

تاثیر ریسک اطلاعات بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت و بلند مدت

زهرا هوشمند نقابی¹

چکیده

با توجه به اهمیت جذب سرمایه در بازار بورس ایران و اینکه مهمترین منبع اطلاعات سرمایه گذاران گزارش های مالی شرکت می باشد لذا انجام تحقیق می تواند **بینش** جدیدی برای دولت و شرکت ها جهت کنترل موثر بازار و حمایت از سرمایه گذارها باشد. پژوهش از نظر ماهیت و روش توصیفی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی بوده و از آنجایی که در پژوهش حاضر وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع آوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی و از نوع پس رویدادی گنجانده می شود. در مسیر انجام این پژوهش، چهار فرضیه تدوین و ۱۳۲ شرکت از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک برای دوره زمانی ۸ ساله بین ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ انتخاب شده و داده های مربوط به متغیرها با نرم افزار آماری ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد: که کیفیت گزارشگری مالی رابطه معکوس و معناداری با مالکان نهادی با افق کوتاه مدت دارد همچنین با مالکان نهادی با افق بلند نیز رابطه مستقیم دارد از این رو فرضیه اول و دوم مورد پذیرش قرار می گیرد. در فرضیه سوم این نتیجه حاصل شد که متغیر اثر تعاملی (کیفیت گزارشگری مالی*ریسک اطلاعات) در فرضیه سوم (افق کوتاه مدت مالکان نهادی) دارای ضریب منفی می باشد که نشان می دهد ریسک اطلاعات، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و مالکان نهادی با افق کوتاه مدت را در جهت منفی تعدیل می کند. همچنین، مشاهده می شود که متغیر نشانگر اثر تعاملی (کیفیت گزارشگری مالی*ریسک اطلاعات) در فرضیه چهارم (افق بلند مدت مالکان نهادی) دارای ضریب مثبت می باشد که نشان می دهد ریسک اطلاعات، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و مالکان نهادی با افق بلند مدت را در جهت مثبت تعدیل می کند.

واژگان کلیدی: ریسک اطلاعات، کیفیت گزارشگری مالی، افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت، افق سرمایه گذاران نهادی بلند مدت.

مقدمه

مطالعات اخیر به بررسی تاثیر ریسک اطلاعات بر تصمیم های قیمت گذاری در بازارهای سرمایه پرداخته اند. به ویژه، مطالعات تجربی حسابداری از کیفیت سود به عنوان عامل ریسک اطلاعات ویژه شرکت استفاده کرده و رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده اند (آبودی و همکاران، ۲۰۰۵؛ بوتوسان، ۱۹۹۷؛ بوتوسان و پلوملی، ۲۰۰۵؛ فرانسس و همکاران، ۲۰۰۴، ۲۰۰۵). بسیاری از مطالعات **رابطه معکوس بین هزینه سرمایه و کیفیت سود** پیدا کرده اند. ایسلی و اهارا (۲۰۰۴) و لامبرت و همکاران (۲۰۰۷) از سیستم های نظری برای تبیین این رابطه استفاده کرده اند. ایسلی و اهارا (۲۰۰۴) بر نامتقارنی اطلاعات بین سرمایه گذاران تمرکز کرده اند. سرمایه گذارانی که اطلاعات کمی دارند، صرف بازده را برای شرکت هایی با نامتقارنی زیاد اطلاعاتی (یعنی شرکت هایی که ریسک اطلاعات زیادی دارند) تقاضا می کنند، زیرا به این نتیجه می رسند که نسبت به سرمایه گذاران مطلع دچار ضرر می شوند.

فرانسس و همکاران (۲۰۰۴، ۲۰۰۵) به صورت تجربی مفاهیم نظری را با تحلیل تاثیر کیفیت ارقام تعهدی به عنوان شاخصی برای ریسک اطلاعات سطح شرکت (دقت یا نامتقارنی) بر هزینه سرمایه و بازده سهام اثبات کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که هزینه های بدهی و سرمایه برای شرکت های با کیفیت ارقام تعهدی پایین نسبت به شرکت های با کیفیت بالای ارقام تعهدی بیشتر است و بازده سهام به طور معنی داری بسته به میزان کیفیت ارقام تعهدی تغییر می کند. بسیاری از مطالعات پیشین به بررسی این مساله پرداخته اند که آیا کیفیت ارقام تعهدی یک فاکتور ریسک پذیر است یا نه؟ برخی از پژوهشگران گزارش کرده اند که کیفیت ارقام تعهدی یک فاکتور ریسک است که تاثیر

¹ گروه حسابداری و مدیریت، واحد اسلامشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). zahra.hooshmande@gmail.com

معنی‌داری بر هزینه سرمایه و دقت قیمت‌گذاری دارد (آبودی و همکاران، ۲۰۰۵؛ بارت و همکاران، ۲۰۱۳؛ باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۲؛ کیم و کی، ۲۰۱۰؛ اوگنوا، ۲۰۱۲). با این وجود، برخی از مطالعات نیز به این نتیجه رسیده‌اند که کیفیت اقلام تعهدی تاثیر معنی‌داری بر هزینه سرمایه یا تصمیم‌های قیمت‌گذاری ندارد (کوهن، ۲۰۰۸؛ کور و همکاران، ۲۰۰۸؛ خان، ۲۰۰۸؛ مک‌اینز، ۲۰۱۰؛ موهانرام و راجگوپال، ۲۰۰۹). بنابراین تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر این دو متغیر هنوز اثبات نشده است.

علاوه بر آن، تفاوت کیفی بین بازارهای توسعه یافته و نوظهور مانع استفاده از هزینه سرمایه می‌شود. نسبت سرمایه‌گذاران فردی در بازارهای نوظهور سرمایه نسبتاً بیشتر است که منجر به افزایش نامتقارنی اطلاعات بین دو نوع فعال بازار می‌شود. بنابراین، بازده قیمت سهام در مقابل نوسانات نامنظم بسیار آسیب‌پذیر است. در نتیجه، استفاده از بازده‌های سهام به عنوان شاخصی برای هزینه سرمایه در بازارهای نوظهور می‌تواند باعث خطای اندازه‌گیری شود که نتایج پژوهش را مبهم می‌سازد (کیم و همکاران، ۲۰۱۹).

سرمایه‌گذاری که تصمیم به پیگیری یک استراتژی معاملاتی ویژه دارد در پی مزیت‌های آن و هزینه‌های آن استراتژی است. این مزیت‌ها ناشی از توانایی برای شناسایی اوراق بهاداری است که به صورت نادرست قیمت‌گذاری شده‌اند و فرصت‌های آربیتراژ در افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار به دست می‌آیند. در این هزینه‌ها، یک سرمایه‌گذار منطقی کل ریسک‌ها را در نظر می‌گیرد که به انحراف آن به سمت اوراق بهادار با قیمت‌گذاری نادرست به پورتفولیو سرمایه‌گذار اضافه می‌شود. ریسک کل، تابعی از هر دو ریسک است که نمی‌توان به طور کامل آنها را محدود کرد و یا کاهش داد (مانند ریسک ویژه) و تعداد ماه‌هایی که سرمایه‌گذار باید وزن غیرنرمال را روی آن اوراق بهادار حفظ کند (بوش و همکاران، ۲۰۱۹).

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران نهادی قرار دارد. مالکان نهادی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده که دارای تمرکز بلندمدت هستند. با توجه به حجم سرمایه‌گذاری مالکین نهادی، حضور آنان موجب نظارت بر مدیریت می‌شود. این موضوع می‌تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلند مدت شرکت شود (بارتو و همکاران، ۲۰۰۰). به نظر تانگ و نینگ (۲۰۰۴) سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاران فردی می‌باشند زیرا آنان در هدایت و نظارت بر عملکرد مدیران شرکت بیشتر فعال هستند. همچنین به خاطر توانایی که در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف دارند، آگاهتر از دیگران می‌باشند.

در بازار سرمایه ایران همواره برای سرمایه‌گذاران این سوال مطرح است که با چه دیدی وارد سرمایه‌گذاری شوند؛ بلند مدت یا کوتاه مدت تا عواملی مانند ریسک اطلاعات و کیفیت گزارشگری مالی منجر به زیاندهی آنها نشده و همواره بتوانند بیشترین بازدهی را کسب کنند. ولی تاکنون در این مورد تئوری‌های مطرح نشده است و این شکاف همچنان برقرار است. بدین منظور پژوهش حاضر قصد دارد با دستیابی به نتیجه‌گیری بر اساس اطلاعات مالی شرکت‌های ایران سعی در کاهش خلاء موجود و کاهش این شکاف دارد تا بتواند سوال سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را جوابگو باشد.

چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش

اهداف گزارشگری مالی از نیازها و خواسته‌های اطلاعاتی استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی سرچشمه می‌گیرد. هدف اصلی، بیان آثار اقتصادی رویدادها و عملیات مالی بر وضعیت و عملکرد واحد تجاری برای کمک به اشخاص خارجی جهت اتخاذ تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری در رابطه با شرکت می‌باشد (ولک و همکاران، ۲۰۰۱). مبانی نظری بیانگر این است که اگر گزارشگری مالی به شیوه مناسبی ارائه شود اطلاعات عمومی را افزایش و اطلاعات محرمانه را تا حدی کاهش می‌دهد. لذا دسترسی بیشتری برای سرمایه‌گذاران و سهامداران به اطلاعات فراهم می‌شود. هرچه در بازار سرمایه ریسک اطلاعات کم باشد سرمایه‌گذاران بهتر می‌توانند در تصمیمات سرمایه‌گذاری به درستی عمل کنند. ریسک اطلاعات عبارت است از احتمال پایین بودن کیفیت اطلاعات شرکت که توسط سرمایه‌گذاران که جهت تصمیمات مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. پژوهشگران دلایل بروز ریسک اطلاعات را نقش عدم تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه‌گذاران در تعیین هزینه سرمایه تعیین کردند. سرمایه‌گذارانی که از اطلاعات کمتری برخوردارند نسبت به سرمایه‌گذارانی که آگاهی بیشتری دارند با سطح بالاتری از ریسک اطلاعات روبرو می‌شوند.

فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) استدلال کرده‌اند که کیفیت اقلام تعهدی می‌تواند تحت تاثیر اصول بنیادی اقتصاد (کیفیت اقلام تعهدی ذاتی و گزارشگری انتخابی سیاست‌های حسابداری توسط مدیران و برآورد آنها (یعنی کیفیت اقلام تعهدی اختیاری)) قرار گیرد. مطالعات تجربی، تاثیر قیمت‌گذاری کیفیت اقلام تعهدی را تایید کرده و نشان داده‌اند که کیفیت ذاتی اقلام تعهدی نشان‌دهنده مدل کسب و کار شرکت است و ریسک بنیادی را می‌توان به محیط عملیاتی نسبت داد و مولفه ذاتی به جای اختیاری بر قیمت تاثیر می‌گذارد (چن و همکاران، ۲۰۰۸؛ دچو و دیچو، ۲۰۰۲؛ گرای و همکاران، ۲۰۰۹؛ کیم و کی، ۲۰۱۰؛ یی، ۲۰۰۶). با این وجود، این مطالعات بر پایه بازارهای توسعه یافته انجام شده‌اند که در آن نظارت داخلی و خارجی بر رفتار گزارشگری سود فرصت‌طلبانه مدیران تاثیر می‌گذارد. شناخت ریسک کیفیت اقلام تعهدی اختیاری توسط سرمایه‌گذار بین بازارهای توسعه یافته و کشورهایی که در آن نظارت بازار قوی نیست، متفاوت است.

مطالعات پیشین به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران نهادی متخصص توانایی تبادل این سود و هزینه را در حضور کیفیت ضعیف گزارشگری مالی دارد. مافیت (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیده است که زمانی که کیفیت گزارشگری مالی ضعیف است، سرمایه‌گذاران نهادی معاملات آگاهانه‌ای را انجام می‌دهند. برای یک سرمایه‌گذار کوتاه مدت، ضعیف بودن کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند جذابیت استراتژی‌های حرکتی را بهبود بخشد. اول، ضعیف بودن کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند نشان دهنده قیمت‌های سهام بدون اصلاح قیمت باشد (کالن و همکاران، ۲۰۱۲) که سودآوری استراتژی‌های حرکتی را افزایش می‌دهد (زانگ، ۲۰۰۶). دوم، ضعیف بودن کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند نشان دهد که بازه طی سال به صورت مستمر حاصل می‌شود (به دلیل واکنش کمتر به اخبار سود طی سال) که همچنین پیش‌بینی کننده سودآوری بیشتر استراتژی‌های حرکتی است (دا و همکاران، ۲۰۱۴).

سرمایه‌گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت تقسیم می‌گردند. سهامداران نهادی کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که بیشتر در تعیین قیمت سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلند مدت. ارزیابی عملکرد و رتبه بندی عملکرد این سهامداران، انگیزه‌هایی را در آنان برای اتخاذ افق کوتاه مدت ایجاد می‌کند. این افق کوتاه مدت، سهامداران نهادی را از انجام هزینه‌های نظارت باز می‌دارد؛ زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آن‌ها شود.

در مقابل سهامداران نهادی بلند مدت دارای افق بلند مدت سرمایه‌گذاری هستند و به ارزش ذاتی سهام در مقابل عایدات جاری توجه دارند و به همین دلیل مانع اجرای مدیریت سود فزاینده درآمد توسط مدیران میشوند. دیدگاه سهامداران نهادی بلند مدت بیان می‌کند هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کمی از سهامداران نهادی متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد. هنگامی که سهامی که نهادها مالک آن هستند افزایش یابد، خروج از شرکت هزینه بیشتری دارد، زیرا فروش‌های عمده سهام معمولاً مستلزم تخفیفات عمده است. همچنین چون این سهام‌های عمده، ارزش پولی زیادی دارند، در صورت غیر فعال ماندن سهامداران نهادی یا آگاه نبودن از عملکرد ضعیف شرکت‌های موجود در پرتفوی، آن‌ها در معرض زیان بیشتری نسبت به سرمایه‌گذارانی که منافع کمتری در شرکت دارند قرار می‌گیرند. محققان اعتقاد دارند مالکیت عمده سهامداران نهادی به آن‌ها اجازه می‌دهد تا بر فعالیت مدیران شرکت‌ها نظارت کنند. این امر موجب ایجاد اطمینان در مدیران برای انتخاب سطحی از سرمایه‌گذاری می‌شود که نتیجه آن حداکثر کردن ارزش بلند مدت شرکت به جای اهداف کوتاه مدت سودآوری باشد.

قلعه و دستگیر (۱۴۰۲) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه در ۹۰ شرکت براساس سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ پرداختند. نتایج فرضیه اول نشان داد که متغیرهای کیفیت گزارشگری حسابداری، اهرم مالی، اندازه شرکت و بازه دارایی‌ها در سطح $\alpha=0/05$ هستند. بنابراین وجود رابطه منفی و معنادار بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه و با اطمینان ۹۵٪ تایید می‌شود. نتایج فرضیه دوم نشان داد که متغیرهای کیفیت گزارشگری حسابداری، اهرم مالی، اندازه شرکت و بازه دارایی‌ها در سطح $\alpha=0/05$ هستند ولی متغیر سرمایه‌گذاران نهادی در سطح $\alpha=0/05$ معنادار نیست. از اینرو فرضیه پژوهش مبنی بر تاثیر معنادار سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه با اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

صراف و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی تأثیر افق مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۹ پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، افق مالکیت نهادی بلندمدت بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنادار دارد. همچنین نتایج بیانگر آن است که افق مالکیت نهادی کوتاه مدت بر مسئولیت اجتماعی و

ارزش سهام شرکت‌ها تأثیر منفی و معنادار دارد؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد به‌منظور سرمایه‌گذاری بهتر با ریسک کمتر به نوع مالکان نهادی شرکت‌ها توجه گردد.

چنگ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی کیفیت افشای شرکت و هلدینگ سرمایه‌گذاران نهادی در زمان رکود بازار پرداختند. در این تحقیق، واکنش سرمایه‌گذاران نهادی به کیفیت افشای شرکت در شرایط بازار مورد بررسی قرار گرفته است. نهادهای گذرا واکنش بسیار مثبتی به کیفیت افشای شرکت طی رکود بازار در مقایسه با دوره‌های عادی بازار دارند، زیرا در صورتی که شرکت عملکرد خوبی در افشا داشته باشد، نامتقارنی اطلاعات کاهش می‌یابد که با کاهش ناطمینانی، افزایش نقدینگی و کاهش اثرات بحران‌های مالی که مطلوب‌ترین ویژگی‌های دارایی طی رکود بازار هستند، رابطه دارند. نهادهای ویژه نسبت به کیفیت افشای شرکت در هردو شرایط عادی و رکود بازار، حساس نیستند، زیرا به اطلاعات داخلی دسترسی دارند و بر افشای عمومی اعتماد کمی دارند. این نوع شرکت‌ها بیشتر بر افشای شرکت در زمان رکود اعتماد می‌کنند، که بلافاصله پس از پیاده‌سازی قانون افشای عادلانه که مزیت اطلاعاتی درون شرکت را حذف می‌کند. نتایج تحقیق نشان داده است که افشای شرکت می‌تواند نامتقارنی اطلاعات را تا حدود زیادی در شرایط رکود بازار نسبت به شرایط عادی بازار کاهش دهد و اینکه مالکیت گذرا در شرایط رکود بازار می‌تواند قیمت‌های بازار را تثبیت کرده و نوسان بازار را کاهش دهد، در حالی که مالکیت اختصاصی این کارکردها را ندارد. سرانجام، نتایج پژوهش نشان داد که بازده تحت تاثیر متغیرهای درون‌زایی قرار ندارد و نتایج با وجود استفاده از ابزارهای دیگر اندازه‌گیری کیفیت افشای اطلاعات و کنترل سایر تعیین‌کننده‌های هلدینگ نهادی منسجم است.

بوش و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی کیفیت گزارشگری مالی، افق سرمایه‌گذاری و استراتژی‌های معاملاتی سرمایه‌گذار نهادی پرداختند. مقاله حاضر، شواهدی را در مورد تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر هزینه‌های هلدینگ استراتژی‌های مالیاتی ارائه کرده است. اگرچه پژوهش‌های پیشین به بررسی مزیت‌های استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر بازدهی بیشتر به اطلاعات خصوصی پرداخته‌اند، اما در پژوهش حاضر به بررسی این مساله پرداخته است که آیا بازده پایین می‌تواند هزینه‌های هلدینگ بیشتر بر استراتژی‌های معاملاتی خاص تحمیل کند. نتایج نشان داد که بازده کمتر به سرمایه‌گذاران متخصص با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت انگیزه پورتفولیو خود را از سهام‌های ارزشی که بازده آنها مشروط به تجدید نظر سرمایه‌گذار نسبت به باورهای خود در مورد رازش بنیادی و سوق به سمت سهام‌های برنده گذشته است، دور نگه دارند، که بازده آتی آنها در کوتاه مدت محقق می‌شود. بازده کمتر همچنین می‌تواند طول زمانی که نهادها در سهام‌های ارزشی باقی می‌مانند، را افزایش دهد. نتایج پژوهش حاضر نشان داد که در صورتی که از دیدگاه آریبترایز کارها هزینه‌های هلدینگ بیشتر از کیفیت گزارشگری مالی ضعیف و با وجود شفاف‌سازی مالی باشد، ارزش‌گذاری نادرست می‌تواند همچنان ادامه یابد.

کیم و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی کیفیت اقلام تعهدی، ریسک اطلاعات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران نهادی: مطالعه موردی بازار سهام کشور کره پرداختند. هدف تحقیق حاضر، تحلیل تاثیر ریسک اطلاعات ویژه شرکت که با استفاده از کیفیت اقلام تعهدی اندازه‌گیری شده است، بر هزینه سرمایه با استفاده از رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد. سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌هایی که کیفیت اقلام تعهدی آنها پایین است، می‌تواند فروش خالص را در سال‌های آتی افزایش دهد. علاوه بر آن، فروش خالص این سرمایه‌گذاران به فاکتورهای ذاتی و اختیاری کیفیت اقلام تعهدی مربوط است. این رابطه برای نهادهای خارجی نسبت به نهادهای داخلی قوی‌تر است، و غالباً در اثر شرایط مطلوب اقتصاد کلان می‌باشد. این رابطه برای گروه‌های کسب و کار بزرگ مشاهده نشده است.

لوپز و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تنظیم بهینه ریسک تحت افق سرمایه‌گذاری پرداختند. تئوری پورتفولیو رشد بهین (GOP) مسیر اندازه‌های شرطی را تعیین می‌کند که تولید کننده ثروت بلند مدت است. این هدف چند افقی روز به روز جذابیت بیشتری را در بین متخصصان نسبت به رویکردهای نزدیک‌بینی مانند میانگین-واریانس مارکویتز یا تعادل ریسک کسب می‌کند. ادبیات تحقیق در مورد تئوری مذکور به طور کلی به بررسی سرمایه‌گذاران بدون ریسک با افق سرمایه‌گذاری نامحدود پرداخته است. در این مقاله، اندازه‌های شرطی بهین را در محیط‌های واقع‌گرایانه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز با افق‌های سرمایه‌گذاری محدود بررسی می‌کنیم. نتایج نشان داد که تحت این محیط‌های واقع‌گرایانه، اندازه‌های شرطی بهین به طور قابل ملاحظه‌ای کوچکتر از مقادیر پیشنهادی در ادبیات این تئوری هستند. همچنین، روش‌های کمی برای تعیین تخصیص رشد تعادل شده ریسک برای افق‌های سرمایه‌گذاری محدود تدوین شده است.

نیچیتا (۲۰۱۸) به بررسی تقویت کیفیت اطلاعات از طریق گزارش ریسک در صورت های مالی پرداخت. زمانی که بحث در مورد ریسک مطرح می‌شود، اولین مساله که به ذهن آدم می‌آید، خطر، ضرر یا سایر نتایج نامطلوب است. در حسابداری و در امور مالی، مفهوم ریسک به دامنه زیادی از واژه‌ها مانند تحلیل حجم-هزینه، درخت تصمیم‌گیری، جریان‌های نقدی دیسکونت شده، مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، ارزیابی ریسک، رفع ریسک، و گزارش ریسک مربوط می‌شود. هدف از مدیریت ریسک، پیشگیری یا حذف ریسک‌پذیری نیست، بلکه هدف آن اطمینان از آن است که ریسک با دانش کامل و شناخت روشن انجام شود، به طوری که می‌توان آن را اندازه‌گیری کرد و به کاهش آن کمک کرد. مقاله حاضر بر تکامل کوتاه مدت ویژگی‌های کیفی حسابداری چگونگی استفاده از آنها در گزارشگری شفاف مالی و متعادل سازی فرآیندهای مدیریت ریسک تمرکز کرده است. اصل کلیدی مدیریت جامع ریسک، شفاف‌سازی ریسک در گزارشگری ریسک داخلی و نیز در افشای خارجی برای کاربران اطلاعات در فرآیندهای تصمیم‌گیری می‌باشد.

نویبا و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. کیفیت گزارشگری مالی نقش مهمی در کاهش نامتقارنی اطلاعات دارد. بنابراین، شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری آنها بالا می‌باشد، می‌توانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتری داشته باشند. از این رو، هدف اصلی پژوهش حاضر، تعیین تاثیر کیفیت سود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران می‌باشد. نمونه آماری متشکل از ۱۰ شرکت تولیدی فعال در بازار بورس اوراق بهادار نیجریه است و دوره زمانی پژوهش ۵ ساله (۲۰۱۴-۲۰۱۰) است. داده‌های مربوط به کیفیت اقلام تعهدی، حجم سرمایه‌گذاری، اندازه، سن و نرخ رشد و سود هر سهم از گزارش منتشر شده سالانه و حساب‌های شرکت‌های نمونه اخذ شده است. ماتریس همبستگی، تخمین اتورگرسیون وکتور و مدل Pooled OLS برای تحلیل داده‌ها مورد استفاده قرار گرفتند. آزمون‌های تشخیصی برای پس-برآورد نیز در مدل انجام شدند. نتایج آزمون Ramsey Reset نشان دهنده مقدار ۰/۲۱۰۵ $p=$ بود که به این معنی است که مدل دارای متغیر حذف شده نمی‌باشد. همچنین، آزمون Wooldridge برای خودهمبستگی در پانل داده‌ها نشان دهنده خودهمبستگی مرتبه اول نبود و مقدار p آن برابر با ۰/۳۶۴۲ بود. کیفیت اقلام تعهدی بر مبنای مدل تعهدی اصلاح شده توسط مک نیکولاس (۲۰۰۲) اندازه‌گیری شده است. در این مقاله، مقدار مطلق خطای باقیمانده نشان دهنده کیفیت گزارشگری مالی می‌باشد. این حد آستانه بر مبنای این ایده است که اقلام تعهدی هموارسازی سود ناشی از تغییر در جریان‌های نقدینگی را کاهش داده و بنابراین آگاهی سود را افزایش می‌دهد. در این تحقیق رابطه مثبتی بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و افق‌های آن و کیفیت گزارشگری مالی پیدا شده است.

با توجه به ادبیات پژوهش و تحقیقات گذشته فرضیه‌های به شرح زیر تدوین می‌گردد:

۱. بین کیفیت گزارشگری مالی و افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت رابطه وجود دارد.
۲. بین کیفیت گزارشگری مالی و افق سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت رابطه وجود دارد.
۳. ریسک اطلاعات بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و افق سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت اثرگذار است.
۴. ریسک اطلاعات بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و افق سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت اثرگذار است.

لازم به ذکر است هر فرضیه به صورت مستقل مورد آزمون قرار خواهد گرد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش براساس طبقه‌بندی بر مبنای هدف، کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش از نوع همبستگی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی، انجام شده است. از آنجایی که هدف از این تحقیق مطالعه میزان همبستگی و برآورد ضرایب برای متغیرهای مورد بررسی و در نهایت کشف رابطه بین آن‌ها می‌باشد؛ مبانی نظری پژوهش از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده است. داده‌های مربوط به صورت‌های مالی با استفاده از نرم افزار تدبیرپرداز و همچنین با مراجعه به سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی^۲

و استفاده از شبکه جامع اطلاع‌رسانی (کدال)^۳ بورس اوراق بهادار جمع‌آوری گردید. همچنین در برآورد مدل از نرم افزار EViews 10 استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا سال ۱۴۰۱ (دوره ۸ ساله) است. در این پژوهش، نمونه‌ها از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب گردید. به این ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری بوده که حائز معیارهای زیر باشند:

۱. سال مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود، تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر قرار داد و حسب نتایج آزمون‌های پیش فرض، آن‌ها را در قالب‌های تابلویی^۴ یا تلفیقی^۵ به کار برد.

۲. در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره (سال) مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی آنان، با یکدیگر قابل مقایسه باشند.

۳. داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی مورد بررسی موجود باشند، تا در حد امکان بتوان محاسبات را بدون نقص انجام داد.

۴. نماد معاملاتی آنها در بورس، بیش از سه ماه بسته نشده باشد، زیرا در این تحقیق از قیمت سهام شرکت‌ها استفاده می‌شود.

۵. جزء موسسات واسطه‌گری مالی، بانک و لیزینگ نباشد.

در نتیجه اعمال شرایط و محدودیت‌های فوق تعداد ۱۳۲ شرکت جهت بررسی در تحقیق حاضر انتخاب شده اند.

برای آزمون فرضیات پژوهش مدل رگرسیونی زیر برازش می‌شود: (بوش و همکاران، ۲۰۱۹)

مدل اول

SHINST – INV_{it}

$$= \beta_0 + \beta_1 FRQ_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 BVMV_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 BETA_{it} + \beta_7 BETA_{it} + \beta_8 Std_AbRETURN_{it} + \beta_9 PRICE_{it} + \beta_{10} Liquidity_{it} + \beta_{11} Industry_{it} + \beta_{12} Year_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل دوم

LHINST – INV_{it}

$$= \beta_0 + \beta_1 FRQ_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 BVMV_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 BETA_{it} + \beta_7 BETA_{it} + \beta_8 Std_AbRETURN_{it} + \beta_9 PRICE_{it} + \beta_{10} Liquidity_{it} + \beta_{11} Industry_{it} + \beta_{12} Year_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل سوم

³. www.codal.ir

⁴. Panel Data

⁵. Pool Data

SHINST – INV_{it}

$$= \beta_0 + \beta_1 FRQ_{it} + \beta_2 \text{information risk}_{it} + \beta_3 (FRQ_{it} * \text{information risk}_{it}) + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 BVMV_{it} + \beta_6 DEBT_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \beta_9 BETA_{it} + \beta_{10} Std_AbRETURN_{it} + \beta_{11} PRICE_{it} + \beta_{12} Liquidity_{it} + \beta_{13} Industry_{it} + \beta_{14} Year_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل چهارم

LHINST – INV_{it}

$$= \beta_0 + \beta_1 FRQ_{it} + \beta_2 \text{information risk}_{it} + \beta_3 (FRQ_{it} * \text{information risk}_{it}) + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 BVMV_{it} + \beta_6 DEBT_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \beta_9 BETA_{it} + \beta_{10} Std_AbRETURN_{it} + \beta_{11} PRICE_{it} + \beta_{12} Liquidity_{it} + \beta_{13} Industry_{it} + \beta_{14} Year_{it} + \varepsilon_{it}$$

• متغیر وابسته

افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت و بلند مدت (Institutional Investor)

سهامداران نهادی با دو بعد سرمایه گذاران با افق دید کوتاه مدت و بلند مدت به عنوان متغیر مستقل پژوهش حاضر در نظر گرفته شد. بدین منظور ابتدا مجموع مالکیت نهادی بر اساس پژوهش های گومپرز و متریک (۲۰۰۱) و مقاله یان و ژانگ (۲۰۰۹) به صورت نسبت تعداد سهام نزد سهامداران نهادی به کل سهام منتشر شده تعریف می گردد. از طرفی مالکیت سرمایه گذاران در دو طبقه کوتاه مدت و بلند مدت طبقه بندی شده اند که این دسته بندی به علت نگرش سهامداران در موقعیت های مختلف تصمیم گیری صورت می پذیرد بنابراین مجموع خرید و فروش هر سرمایه گذار به صورت رابطه ۱ و ۲ تعریف می گردد:

رابطه ۱

$$CR_{buy_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} > N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t} P_{i,t} - N_{j,i,t-1} P_{t-1} - N_{j,i,t} \Delta P_{i,t}|$$

رابطه ۲

$$CR_{sell_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} \leq N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t} P_{i,t} - N_{j,i,t-1} P_{t-1} - N_{j,i,t} \Delta P_{i,t}|$$

لازم به ذکر است برای محاسبه سامانه این متغیر از دوره ماهانه استفاده شده است، و تحقیق حاضر سالانه می باشد.

که در این روابط: CR-buy_{jt} مجموعه خرید سرمایه گذار زام در سه ماهه t ام (فصل t ام)، CR-SELL_{jt} مجموع تعداد سهام موجودی دسته A که توسط سرمایه گذار زام در پایان سه ماهه t ام منتشر شده یا به عبارتی مجموع فروش های سرمایه گذار زام برای فصل t ام می باشد. P_{it} قیمت سهام و N_{it} تعداد سهام می باشد. اگر تعداد سهام فصل جاری بیش تر از فصل قبل باشد، خرید سرمایه گذار و اگر تعداد سهام فصل جاری کمتر از فصل قبل باشد فروش سرمایه گذار محاسبه می گردد.

حال برای سنجش افق سرمایه گذاران نهادی لازم است نرخ ریزش هر سرمایه گذار محاسبه شود. که بر اساس پژوهش یان و ژانگ (۲۰۰۹) به شرح رابطه زیر محاسبه می گردد:

$$CR_{j,t} = \frac{\min(CR-buy_{j,t}, CR-sell_{j,t})}{\sum_{i \in Q} \frac{N_{j,i,t} P_{i,t} + N_{j,i,t-1} P_{t-1}}{2}}$$

در محاسبه نرخ ریزش برای کاهش اثر جریان های نقدی سرمایه گذار در کل پورتفوی باید کمترین مقدار (خرید یا فروش) در نظر گرفته شود. بنابراین نرخ ریزش عبارت است از نسبت کمترین مقدار مجموع سهام خریداری شده یا فروخته شده بر میانگین حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت سهام دو فصل اخیر سرمایه گذار (لازم به ذکر است که در هر سال برای هر سرمایه گذار در طی چهار فصل نرخ ریزش به همین ترتیب محاسبه می گردد). حال برای تعیین افق سرمایه گذاران نهادی به دو گروه کوتاه مدت و بلند مدت، میانگین نرخ ریزش بر اساس رابطه زیر محاسبه می شود:

$$AVG-CR_{j,t} = \frac{1}{4} \sum_r^4 CR_{j,t} = 1 - r + 1$$

بعد از محاسبه میانگین نرخ ریزش $AVG-CR_{jt}$ سرمایه گذاران بر اساس مقدار مذکور در سه پرتفوی طبقه بندی می شوند. در صورتی که در پرتفوی بالایی قرار بگیرند یعنی بالاترین میانگین نرخ ریزش را دارا باشند (بیش از ۸۰٪) درصد سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق سهامداران نهادی کوتاه مدت $SHINST-INV_{jt}$ در نظر گرفته می شود و برای سرمایه گذارانی که در پرتفوی پائینی قرار می گیرند یعنی پایین ترین میانگین نرخ ریزش را داشته باشند (کمتر از ۲۰٪) درصد سهامداران نهادی به عنوان شاخص افق بلند مدت سهامداران نهادی $LHINST-INV_{jt}$ قرار می گیرد.

• متغیر مستقل

کیفیت گزارشگری مالی (Financial Reporting Quality)

از اندازه گیری کیفیت ارقام تعهدی به عنوان شاخصی برای اندازه گیری کیفیت گزارشگری مالی استفاده می شود. زیرا ارقام تعهدی عامل اصلی پیش بینی جریان های نقدی آتی هستند و در صورتی که در برآورد آنها میزان خطا کمتر باشد، سودها نشانه بهتری از جریان های نقدی آتی خواهند بود. از طرف دیگر ارقام تعهدی ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثر نوسانات ناپایدار در جریان های نقدی بهبود می بخشد و هنگامی که کیفیت ارقام تعهدی بالا باشد، این امر باعث قابل اتکاتر شدن برآوردها و در نتیجه بالا رفتن کیفیت گزارشگری مالی می شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

برای اندازه گیری کیفیت ارقام تعهدی از مدل مک نیکولز (۲۰۰۲) استفاده می شود:

$$\Delta WC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 \Delta REV_{i,t} + \beta_5 PPE_{i,t} + E_{i,t}$$

که:

ΔWC_t : تغییرات سرمایه در گردش عبارت است از تغییرات حساب های دریافتنی (ΔAR) بعلاوه تغییرات موجودی کالا ($\Delta Inventory$) و سایر دارایی های جاری ($Other Assets$)، منهای تغییرات حسابهای پرداختنی (ΔAP)

$$\Delta WC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta AR + \Delta Inventory - \Delta AP + other Assets (net)$$

CFO : وجه نقد حاصل از عملیات که از صورت های مالی قابل استخراج است.

ΔREV_t : تغییرات در فروش سال جاری.

PPE_t : میزان تجهیزات، اموال و ماشین آلات دوره جاری.

همه متغیرهای بالا با استفاده از متوسط جمع دارایی ها استاندارد می شوند. انحراف معیار خطای باقی مانده مدل مذکور نشاندهنده کیفیت ارقام تعهدی بوده و کمتر بودن این عدد، بیانگر کیفیت بیشتر گزارشگری مالی است.

• متغیر تعدیل گر

ریسک اطلاعات (information risk)

در مدل قیمت گذاری آربیتراژ، چنانچه قیمت کشف شده بر اساس اطلاعات با قیمت واقعی اختلاف چندانی نداشته باشد، صحت اطلاعات و مربوط بودن آنها را نشان می دهد و هر چه خطای مدل بیشتر باشد، گویای ریسکی بودن اطلاعات است. (مندن هال، ۲۰۱۴).

مدل بازار که در آن متغیر وابسته بازده شرکت می باشد و نرخ سپرده یکساله بانکی و ریسک بتا و بازده بازار نیز به عنوان متغیر مستقل می باشد به شرح زیر است.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \times R_{mt} + \epsilon_i$$

R_{it} = برابر با میانگین بازده سهام شرکت در طول یکسال

R_{ft} = بازده بدون ریسک که همان نرخ سپرده یکساله بانکیها می باشد

R_M = میانگین بازده بازار در طول یکسال می باشد که از طریق شاخص کل بورس اوراق بهادار محاسبه خواهد شد.

B = همان ریسک بتا می باشد که از طریق نرم افزار رهاورد نوین قابل استخراج می باشد.

پس از برازش مدل فوق، انحراف معیار ۵ سال قبل خطاها محاسبه شده و هرچه قدر انحراف معیار خطای مدل بیشتر باشد، گویای ریسکی بودن اطلاعات است.

• متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size) برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت i در سال t .

ارزش دفتری به ارزش بازار (BVMV): ارزش دفتری دارایی ها تقسیم بر ارزش بازار دارایی ها شرکت i در سال t .

بدهی ها (DEBT): برابر است با مجموع بدهی ها تقسیم بر مجموع دارایی ها در پایان سال.

بازده دارایی ها (ROA) برابر است با نسبت سود حاصل به کل دارایی های شرکت i در سال t .

بتا (BETA): میزان ریسک سیستماتیک یا ریسک بتا می باشد.

$$BETA = \frac{COV(r_{it}, r_{mt})}{\sigma(r_{mt})^2}$$

$COV(r_{it}, r_{mt})$: کوواریانس بین بازده سهام شرکت و بازار

r_{it} : بازده سهام شرکت

r_{mt} : بازده سهام بازار

$\sigma(r_{mt})^2$: واریانس بازدهی بازار.

بازده روزانه (Std_AbRETURN): انحراف استاندارد بازده سهام شرکت.

نقدینگی (Liquidity): لگاریتم طبیعی حجم معاملات شرکت i در سال مالی t .

قیمت سهام (PRICE): قیمت سهام شرکت در پایان سال.

اثر صنعت (Industry): به منظور کنترل مدل می باشد.

اثر سال (Year) به منظور کنترل مدل می باشد.

یافته های پژوهش

یافته های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۳۲ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۸ ساله (۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱) هست.

جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	OBS	Mean	Median	MAX	MIN	Std.Dev	Skewness	Kurtosis
کیفیت گزارش گری مالی	۱۰۵۶	-۰.۰۵۲	-۰.۰۳۷	-۰.۰۰۰۰۱	-۰.۵۸۶	۰.۰۵۴	-۲.۹۷	۱۸.۲۲
ریسک اطلاعات	۱۰۵۶	۰.۰۵۲	۰.۰۲۸	۰.۵۱۷	۰.۰۰۰۰۱	۰.۰۶۸	۲.۹۷	۱۴.۸۳
اندازه شرکت	۱۰۵۶	۱۴.۳۰	۱۴.۰۲	۱۹.۳۷	۱۰.۰۳	۱.۵۷	۰.۸۱۲	۳.۷۲
ارزش دفتری به ارزش بازار	۱۰۵۶	۰.۴۶۳	۰.۳۳۸	۱.۲۵۴	۰.۱۴۶	۰.۲۸۴	۰.۹۵۷	۲.۸۰
نسبت بدهی به دارایی	۱۰۵۶	۰.۵۶۱	۰.۵۹۱	۰.۹۲۴	۰.۰۱۲	۰.۲۰۰	-۰.۴۳۱	۲.۴۲
بازده دارایی	۱۰۵۶	۰.۱۳۳	۰.۱۰۹	۰.۸۰۹	-۰.۷۸۹	۰.۱۵۵	۰.۲۹۹	۶.۰۴
بتا	۱۰۵۶	۰.۷۳۰	۰.۶۷۳	۷.۳۰	-۳.۱۶	۰.۹۸۰	۰.۶۹۹	۶.۵۳
انحراف استاندارد بازده سهام	۱۰۵۶	۰.۵۶۶	۰.۵۲۱	۳.۹۷	۰.۰۰۰۰۱	۰.۴۳۹	۲.۲۸۵	۱۳.۹۵
نقدینگی	۱۰۵۶	۱۴.۲۸	۱۳.۹۴	۱۹.۹۰	۱۰.۶۱	۱.۶۳	۰.۶۹۴	۳.۳۳
قیمت سهام	۱۰۵۶	۱۱.۲۸	۱۰.۹۶	۱۶.۵۹	۷.۹۸	۱.۴۹	۰.۹۳۷	۳.۶۹

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰/۵۶۱) می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای نقدینگی (لگاریتم حجم معاملات) برابر با ۱.۶۳ و برای کیفیت گزارش گری مالی برابر است با ۰.۰۵۴ هست که نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. چولگی معیاری از تقارن یا عدم تقارن تابع توزیع می باشد. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر چولگی مثبت و برای توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر مقدار چولگی منفی است. بطور کلی چنانچه چولگی متغیر در بازه $+0.5$ و -0.5 باشد؛ این متغیر به توزیع نرمال نزدیک است. در بین متغیرهای پژوهش فقط متغیرهای نسبت بدهی به دارایی و بازده دارایی ها در این بازه قرار دارد و به توزیع نرمال نزدیک است. کشیدگی نشان دهنده ارتفاع یک توزیع است. بطور کلی اگر کشیدگی متغیری برابر با عدد ۳ باشد این متغیر به توزیع نرمال نزدیک خواهد بود. در بین متغیرهای پژوهش فقط متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار به لحاظ کشیدگی تقریباً برابر با ۳ می باشد. لازم به ذکر است متغیر وابسته با نرم افزار می نی تب نرمال شده است.

آمار توصیفی متغیرهای کیفی

شاید بتوان جدول فراوانی را به نوعی نشان دهنده پراکندگی برای داده ها نیز در نظر گرفت. از جدول فراوانی حتی برای استخراج خصوصیات متغیرهای کمی و کیفی مانند میانگین، میانه و نما می توان استفاده کرد. بنابراین اگر مقادیرهای یک متغیر کیفی (که به صورت طبقه ای درآمده)، موجود باشد، سعی داریم، با استفاده از جدول فراوانی پاسخ بعضی از پرسش ها را پیدا کنیم. بطور کل برای توصیف این گونه متغیرها میبایست از مد و درصد فراوانی بهره بگیرد.

جدول ۲، توزیع فراوانی متغیرهای کیفی پژوهش

پایداری سازمانی	فراوانی	درصد فراوانی
مالکان نهادی با افق کوتاه مدت	۴۲۰	۳۹.۷۷
مالکان نهادی با افق بلند مدت	۶۳۶	۶۰.۲۳
جمع	۱۰۵۶	۱۰۰

جداول فوق، توزیع فراوانی متغیرهای کنترلی را نشان می دهند. به این معنا که ۶۰ درصد از شرکتهای مورد بررسی دارای مالکان نهادی با افق بلند مدت هستند.

یافته‌های استنباطی

در این قسمت ابتدا متغیرها از منظر مانایی سنجش و در ادامه به تحلیل داده‌ها با استفاده از آمار استنباطی پرداخته می‌شود. در این قسمت تحلیل داده‌ها با استفاده از روش لاجیت و نرم افزار ایویوز انجام شده است. همچنین کیفیت برازش مدل با استفاده از آزمون های هاسمر لمشو و آندروز و همچنین آزمون صحت پیش بینی مدل سنجیده شده است. قدرت برازش مدل نیز با استفاده از ضریب تعیین مکفادن مورد تحلیل قرار گرفته و در نهایت کیفیت و معناداری کلی مدل توسط آزمون راستنمایی (LR) تحلیل شده است.

جدول ۳، آزمون مانایی برای متغیرهای پژوهش

نام متغیر	لوین، لین و چو		ایم، پسران و شین		دیکی فولر		فیلیپس پرونن	
	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری
کیفیت گزارش گری مالی	-۳۰.۰۳	۰.۰۰۰	-۷.۶۲	۰.۰۰۰	۵۰۵.۰۹	۰.۰۰۰	۵۲۵.۴۳	۰.۰۰۰
ریسک اطلاعات	-۱۴.۵۸	۰.۰۰۰	-۳.۹۳	۰.۰۰۰	۴۲۷.۳۹	۰.۰۰۰	۴۴۷.۵۲	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	-۲۰.۱۲	۰.۰۰۰	-۵.۲۲	۰.۰۰۰	۴۲۰.۶۶	۰.۰۰۰	۵۱۹.۳۲	۰.۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار	-۲۹.۱۸	۰.۰۰۰	-۱۰.۵۵	۰.۰۰۰	۶۰۸.۴۸	۰.۰۰۰	۷۰۲.۰۱	۰.۰۰۰
نسبت بدهی به دارایی	-۱۳.۹۴	۰.۰۰۰	-۳.۸۸	۰.۰۰۰	۳۹۰.۷۶	۰.۰۰۰	۳۸۳.۶۰	۰.۰۰۰
بازده دارایی	-۳۶.۶۶	۰.۰۰۰	-۵.۵۲	۰.۰۰۰	۴۰۷.۰۳	۰.۰۰۰	۳۳۶.۹۵	۰.۰۰۰
بتا	-۲۸.۱۶	۰.۰۰۰	-۱۱.۵۶	۰.۰۰۰	۶۱۸.۲۱	۰.۰۰۰	۶۴۵.۳۴	۰.۰۰۰
انحراف استاندارد بازده سهام	-۳۷.۱۵	۰.۰۰۰	-۱۳.۹۹	۰.۰۰۰	۶۸۹.۲۰	۰.۰۰۰	۷۶۷.۳۱	۰.۰۰۰
نقدینگی	-۳۱.۲۱	۰.۰۰۰	-۱۲.۶۳	۰.۰۰۰	۶۷۴.۵۱	۰.۰۰۰	۷۴۱.۰۷	۰.۰۰۰
قیمت سهام	-۳۲.۱۷	۰.۰۰۰	-۹.۸۰	۰.۰۰۰	۵۷۵.۹۶	۰.۰۰۰	۷۲۵.۵۹	۰.۰۰۰

با توجه به جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود که سطح معنی داری متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

جدول ۴، تخمین نهایی فرضیه اول و دوم

نام متغیر	مالکان نهادی با افق کوتاه مدت		مالکان نهادی با افق بلند مدت	
	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری
کیفیت گزارش گری مالی	-۰.۸۹۴	۰.۰۰۰	۰.۴۱۵	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	-۰.۲۶۷	۰.۰۰۴	۰.۲۶۷	۰.۰۰۴
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰.۲۸۵	۰.۰۰۰	۰.۲۷۴	۰.۰۰۰
نسبت بدهی به دارایی	۱.۵۷۷	۰.۰۰۰	-۱.۵۷	۰.۰۰۰
بازده دارایی	۲.۴۷۱	۰.۰۰۰	-۲.۴۷	۰.۰۰۰
بتا	-۰.۱۳۷	۰.۰۵۹	۰.۱۳۷	۰.۰۵۹
انحراف استاندارد بازده سهام	۰.۷۹۶	۰.۰۰۰	-۰.۷۹۶	۰.۰۰۰
نقدینگی	۰.۴۷۵	۰.۰۰۰	۰.۳۴۱	۰.۰۰۰
قیمت سهام	۰.۶۸۶	۰.۰۰۰	-۰.۶۸۶	۰.۰۰۰

عرض از مبدا	-۶.۹۳۶	۰.۰۰۰	۶.۳۹۶	۰.۰۰۰
ضریب تعیین مکفادن	۰.۷۵۴	۰.۶۷۴		
هاسمر لمشو	(۰.۲۸۱۲)۹.۷۷۵	(۰.۲۶۵۷)۹.۹۹۰		
آندروز	(۰.۳۰۳۱)۱۱.۷۳	(۰.۳۲۷۳)۱۱.۳۹		
آماره راستنمایی	(۰.۰۰۰۰)۱۷۱.۳۷	(۰.۰۰۰۰)۱۷۱.۳۷		
صحت پیش بینی مدل	۶۹٪	۶۹٪		

مشاهده می شود که کیفیت گزارشگری مالی رابطه معکوس (-۰.۸۹۴) و معناداری با مالکان نهادی با افق کوتاه مدت دارد همچنین با مالکان نهادی با افق بلند نیز رابطه مستقیم (۰.۴۱۵) دارد از این رو فرضیه اول و دوم مورد پذیرش قرار می گیرد. همچنین ضریب تعیین مکفادن در فرضیه اول نشان می دهد که متغیرهای توضیحی توانسته اند ۷۵ درصد از تغییرات مالکان نهادی با افق کوتاه مدت را توضیح دهند و این ضریب در مالکان نهادی با افق بلند مدت برابر با ۶۷ درصد می باشد. سطح معناداری آماره هاسمر لمشو و آندروز در هر دو مدل، بیش از ۵ درصد می باشد که نشان از خوبی برازش مدل دارد به طوریکه صحت پیش بینی مقادیر صفر و یک در هر دو مدل بیش از ۵۰ درصد می باشد. در حالت کلی نیز آماره راستنمایی د رهر دو مدل دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد می توان به نتایج بدست آمده از اعتبار کافی برخوردار می باشد.

جدول ۵، تخمین نهایی فرضیه سوم و چهارم

نام متغیر	مالکان نهادی با افق کوتاه مدت		مالکان نهادی با افق بلند مدت	
	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری
کیفیت گزارش گری مالی	-۰.۴۵۲	۰.۰۰۰	۰.۴۷۴	۰.۰۰۰
ریسک اطلاعات	۱.۱۰۱	۰.۵۰۱	۱.۱۰۱	۰.۵۰۱
اثر تعاملی	-۰.۴۱۲	۰.۰۰۰	۰.۳۱۲	۰.۰۰۰
اندازه شرکت	-۰.۲۷۶	۰.۰۰۳	۰.۲۷۶	۰.۰۰۳
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰.۳۴۵	۰.۰۰۰	۰.۲۴۱	۰.۰۰۰
نسبت بدهی به دارایی	۱.۳۹۴	۰.۰۰۱	-۱.۳۹۴	۰.۰۰۱
بازده دارایی	۲.۳۴۰	۰.۰۰۰	-۲.۳۴۰	۰.۰۰۰
بتا	۰.۱۳۲	۰.۰۶۹	۰.۱۳۲	۰.۰۶۹
انحراف استاندارد بازده سهام	۰.۷۸۷	۰.۰۰۰	-۰.۷۸۷	۰.۰۰۰
نقدینگی	۰.۳۹۴	۰.۰۰۰	۰.۳۱۲	۰.۰۰۰
قیمت سهام	۰.۶۹۳	۰.۰۰۰	-۰.۶۹۳	۰.۰۰۰
عرض از مبدا	-۶.۶۸۳	۰.۰۰۰	۶.۶۸۳	۰.۰۰۰
ضریب تعیین مکفادن	۰.۸۴۵۲	۰.۷۹۸۵		
هاسمر لمشو	(۰.۱۲۸۱)۲.۵۳	(۰.۰۸۰۱)۱۴.۰۶		
آندروز	(۰.۱۲۶۲)۱۵.۱۶	(۰.۰۸۳۳)۱۶.۶۱		
آماره راستنمایی	(۰.۰۰۰۰)۱۷۲.۶۵	(۰.۰۰۰۰)۱۷۲.۶۵		
صحت پیش بینی مدل	۶۸.۷۵	۶۸.۷۵		

مشاهده می شود که متغیر اثر تعاملی (کیفیت گزارشگری مالی*ریسک اطلاعات) در فرضیه سوم (افق کوتاه مدت مالکان نهادی) دارای ضریب منفی (-۰.۴۱۲) می باشد که نشان می دهد ریسک اطلاعات، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و مالکان نهادی با افق کوتاه مدت را در جهت منفی تعدیل می کند. همچنین، مشاهده می شود که متغیر نشانگر اثر تعاملی (کیفیت گزارش گری مالی*ریسک اطلاعات) در فرضیه چهارم(افق بلند مدت مالکان نهادی) دارای ضریب مثبت(۰.۴۷۴) می باشد که نشان می دهد ریسک اطلاعات، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و مالکان نهادی با افق بلند مدت را در جهت مثبت تعدیل می کند. همچنین ضریب تعیین مکفادن در فرضیه سوم نشان می دهد که متغیرهای توضیحی توانسته اند ۸۴ درصد از تغییرات مالکان نهادی با افق کوتاه مدت را توضیح دهند و این ضریب در مالکان

نهادی با افق بلند مدت برابر با ۷۹ درصد می باشد. سطح معناداری آماره هاسمر لمشو و آندروز در هر دو مدل، بیش از ۵ درصد می باشد که نشان از خوبی برازش مدل دارد به طوریکه صحت پیش بینی مقادیر صفویک در هر دو مدل بیش از ۵۰ درصد می باشد. در حالت کلی نیز آماره راستنمایی د رهر دو مدل دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد که نشان می دهد می توان به نتایج بدست آمده از اعتبار کافی برخوردار می باشد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

در پژوهش حاضر جهت بررسی تاثیر ریسک اطلاعات بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و افق سرمایه گذاران نهادی کوتاه مدت و بلند مدت ۱۳۲ شرکت مورد بررسی قرار گرفت، از جهتی که متغیر وابسته دو وجهی می باشد از رگرسیون لجستیک جهت آزمون فرضیه استفاده شد. نتایج تحقیق حاضر به شرح زیر با پیشینه تحقیق مورد بحث قرار می گیرد:

در فرضیه اول و دوم این نتیجه حاصل شد که کیفیت گزارشگری مالی رابطه معکوس و معناداری با مالکان نهادی با افق کوتاه مدت دارد همچنین با مالکان نهادی با افق بلند نیز رابطه مستقیم دارد از این رو فرضیه اول و دوم مورد پذیرش قرار می گیرد. در این راستا بوش و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیق خود رابطه کیفیت گزارشگری مالی، افق سرمایه گذاری و استراتژی های معاملاتی سرمایه گذار نهادی تایید می کنند. همچنین چنگ و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیق خود رابطه کیفیت افشای شرکت و هلدینگ سرمایه گذاران نهادی در زمان رکود بازار را تایید کردند. همچنین نتایج تحقیق مطابق با تحقیق هزو و کج (۲۰۰۵) و کج (۲۰۰۳) می باشد که رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت گزارشگری مالی را تعیین می کنند. و جونگ و کن (۲۰۰۲) در تحقیق خود به وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و محتوای اطلاعاتی اشاره می کند.

در فرضیه سوم این نتیجه حاصل شد که متغیر اثر تعاملی (کیفیت گزارشگری مالی*ریسک اطلاعات) در فرضیه سوم (افق کوتاه مدت مالکان نهادی) دارای ضریب منفی می باشد که نشان می دهد ریسک اطلاعات، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و مالکان نهادی با افق کوتاه مدت را در جهت منفی تعدیل می کند. همچنین، مشاهده می شود که متغیر نشانگر اثر تعاملی (کیفیت گزارشگری مالی*ریسک اطلاعات) در فرضیه چهارم (افق بلند مدت مالکان نهادی) دارای ضریب مثبت می باشد که نشان می دهد ریسک اطلاعات، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و مالکان نهادی با افق بلند مدت را در جهت مثبت تعدیل می کند. در این راستا کیم و همکاران (۲۰۱۹) رابطه کیفیت اعلام تعهدی، ریسک اطلاعات و رفتار معاملاتی سرمایه گذاران نهادی در کشور کره تایید کردند. همچنین صفدر (۲۰۱۶) در تحقیق خود در چین نشان دادند که این ارتباط مثبت بین ریسک اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام تنها در مورد شرکت های غیردولتی قابل ملاحظه می باشد همچنین، نتایج به دست آمده، مدارکی را در حمایت از نظریه ها ارائه می دهند و نقش ریسک اطلاعاتی در تصمیمات قیمت گذاری سرمایه گذاران را نشان می دهد. استدلال بر این است سرمایه گذاران نهادی تحت تاثیر شرکت هایی قرار می گیرند که کیفیت افشای شرکتی آنها بسیار بالا می باشد، که نامتقارنی اطلاعات آنها را کاهش می دهد و در پی آن نقدینگی را افزایش داده و تاثیر معاملاتی را نشان داده و سرمایه گذاران نهادی را قادر می سازد که بدون از بین رفتن سود دست به معاملات سهام بزنند.

نتایج حاصل از این پژوهش می تواند برای سرمایه گذاران در تعیین ریسک اطلاعاتی شرکت ها مفید باشد. آن ها می توانند بر اساس نوع مالکیت شرکت ها نسبت به کیفیت اطلاعات، میزان نظارت و پایش مدیران اجرایی از سوی سرمایه گذاران نهادی و میزان ریسک اطلاعاتی تصمیم گیری کنند و با توجه به نوع مالکیت اقدام به تعیین ارزش سهام و خرید و فروش سهام کنند. هم چنین یافته های این پژوهش برای پژوهشگران فعال در حوزه راهبری شرکتی و مالکیت نهادی مفید است.

از عمده محدودیت تحقیق می توان به بسط نتایج تحقیق به سایر بازار سرمایه کشورهای مختلف اشاره نمود زیرا گزارشگری مالی هر کشوری بستگی به استانداردهای حسابداری متفاوت می باشد. همچنین افق سرمایه گذاران در صنایع مختلف می تواند متفاوت باشد بدین جهت در تکیه بر نتایج حاصل شده باید جنبه احتیاط را رعایت کرد. همچنین ممکن است با تغییر مدل اندازه گیری در سنجش متغیرها نتایج متفاوتی حاصل گردد بدین منظور جهت قابل اتکای بیشتر به نتایج پیشنهاد می شود روابط متغیرها با مدل های مختلفی بررسی و مقایسه گردد.

منابع

صراف، فاطمه. کریمی، مجتبی. بشارت پور، فاطمه (۱۴۰۱) تأثیر افق مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه اقتصاد مالی. دوره ۱۶، شماره ۵۸ - شماره پیاپی ۵۸، اردیبهشت ۱۴۰۱ صفحه ۱۷۳-۱۹۱.

قلعه، زهرا. دستگیر، محسن (۱۴۰۲) تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه. تحقیقات حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۵، شماره ۵۷ فروردین ۱۴۰۲ صفحه ۵-۲۸.

Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 43 (5), 651-673. <https://doi.org/10.2139/ssrn.488203>.

Barth, M., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55, 206-224. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.01.004>.

Eli Bartov, Suresh Radhakrishnan and Itzhak Krinsky. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting review*, pp. 43-44. <http://www.jstor.org/stable/248632>.

Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P., & Schipper, K. (2012). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *The Accounting Review*, 87, 449-482. <https://doi.org/10.2308/accr-10200>.

Biddle, G., Gilles, H. & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 48. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1146536>.

Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323-349. <https://www.jstor.org/stable/248475>.

Botosan, C. A., & Plumlee, M. (2005). Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The Accounting Review*, 80 (January), 21-53. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.21>.

Brian J. Bushee, Theodore H. Goodman, and Shyam V. Sunder (2019) Financial Reporting Quality, Investment Horizon, and Institutional Investor Trading Strategies. *The Accounting Review*: May 2019, Vol. 94, No. 3, pp. 87-112. <https://doi.org/10.2308/accr-52202>.

Callen, J., M. Khan, and H. Lu. 2012. Accounting quality, stock price delay, and future stock returns. *Contemporary Accounting Research* 30 (1): 269-295. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01154.x>.

Chen, L. H., Dhaliwal, D. S., & Trombley, M. A. (2008). The effect of fundamental risk on the market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(4), 471-492. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300403>.

Cohen, D. (2008). Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 15 (2), 69-90. <https://doi.org/10.1080/16081625.2008.9720812>.

Core, J., Guay, W., & Verdi, R. (2008). Is accruals quality a priced risk factor? *Journal of Accounting and Economics*, 46 (1), 2-22. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.08.001>.

Da, Z., U. Gurun, and M. Warachka. (2014). Frog in the pan: continuous information and momentum. *The Review of Financial Studies* 27 (7): 2171-2218. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu003>.

Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (1), 35-59. <https://www.jstor.org/stable/3203324>.

Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59 (August), 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79 (4), 976-1010. <https://www.jstor.org/stable/4093083>.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2), 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>.

Gompers, P.A., & Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices", *The Quarterly Journal Of Economics*, 116 (1), 229-259. <http://www.jstor.org/stable/2696448>.

Gray, P., Koh, P. S., & Tong, Y. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36, 51-72. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02118.x>.

H. Cheng, D. Huang and Y. Luo, (2020) Corporate disclosure quality and institutional investors' holdings during market downturns?, *Journal of Corporate Finance*. Vol 60, February 2020, 101523. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101523>

Hsu, C. C. M. and Koh, P. S. (2005). Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance*, 13: 809-823. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00472.x>.

K. Soon Kim, C. Young Chung, J. Hwon Lee, S. Cho, (2020). "Accruals quality, information risk, and institutional investors' trading behavior: Evidence from the Korean stock market," *The North American Journal of Economics and Finance, Elsevier*, vol. 51(C). DOI: 10.1016/j.najef.2019.101081.

Khan, M. (2008). Are accruals mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model. *Journal of Accounting and Economics*, 45 (1), 55-77. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.07.001>.

Kim, D., & Qi, Y. (2010). Accruals quality, stock returns, and macroeconomic conditions. *The Accounting Review*, 85, 937-978. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1132821>.

Koh, P. S. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review*, 35: 105-128. [https://doi.org/10.1016/S0890-8389\(03\)00014-3](https://doi.org/10.1016/S0890-8389(03)00014-3).

Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2), 385-420. <https://www.jstor.org/stable/4622036>.

Maffett, M. (2012). Financial reporting opacity and informed trading by international institutional investors. *Journal of Accounting and Economics* 54 (2-3): 201-220. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.09.002>.

Marcos López de Prado. Ralph Vince. Qiji Jim Zhu (2019) Optimal Risk Budgeting under a Finite Investment Horizon. www.mdpi.com/journal/risks. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2364092>.

McInnis, J. (2010). Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. *The Accounting Review*, 85 (1), 315-341. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.1.315>.

McNichols, M. (2002). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*. 19 (4-5): 313-345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00018-1).

Mendenhall, R. (2004). Arbitrage risk and post-earnings-announcement drift. *Journal of Business*, 77 (4): 875–894. <https://doi.org/10.2139/ssrn.315243>.

Mirela Nichita (2018) Enhancing quality of information through risk reporting in financial statements. *Proceedings of the International Conference on Business Excellence*. <https://doi.org/10.2478/picbe-2018-0060>.

Mohanram, P., & Rajgopal, S. (2009). Is PIN priced risk? *Journal of Accounting and Economics*, 47 (3), 226–243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.10.001>

Nwaobia A. N. Kwarbai J. D. Jayeoba, O. O. Ajibade A. T (2016) Financial Reporting Quality on Investors' Decisions. *International Journal of Economics and Financial Research*. URL: <http://arpgweb.com/?ic=journal&journal=5&info=aims>.

Ogneva, M. (2012). Accrual quality, realized returns, and expected returns: the importance of controlling for cash flow shocks. *The Accounting Review*, 87 (4), 1415–1444. <https://doi.org/10.2308/accr-10276>.

Tong, s ,and Ning, Y,(2004), “ Does capital structure affect institutional investor choices?, *The Journal of Investing*. DOI: <https://doi.org/10.3905/joi.2004.450757>.

Wolk, Harry. I, J. L. Dodd, and M. G. Tearney, (2001), Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach, *Australia ; Cincinnati, Ohio : South-Western College Pub*. <http://dx.doi.org/10.4135/9781506300108>.

Yan, X., & Zhang, Z.(2009). Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed?, *The Review of Financial Studies*, Volume 22, Issue 2, February 2009, Pages 893–924, <https://doi.org/10.1093/revfin/hhl046>.

Yee, K. K. (2006). Earnings quality and the equity risk premium: a benchmark model. *Contemporary Accounting Research*, 23 (3), 833–877. <https://doi.org/10.1506/8M44-W1DG-PLG4-8E0M>.

Zhang, X. F. (2006). Information uncertainty and stock returns. *Journal of Finance* 61 (1): 105– 137. <https://www.jstor.org/stable/3699336>.

