته در مورد موضوع این تحقیق، هیچگونه پژوهش مشابهی در داخل ایران صورت نگرفته است. با اینحال نتایج برخی از پژوهش های

می دهد که نوسان پذیری و نقد شوندگی تأثیر با اهمیتی بر میزان انتشار اوراق قرضه شرکتها دارد.

راجکوپال و ونکاتاجالام (2011) در پژوهشی تحت عنوان «کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیر متعارف»، یک دوره زمانی 40 ساله را مورد آزمون قرار داده و به این نتیجه رسیده اند که پایین آمدن کیفیت گزارشگری مالی با افزایش نوسان بازده غیر متعارف در ارتباط است.

چن و دیگران (2010) در پژوهشی تحت عنوان «نوسان بازده غیر متعارف و کیفیت اطلاعات تحت اعمال نظریات مدیریتی^{۲۸}» به بررسی نوسان بازده غیر متعارف بین سالهای 1978 تا سال 2009 پرداخته اند و چنین نتیجه گرفته اند که این نوسان در اثر نوسان اقلام تعهدی اختیاری و همبستگی موجود بین سود قبل از اعمال نظریات مدیریتی و اقلام تعهدی اختیاری که منعکس کننده کیفیت اطلاعات منتشر شده توسط شرکتها می باشد، ایجاد شده است.

وی و ژانگ (2006) در پژوهشی تحت عنوان «چرا سهام برخی از شرکتها دارای نوسان بیشتری است؟» دریافته اند که علت نوسان های بیشتر سهام دسته ای از شرکت ها نسبت به سهام سایر شرکت ها از سال 1976 تا سال 2000، بخاطر اطلاعات حسابداری فصلی (3 ماهه) منتشر شده توسط آن شرکت هاست. بطور میانگین در طول این دوره سود شرکت ها رو به کاهش داشته و نوسان قیمت سهام شرکت ها رو به افزایش بوده است.

ژو و مالکیل (2003) به انجام پژوهشی تحت عنوان «بررسی رفتار نوسان بازده غیر متعارف» مبادرت ورزیده اند و با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (1993) به این نتیجه رسیده اند که نوسان قیمت دسته ای خاص از سهام در طول زمان

بودن فعالیت، چرخه عملیاتی و پیچیدگی محیط فعالیت شرکت رابطه منفی دارد.

قائمی و دیگران (1387) در پژوهش خود با عنوان «کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌ها» رابطه بین کیفیت سود از طریق ارقام تعهدی و اجزای تشکیل دهنده آن با بازده عادی و غیرعادی سهام را مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد بازده سهام شرکتها، تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر بین بازده شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها به کمترین و بیشترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معنی داری وجود دارد.

۳- فرضیه پژوهش

کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد که بصورت تجربی به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام می‌پردازد. از طرف دیگر این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت از نوع تحقیقات همبستگی است و تحلیل داده‌ها با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه انجام گرفته است. داده‌های مورد نیاز جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز به روش اسنادکاو و با مراجعه به بانک‌های اطلاعاتی مرتبط با عملکرد شرکت‌ها نظیر نرم افزارهای «ره آورد نوین» و «تدبیر پرداز» و سایت‌های اینترنتی «مدیریت پژوهش»، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار^{۲۹}، «سازمان

صورت پذیرفته که نسبتاً مرتبط با موضوع این پژوهش می‌باشد در ادامه ارائه شده است.

کردستانی و رحیمی (1390) به پژوهشی با عنوان «بررسی عوامل تعیین کننده انتخاب سطح کیفیت گزارشگری مالی و اثرات اقتصادی آن در بازار سرمایه» پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش دلالت بر وجود یک رابطه مثبت معنادار بین مالکیت نهادی و سطح کیفیت گزارشگری مالی دارد. بین رشد فروش، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و اهرم مالی و سطح کیفیت گزارشگری رابطه معناداری وجود نداشته است. همچنین بین سطح کیفیت گزارشگری مالی با هزینه سرمایه سهام عادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری مشاهده نشده است.

فخاری و طاهری (1389) در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به دنبال یافتن شواهدی در خصوص نقش سرمایه‌گذاران نهادی در نوسان پذیری بازده سهام می‌باشند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد و نهایتاً با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهامداران، از نوسان‌پذیری بازده سهام کاسته می‌شود.

بادآور نهندی (1388) به انجام پژوهشی با عنوان «تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل مؤثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایران» پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی با سودآوری و کارایی مدیریت شرکت رابطه مثبت و با رقابت در بازار محصول، محافظه‌کاری مدیریت، اندازه، سرمایه بر

- هیچ وقفه معاملاتی بیشتر از شش ماه در دوره مذکور نداشته باشند.
- اطلاعات صورت های مالی آنها بصورت کامل و پیوسته در دوره مورد بررسی در دسترس باشد. پس از حذف شرکت هایی که ویژگیهای فوق الذکر را دارا نبودند تعداد 69 شرکت باقی ماند که این تعداد شرکت به عنوان شرکت های نمونه انتخاب شدند.

۵- متغیرها و مدل های پژوهش

- شاخص کیفیت گزارشگری مالی بر اساس مدل دیچف و دیچو (DD) و فرانسیس

این اندازه مبتنی بر رویکرد پیشنهادی توسط دیچف و دیچو (DD) (2002) و فرانسیس (2005) است. بر اساس این رویکرد، کیفیت سود در وهله نخست توسط کیفیت اقلام تعهدی تعیین می شود، زیرا سود حسابداری را می توان به عنوان جمع جریانهای نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی بازنمایی کرد. چنین تصویری وجود دارد که اقلام تعهدی حسابداری جریانهای نقدی عملیاتی آتی را پیش بینی می کنند، و جریانهای نقدی جاری و یا بازگشت جریانهای نقدی گذشته را منعکس می نمایند. خطای اندازه گیری در تعیین اقلام تعهدی می تواند توانایی اقلام تعهدی را برای پیش بینی جریانهای نقدی آتی یا انعکاس جریانهای نقدی گذشته و حال بصورت بالقوه تحریف نماید. ایده اصلی که مد نظر دیچف و دیچو (2002) بوده است، تعیین دامنه این خطای اندازه گیری در طرح ریزی و برآورد اقلام تعهدی و جریانهای نقدی است. واریانس این خطای اندازه گیری می تواند به عنوان اندازه معکوس کیفیت سود در نظر گرفته

بورس اوراق بهادار^{۳۰} و «مرکز آمار ایران^{۳۱}» در سازمان بورس اوراق بهادار جمع آوری شده است. برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی از شاخص کیفیت سود بر اساس مدل فرانسیس (2005) که بر پایه مدل دیچف و دیچو (DD) (2002) شکل گرفته است، استفاده شده است. برای محاسبه نوسان بازده غیر متعارف سهام نیز مدل سه عاملی فاما و فرنچ (1993) مورد استفاده قرار گرفته است. متغیر مستقل این پژوهش کیفیت گزارشگری مالی و متغیر وابسته این پژوهش نوسان بازده غیر متعارف سهام می باشد، و متغیرهای کنترلی شامل نوسان جریان نقدی عملیاتی، جریان نقدی عملیاتی، بازده سالانه سهام، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، اهرم مالی، مربع بازده سالانه سهام، نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی، جریان نقدی عملیاتی سال آینده می باشد که نحوه محاسبه هر کدام جداگانه در ادامه توضیح داده شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. دوره زمانی این پژوهش نیز از سال 1380 تا سال 1389 است. روش نمونه گیری بر مبنای روش هدفمند یا حذف سیستماتیک می باشد و شرکتهایی که ویژگیهای زیر را داشتند به عنوان شرکت های نمونه انتخاب شده اند:

- سال مالی آنها به آخر اسفند ماه هر سال ختم شود.
- به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال های مورد بررسی، شرکت ها باید تا پایان اسفند 1378 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری های مالی با توجه به ماهیت متفاوت درآمدها و هزینه ها، نباید جزو این گروه از شرکت ها باشند.

بر اساس رابطه (1)، اگر کیفیت ارقام تعهدی بالا باشد آنگاه ارقام تعهدی می تواند عمده تغییر در جریان های نقدی جاری، گذشته و آینده را منعکس نماید و در نتیجه باقیمانده خاص شرکت (ε_{it}) در رابطه (1) مبنای کیفیت سود مورد استفاده در این پژوهش را شکل می دهد. به صورت مشخص، شاخص کیفیت سود به عنوان انحراف استاندارد از باقیمانده های شرکت i تعریف می شود. هر قدر انحرافات استاندارد باقیمانده ها بالاتر باشد، به نشانه ارقام تعهدی ضعیف تر و کیفیت سود پایین تر تعبیر می شود.

• نوسان بازده غیر متعارف سهام:

برای اندازه گیری بازده غیر متعارف سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (1993) استفاده شده است که به صورت رابطه (4) است:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + \tau_{i,t} \quad (4)$$

$R_{i,t} - R_{f,t}$: صرف ریسک سهام شرکت i ماه t
 $R_{m,t} - R_{f,t}$: صرف ریسک بازار در ماه t , SMB_t : عامل اندازه شرکت ها در ماه t , HML_t : عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در ماه t

برای اندازه گیری نوسان بازده غیر متعارف سهام از (VAR^{FFadj}) از رابطه (5) استفاده شده است، بدین نحو که پس از به کار گیری مدل سه عاملی و به دست آمدن پسماندهای ماهیانه، واریانس سالیانه پسماندهای ماهیانه این مدل محاسبه گردیده و به عنوان شاخص نوسان بازده غیر متعارف سهام به کار گرفته شده است.

$$VAR_{it} = \sigma^2 \varepsilon_{it} \quad (5)$$

شود. به زعم فرانسیس و همکاران (2005) و مک نیکولاس (2002) اندازه محاسبه شده برای کیفیت سود را می توان با کنترل دو عامل مهم تعیین کننده ارقام تعهدی یعنی رشد درآمد فروش و میزان دارائیهای ثابت مشهود (اموال، ماشین آلات و تجهیزات) بهبود بخشید. بنابراین رابطه (1) برای اندازه گیری کیفیت گزارشگری مالی بیان می شود:

$$TCA_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 CF_{it-1} + \varphi_2 CF_{it} + \varphi_3 CF_{it+1} + \varphi_4 \Delta REV_{it} + \varphi_5 PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$TCA_{i,t}$: جمع ارقام تعهدی جاری شرکت i در سال t
 $CF_{i,t}$: جریانهای نقدی شرکت i در سال t
 $\Delta REV_{i,t}$: تغییر در درآمد فروش شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$, $PPE_{i,t}$: ارزش ناخالص (بهای تمام شده) اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت i در سال t
 جمع ارقام تعهدی جاری (TCA) از رابطه (2) به دست می آید:

$$TCA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta CASH_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t} \quad (2)$$

$\Delta CA_{i,t}$: تغییر در داراییهای جاری شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$, $\Delta CL_{i,t}$: تغییر در بدهیهای جاری شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$, $\Delta CASH_{i,t}$: تغییر در موجودی نقد شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$, $\Delta STDEBT_{i,t}$: تغییر در تسهیلات مالی دریافتی کوتاه مدت شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$

جریانهای نقدی شرکت i در سال t ($CF_{i,t}$) نیز از رابطه (3) به دست می آید.

$$CF_{i,t} = NIBE_{i,t} - TCA_{i,t} + DEPN_{i,t} \quad (3)$$

$NIBE_{i,t}$: سود خالص قبل از ارقام غیرمترببه شرکت i در سال t , $TCA_{i,t}$: جمع ارقام تعهدی جاری شرکت i در سال t , $DEPN_{i,t}$: هزینه های استهلاک شرکت i در سال t

شرکت هستند که حداقل 20 درصد سهام شرکت را دارا باشند.

(9) جریان نقدی عملیاتی سال آینده (CFO_{t+1}): در قالب نسبت جریان نقدی عملیاتی سال آینده به میانگین جمع داراییهای سال جاری تعریف می‌شود.

مدل مورد استفاده برای بررسی ارتباط بین متغیرهای تحقیق

برای تحلیل داده‌ها و بررسی روابط بین متغیرها از مدل با داده‌های ترکیبی بر مبنای (رابطه 6) که تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام را پس از کنترل سایر متغیرهای کنترلی بررسی می‌نماید، استفاده شده است.

(6)

$$VAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EQ_{i,t-1} + \alpha_2 VCFO_{i,t-1} + \alpha_3 CFO_{i,t-1} + \alpha_4 RET_{i,t-1} + \alpha_5 ESIZ_{i,t-1} + \alpha_6 BM_{i,t-1} + \alpha_7 LEV_{i,t-1} + \alpha_8 RET^2_{i,t-1} + \alpha_9 INST_{i,t-1} + \alpha_{10} CFO_{i,t+1}$$

$VAR_{i,t}$: نوسان بازده غیر متعارف سهام شرکت i در سال t که برای محاسبه آن از مدل سه عاملی فاما و فرنچ استفاده شده است، $EQ_{i,t-1}$: کیفیت گزارشگری مالی شرکت i در سال $t-1$ ، $VCFO_{i,t-1}$: نوسان جریان نقدی عملیاتی شرکت i در سال $t-1$ ، $CFO_{i,t-1}$: جریان نقدی عملیاتی شرکت i در سال $t-1$ ، $RET_{i,t}$: بازده سالانه سهام شرکت i در سال t ، $BM_{i,t-1}$: اندازه شرکت i در سال $t-1$ ، $BM_{i,t-1}$: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت i در سال $t-1$ ، $LEV_{i,t-1}$: اهرم مالی شرکت i در سال $t-1$ ، $RET^2_{i,t-1}$: مربع بازده سالانه سهام شرکت i در سال $t-1$ ، $INST_{i,t-1}$: نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در سال $t-1$ ، $CFO_{i,t+1}$: جریان نقدی عملیاتی شرکت i در سال $t+1$.

$VAR_{i,t}$: نوسان بازده غیر متعارف سهام شرکت i در سال t ، $\sigma^2 \varepsilon_{i,t}$: واریانس سالیانه پسماندهای ماهیانه شرکت i در ماه t پس از به کارگیری مدل سه عاملی

• متغیرهای کنترلی

(1) نوسان جریان های نقدی ($VCFO$): در قالب واریانس جریان نقدی عملیاتی هر سال تقسیم بر جمع داراییهای پایان هر سال در طول یک پنجره زمانی سه ساله متوالی محاسبه می‌شود.

(2) جریان نقدی عملیاتی (CFO): در قالب نسبت جریان نقدی عملیاتی به متوسط جمع داراییها (دارایی پایان دوره بعلاوه دارایی اول دوره تقسیم بر (2) محاسبه می‌شود.

(3) بازده سالانه سهام (RET): در قالب بازده سالانه ناشی از خرید و نگهداری سهام تعریف می‌شود.

(4) اندازه شرکت ($SIZE$): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت چهار ماه پس از پایان سال مالی یعنی پایان تیر ماه هر سال.

(5) نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM): در قالب نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار شرکت در پایان هر سال.

(6) اهرم مالی (LEV): در قالب نسبت ارزش دفتری بدهیهای بلندمدت به ارزش دفتری جمع داراییها در پایان هر سال.

(7) مربع بازده سالانه سهام (RET^2): در قالب مربع بازده سالانه ناشی از خرید و نگهداری سهام تعریف می‌شود.

(8) نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی ($INST$): برابر است با نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی به کل سهامداران شرکت در پایان سال. سهامداران نهادی آن دسته از سهامداران

آزمون های انجام گرفته در پژوهش

در نگاره شماره ۲ نتایج آزمون های صورت پذیرفته در تحقیق به صورت یکجا آورده شده است. این آزمون ها شامل آزمون F لیمر، آزمون معناداری مدل رگرسیونی پژوهش، آزمون آزمون بررسی عدم خودهمبستگی مدل رگرسیونی پژوهش و آزمون فرضیه پژوهش و اثر هر یک از متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته پژوهش می باشد.

لازم به ذکر است که EQ و سایر متغیرهای کنترلی مربوطه به این دلیل با یک سال تاخیر محاسبه می شوند که از پس ماندهای ارتباطات همزمان بین نوسان بازده غیر متعارف سهام و مدل کیفیت گزارشگری مالی و سایر متغیرهای کنترلی اجتناب گردد.

۶- نتایج پژوهش

اطلاعات مربوط به کمینه، بیشینه، میانگین، میانه و انحراف معیار هریک از متغیرها در نگاره شماره ۱ آمده است.

نگاره شماره ۱- آمار توصیفی مربوط به هر یک از متغیرها

نام متغیر	نماد	کمینه	بیشینه	میانگین	میانه	انحراف معیار
نوسان بازده غیر متعارف	VAR	1/421479	2424/695	121/1778	82/03411	152/2591
کیفیت گزارشگری مالی	EQ	0/000113	0/23052	0/02608	0/020175	0/024283
نوسان جریان نقدی عملیاتی	VCFO	0/000013	0/681	0/014299	0/005623	0/043222
جریان نقدی عملیاتی	CFO	-0/333531	1/657309	17206/0	0/150685	0/168892
بازده سالانه سهام	RET	-0/63287	4/94614	0/352805	0/174308	0/668031
اندازه شرکت	SIZE	9/46101	17/06072	12/75858	12/55312	1/492418
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	0/000244	3/576457	0/572672	0/427409	0/463809
اهرم مالی	LEV	0/000445	0/67927	0/086395	0/05276	0/095161
مربع بازده سالانه سهام	RET ²	0/.....119	31/51271	0/656968	0/088435	2/1928
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INST	0	97/69	51/68581	51/91	24/9892

نگاره شماره ۲- نتایج آزمون های صورت پذیرفته

$VAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EQ_{i,t-1} + \alpha_2 VCFO_{i,t-1} + \alpha_3 CFO_{i,t-1} + \alpha_4 RET_{i,t-1} + \alpha_5 ESIZ_{i,t-1} + \alpha_6 BM_{i,t-1} + \alpha_7 LEV_{i,t-1} + \alpha_8 RET^2_{i,t-1} + \alpha_9 INST_{i,t-1} + \alpha_{10} CFO_{i,t+1}$					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	عرض از مبدأ
کیفیت گزارشگری مالی	EQ	117/5224	2/298878	0/0219	عرض از مبدأ
نوسان جریان نقدی عملیاتی	VCFO	-42/16548	-0/424892	0/6711	کیفیت گزارشگری مالی
جریان نقدی عملیاتی	CFO	16/22297	0/387874	0/6983	نوسان جریان نقدی عملیاتی
بازده سالانه سهام	RET	68/02051	4/432958	0/0000	جریان نقدی عملیاتی

$$VAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EQ_{i,t-1} + \alpha_2 VCFO_{i,t-1} + \alpha_3 CFO_{i,t-1} + \alpha_4 RET_{i,t-1} + \alpha_5 ESIZ_{i,t-1} + \alpha_6 BM_{i,t-1} + \alpha_7 LEV_{i,t-1} + \alpha_8 RET^2_{i,t-1} + \alpha_9 INST_{i,t-1} + \alpha_{10} CFO_{i,t+1}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
اندازه شرکت	SIZE	-8/488971	-2/277218	0/0232
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	-7/399647	-0/522903	0/6013
اهرم مالی	LEV	49/26239	2/183038	0/0295
مربع بازده سالانه سهام	RET ²	-2/130276	-1/023055	0/3067
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INST	0/095964	0/420230	0/6745
جریان نقدی عملیاتی سال آینده	CFO _{t+1}	60/73365	2/609671	0/0093
آماره دوربین- واتسون	1/966675		R ²	0/199012
سطح معناداری آماره F	0/000000		آماره F	7/804486
سطح معناداری F لیمر	0/0000		آماره F لیمر	6/519223

آزمون F لیمر

این مدل 1/966675 می باشد. از آنجایی که این مقدار بین حد بالا و تفاضل آن از 4 قرار دارد، بین باقیمانده ها مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون F لیمر از آنجا که سطح معناداری F لیمر 0/0000 است و چون این مقدار از 0/05 کمتر است، بنابراین از روش داده های تابلویی در برآورد مدل رگرسیونی چند متغیره (6) استفاده می شود.

آزمون فرضیه پژوهش

همانطور که در بخش های قبل اشاره شد برای آزمون فرضیه اصلی پژوهش از مدل رگرسیونی (6) استفاده شده است. جهت بررسی معنادار بودن ضریب همبستگی از آماره t در سطح خطای $\alpha = 0/05$ استفاده شده است. فرضیه پژوهش از لحاظ آماری به این صورت بیان می شود:

H_0 : کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری ندارد.

H_1 : کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می گردد که سطح معناداری α_1 برابر با 0/0219 می باشد و چون این مقدار از 0/05 کوچکتر می باشد، فرضیه H_0 تأیید نمی شود و فرضیه پژوهش تایید می گردد. از

آزمون معناداری مدل رگرسیونی پژوهش

برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. در صورتی که احتمال آماره F از 0/05 کمتر باشد مدل معنادار است. با توجه به اینکه احتمال آماره F محاسبه شده برابر است با 0/000000 و این عدد از 0/05 کمتر است، این بدین معنی است که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

آزمون بررسی عدم خودهمبستگی مدل رگرسیونی پژوهش

برای بررسی عدم خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی (6) از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. مقدار دوربین واتسون محاسبه شده برای

آنجا که α_1 مثبت می باشد ($\alpha_1 = 117/5224$)، این یعنی اینکه بین پسماندهای مدل کیفیت گزارشگری مالی (DD) و نوسان بازده غیر متعارف سهام ارتباط مثبت وجود دارد و با توجه به ارتباط معکوس بین پسماندهای مدل کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت گزارشگری مالی می توان نتیجه گرفت که بین کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیر متعارف سهام ارتباطی منفی وجود دارد.

این مقدار از 0/05 کوچکتر می باشد، بازده سالانه سهام بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری دارد و با توجه به مثبت بودن α_4 (68/02051)، می توان نتیجه گرفت که بازده سالانه سهام بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر مستقیم دارد.

تأثیر اندازه شرکت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می گردد که سطح معناداری α_5 برابر با 0/0232 می باشد و چون این مقدار از 0/05 کوچکتر می باشد، اندازه شرکت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری دارد و با توجه به منفی بودن α_5 (-8/488971)، می توان نتیجه گرفت که اندازه شرکت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معکوس دارد.

تأثیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می گردد که سطح معناداری α_6 برابر با 0/6013 می باشد و چون این مقدار از 0/05 بزرگتر می باشد، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری ندارد.

تأثیر اهرم مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می گردد که سطح معناداری α_7 برابر با 0/0295 می باشد و چون این مقدار از 0/05 کوچکتر می باشد، اهرم مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری دارد و با توجه به مثبت بودن α_7 (49/26239)، می

بررسی تأثیر متغیرهای کنترلی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

تأثیر نوسان جریان نقدی عملیاتی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می گردد که سطح معناداری α_2 برابر با 0/6711 می باشد و چون این مقدار از 0/05 بزرگتر می باشد، نوسان جریان نقدی عملیاتی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری ندارد.

تأثیر جریان نقدی عملیاتی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می گردد که سطح معناداری α_3 برابر با 0/6983 می باشد و چون این مقدار از 0/05 بزرگتر می باشد، جریان نقدی عملیاتی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری ندارد.

تأثیر بازده سالانه سهام بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می گردد که سطح معناداری α_4 برابر با 0/0000 می باشد و چون

۷- نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به دنبال یافتن تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام بوده است. با توجه به نتایج رگرسیون پسماندهای مدل کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیری مثبت دارد و با توجه به رابطه عکس بین این پسماندها و کیفیت گزارشگری مالی، این نتیجه حکایت از وجود تأثیر معکوس کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام دارد. با توجه به ضریب همبستگی بین این دو متغیر در صورتیکه کیفیت گزارشگری مالی یک واحد افزایش یابد نوسان بازده غیر متعارف سهام 117 واحد کاهش می‌یابد. مبانی نظری پژوهش نیز این نتیجه‌گیری را تایید می‌نماید. راجکوپال و ونتاچاکالام (2011) و چن و دیگران (2010) در پژوهش‌های خود وجود رابطه ای معکوس بین کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیر متعارف سهام را نتیجه گرفته‌اند. از لحاظ مباحث مالی می‌توان چنین نتیجه‌گیری را اینگونه تفسیر نمود که از آنجا که افزایش کیفیت گزارشگری مالی منجر به افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران از اطلاعات مربوط به عملیات درون شرکت می‌گردد، با توجه به فرضیه بازار کارا انتظار بر این است که این اطلاعات در قیمت سهام منعکس گردد که در این صورت نوسان بازده غیر متعارف سهام با کاهش مواجه خواهد شد. همچنین در این پژوهش مشخص گردید بازده سالانه سهام بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر مستقیم دارد. با توجه به ضریب همبستگی بین این دو متغیر در صورتیکه بازده سالانه سهام یک واحد افزایش یابد نوسان بازده غیر متعارف سهام 68 واحد افزایش می‌یابد. البته این نتیجه برخلاف نتیجه پژوهش دافی

توان نتیجه گرفت که اهرم مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر مستقیم دارد.

تأثیر مربع بازده سالانه سهام بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می‌گردد که سطح معناداری α_8 برابر با 0/3067 می‌باشد و چون این مقدار از 0/05 بزرگتر می‌باشد، مربع بازده سالانه سهام بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری ندارد.

تأثیر نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می‌گردد که سطح معناداری α_9 برابر با 0/6745 می‌باشد و چون این مقدار از 0/05 بزرگتر می‌باشد، نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری ندارد.

تأثیر جریان نقدی عملیاتی سال آینده بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

با توجه به نتایج آزمون مشاهده می‌گردد که سطح معناداری α_{10} برابر با 0/0093 می‌باشد و چون این مقدار از 0/05 کوچکتر می‌باشد، جریان نقدی عملیاتی سال آینده بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری دارد و با توجه به مثبت بودن α_{10} ($\alpha_{10} = 60/73365$)، می‌توان نتیجه گرفت که جریان نقدی عملیاتی سال آینده بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر مستقیم دارد.

می باشد. آنها نشان دادند که شرکت‌هایی که اهرمی تر هستند بحرانهای مالی بیشتری را تجربه می کنند و به این دلیل رابطه ای مثبت بین نوسان بازده سهامشان و اهرم مالی آنها در یک مقطع زمانی وجود داشته است. از لحاظ مباحث مالی می توان چنین نتیجه گیری را اینگونه تفسیر نمود که هرچه شرکت اهرمی تر باشد (یعنی بدهی های شرکت بالاتر باشد) ریسک آن شرکت نیز بالاتر می رود و از آنجا که نوسان بازده غیر متعارف سهام معیاری برای ارزیابی ریسک شرکت ها نیز می باشد در نتیجه مطابق با انتظار این متغیر نیز بالاتر می رود. نهایتاً یافته بعدی این پژوهش تأثیر مستقیم جریان نقدی عملیاتی سال آینده بر نوسان بازده غیر متعارف سهام می باشد. با توجه به ضریب همبستگی بین این دو متغیر در صورتیکه جریان نقدی عملیاتی سال آینده یک واحد افزایش یابد نوسان بازده غیر متعارف سهام 60 واحد افزایش می یابد. این نتیجه گیری نیز با نتیجه پژوهش راجکوپال و ونتاچاکالام (2011) مطابق می باشد. از لحاظ مباحث مالی می توان چنین نتیجه گیری را اینگونه تفسیر نمود که وقتی جریان نقدی عملیاتی سال آینده افزایش یابد انتظار بر این است که روند شرکت سودآورتر شده باشد و با افزایش سودآوری شرکت قیمت سهام آن شرکت نیز بالا می رود و به تبع آن بازده و نوسان بازده سهام شرکت نیز با افزایش مواجه می شود.

با توجه به نتایج این پژوهش پیشنهاد می شود نهادهای متولی قانونگذاری مالی نظیر سازمان حسابرسی قوانین و استانداردها را به سمتی پیش برند که منجر به افزایش کیفیت گزارشات مالی و به تبع آن کاهش نوسان های بازده گردد. همچنین سازمان بورس اوراق بهادار کشور در مواجهه با

(1995) می باشد. وی مشاهده نمود که عملکرد بازده سهام با نوسان بازده رابطه منفی دارد. از لحاظ مباحث مالی می توان چنین نتیجه گیری را اینگونه تفسیر نمود که هنگامی که بازده سالانه سهام یک شرکت بالا می رود انتظار افزایش در قیمت سهام این شرکت در سرمایه گذاران به وجود می آید و با توجه به اینکه نوسان بازده غیر متعارف سهام از طریق واریانس گیری از بازده های سهام به دست می آید با افزایش بازده سهام این واریانس نیز افزایش می یابد. از دیگر یافته های این پژوهش تأثیر معکوس اندازه شرکت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام می باشد. با توجه به ضریب همبستگی بین این دو متغیر در صورتیکه اندازه شرکت یک درصد واحد افزایش یابد نوسان بازده غیر متعارف سهام 8 واحد کاهش می یابد. این نتیجه گیری مطابق با پژوهش پاستور و ورونسی (2003) می باشد که نشان دادند شرکت‌های کوچکتر نوسان های بازده بالاتری را تجربه می کنند و هرچه اندازه شرکت بزرگتر شود نوسان بازده کمتر می شود. از لحاظ مباحث مالی می توان چنین نتیجه گیری را اینگونه تفسیر نمود که هرچه اندازه شرکت بزرگتر شود با توجه به اینکه حجم مبنای سهام این شرکت برای معامله در بورس بالاتر می رود نوسان قیمتی سهام این شرکت کمتر می شود، زیرا برای ایجاد تغییر در قیمت سهام این شرکت نیاز به معاملات بیشتری نسبت به شرکت های کوچکتر می باشد. یافته دیگر این پژوهش تأثیر مستقیم اهرم مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام می باشد. با توجه به ضریب همبستگی بین این دو متغیر در صورتیکه اهرم مالی یک واحد افزایش یابد نوسان بازده غیر متعارف سهام 49 واحد افزایش می یابد. این نتیجه نیز مطابق با نتیجه پژوهش راجکوپال و ونتاچاکالام (2011)

- activity, and managerial discretion. Working Paper, University of Waterloo.
- 6) Dechow, P., Dichev, I., 2002. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Suppl.): pp 35–59.
 - 7) Fama, E., French, K., 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33: pp 3–56.
 - 8) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39: pp 295–327.
 - 9) Kalimipalli, M., Nayak, S., 2012. Idiosyncratic volatility vs. liquidity? Evidence from the US corporate bond market. *Journal of Financial Intermediation*, 21, pp 217–242.
 - 10) Kothari, S.P., 2000. The role of financial reporting in reducing financial risks in the market. In: Rosengren, Eric, Jordan, John (Eds.), *Building an Infrastructure for Financial Stability*. Federal Reserve Bank of Boston: pp 89–102.
 - 11) Luo, T. 2007. Essays on the determinants and effects of financial reporting quality. A dissertation for the degree of Doctor of Philosophy. University of Wisconsin-Madison.
 - 12) Mouselli, S., Jaafar, A., Hussainey, K. 2012. Accruals quality vis-à-vis disclosure quality: Substitutes or complements? *The British Accounting Review*: 44, pp 36–46
 - 13) Pastor, L., Veronesi, P., 2003. Stock valuation and learning about profitability. *Journal of Finance* 58: pp 1749–1789.
 - 14) Rajgopal, S., M. Venkatachalam, 2011. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics* 51: pp 1–20.
 - 15) Verriest, A., 2009. What Determines Change in Financial Reporting Quality? *Job Market Paper*.
 - 16) Wei, S.X., Zhang, C., 2006. Why did individual stocks become more volatile? *Journal of Business* 79: pp 259–292.
 - 17) Xu, Y., Malkiel, B.G., 2003. Investigating the behavior of idiosyncratic volatility. *Journal of Business* 76: pp 613–644.
 - 18) Zhang, C. 2010. A Re-examination of the Causes of Time-Varying Stock Return Volatilities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45: pp 663–684

شرکتهای کوچکتر و شرکتهایی با بدهی بالاتر با دقت نظر بیشتری برخورد نمایند چرا که این شرکتهای نوسان های بازده بیشتری را تجربه می نمایند. به سرمایه گذاران نیز پیشنهاد می گردد به منظور اجتناب از ریسک بالاتر در سهام شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که کیفیت گزارشگری آنها بالاتر است. به منظور انجام تحقیقات آتی نیز پیشنهاد می شود محققان این پژوهش را به تفکیک صنایع مختلف بورس انجام دهند تا نتایج دقیق تری به دست آید.

فهرست منابع

- ۱) بادآور نهندی، یونس. (۱۳۸۸). تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل مؤثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایران. پایان نامه دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
- ۲) سجادی، سید حسین و محمدی، کامران. (۱۳۸۹). مفهوم کیفیت سود و روش های ارزیابی آن. www.jit.blogfa.com.
- ۳) فخاری، حسین و طاهری، عصمت الصادات. (۱۳۸۹). بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۶، صص ۱۵۹–۱۷۲.
- ۴) قائمی، محمد حسین و لیوانی، علی جمال و ده بزرگی سجادی. (۱۳۸۷). کیفیت سود و بازده سهام شرکت ها. بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵ شماره ۵۲ صص ۸۱–۷۷
- 5) Chen, C., Huang, A.G., Jha, R., 2010. Idiosyncratic return volatility, economic

- ¹ - Luo
- ² -Hagerman et al
- ³ -Rayburn
- ⁴ - Leledakis
- ⁵ - Zafar et al
- ⁶ - Rajgopal and Venkatachalam
- ⁷ - McDaniel et al
- ⁸ - Turner, L. E
- ⁹ - Blue Ribbon Committee
- ¹⁰ -Auditing Standards Board (ASB)
- ¹¹ -Financial Accounting Standards Board (FASB)
- ¹² - Jenkins
- ¹³ - Verriest
- ¹⁴ - Dechow et al
- ¹⁵ - Gu et al
- ¹⁶ - Dechow and Dichev
- ¹⁷ - Bandyopadhyay et al
- ¹⁸ - Vuolteenaho
- ¹⁹ - Hanlon et al
- ²⁰ - Duffie
- ²¹ - Pastor and Veronesi
- ²² - Collins et al
- ²³ - sophistication
- ²⁴ - Subramanyam
- ²⁵ - Badertscher et al
- ²⁶ - Mouselli et al
- ²⁷ - Kalimipalli,Nayak
- ²⁸ -Managerial Discretion
- ²⁹ -www.rdis.ir
- ³⁰ -www.seo.ir
- ³¹ -www.sci.org.ir