

## بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و بازده پرتفوی سهام: رشدی یا ارزشی؟

فاروق عبدالله پور

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.  
farough.a@gmail.com

سپیده برشجان

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.  
sepideh.barshjan@ut.ac.ir

فاطمه دانشیار

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران.  
(نویسنده مسئول).  
daneshyar.fatemeh@yahoo.com

شماره ۴۱ / بهار ۱۴۰۰ (جلد چهارم) / صص ۸۷-۱۰۵  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره چهارم)

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی با بازده سهام رشدی و ارزشی به صورت تجربی بوده است. کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از چهار معیار کیفیت ارقام تعهدی، دقت اطلاعات مالی، ارقام تعهدی اختیاری و درآمدهای اختیاری مورد سنجش قرار گرفته است و تفکیک سهام به رشدی و ارزشی با استفاده از بازده دارایی‌ها صورت گرفته است. همچنین، اندازه شرکت، نسبت اهرمی و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیرهای کنترلی، وارد الگوی پژوهش شدند. نمونه پژوهش، مشتمل بر ۱۲۰ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ است. نتایج به دست آمده با استفاده از رگرسیون لجستیک حاکی از آن است که هر چهار معیار کیفیت گزارشگری مالی اعم از کیفیت ارقام تعهدی، دقت اطلاعات مالی، ارقام تعهدی اختیاری و درآمدهای اختیاری رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته‌اند به نحوی که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، بازده سهام شرکت‌ها به سمت رشدی سوق پیدا کرده است.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت ارقام تعهدی، دقت اطلاعات مالی، ارقام تعهدی اختیاری، درآمدهای اختیاری، بازده سهام رشدی و ارزشی.

### مقدمه

کیفیت گزارشگری مالی همواره یکی از موضوعات مورد علاقه استفاده‌کنندگان، تدوین‌کنندگان استاندارد، قانون‌گذاران و پژوهشگران بوده است، زیرا موجب حفظ و تقویت جایگاه سیستم اطلاعاتی و گزارشگری مالی در بازارهای سرمایه و تقلیل هزینه‌های نمایندگی بین مدیران، سهامداران، تأمین‌کنندگان مالی و سایر ذینفعان می‌شود (نیکبخت و احمد خان بیگی، ۱۳۹۷). گزارشات مالی، منبع اساسی در ارزشیابی اوراق بهادار شرکت‌هاست. از آنجایی که سهامداران و بستانکاران دو گروه اصلی استفاده‌کننده اطلاعات مالی هستند 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 ضروری است (تقفی و عرب مازار، ۱۳۸۹). گزارشگری مالی با کیفیت بالا، اتخاذ تصمیمات آگاهانه‌تر سرمایه‌گذاران را تسهیل می‌کند و در هدایت این سرمایه‌ها به فرایند تخصیص بهینه منابع کمک می‌نماید؛ لذا اطلاعات مالی ارائه شده به بازار سرمایه، باید از کیفیت بالایی برخوردار باشند تا برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران مفید واقع شوند (پیری و همکاران، ۱۳۹۳). سرمایه‌گذاران با ارزیابی بازده سرمایه‌گذاری و تخمین بازده مورد انتظار، اقدام به تشکیل پرتفوی سهام می‌کنند. پژوهشگران مالی، همواره به دنبال متغیرهایی هستند که بتوانند از طریق آن‌ها، بازده سهام را برای دوره‌های آتی با درصد اطمینان بیشتری نسبت به متغیرها و مدل‌های قبلی پیش‌بینی کنند (هندریکسن و بردا<sup>۱</sup>، ۱۹۹۱). روش انتخاب سهام مناسب برای سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این زمینه دو استراتژی مختلف گزینش وجود دارد که عبارتند از سرمایه‌گذاری ارزشی و سرمایه‌گذاری رشدی (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۹۱). امروزه مفهوم سهام ارزشی و سهام رشدی در بازارهای سرمایه در سراسر جهان به عنوان یکی از استراتژی‌های مهم سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته و بکار می‌رود. متغیرهایی که حاوی اطلاعات تعیین‌کننده سهام ارزشی و رشدی هستند برای تشکیل پرتفوی سهام و کسب بازده، ارزشمند هستند (تهرانی و خجسته، ۱۳۸۷). کیفیت افشا به عنوان یکی از شاخص‌های اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی (پیری و همکاران، ۱۳۹۴)، از عوامل مؤثر در دستیابی به بازار کارای سرمایه است. انتظار می‌رود بهبود کیفیت افشاء از طریق کاهش هزینه مبادله، بازده سهام را تحت تأثیر قرار دهد (خواجوی و ممتازیان، ۱۳۹۳). بطوریکه شرکت‌ها می‌توانند، با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشاء، عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه مبادله اوراق بهادار و هزینه سرمایه را کاهش و در نتیجه بازده خود را بهبود بخشند (اسپینوزا و تامبتا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). بدین ترتیب، کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌تواند بر بازده سهام‌ها آن‌ها تأثیرگذار باشد (خواجوی و ممتازیان، ۱۳۹۳). با توجه به مطالب مطرح شده و با عنایت به اینکه تاکنون پژوهشی در رابطه با کیفیت گزارشگری مالی و بازده سهام رشدی و ارزشی، در بورس اوراق بهادار تهران، صورت نگرفته است، لذا یکی از اهداف این پژوهش، پر کردن این خلأ مطالعاتی است و در این راستا به بررسی تجربی این موضوع در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. جهت دستیابی به این هدف، به منظور اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از چهار معیار کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، کیفیت افشاء و دقت اطلاعات مالی و همچنین به منظور تفکیک بازده سهام به رشدی و ارزشی از مدل شش عاملی هاگن<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) استفاده شده است.

## مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش سهام رشدی

سهام رشدی سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، بالاتر از میانگین بازار است. سهام رشدی متعلق به شرکت‌هایی است که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و تا حد امکان از توزیع سود خودداری می‌کنند. این شرکت‌ها عموماً دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب هستند (فاما و فرنچ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). دلیل اصلی

<sup>1</sup> Hendriksen & Breda

<sup>2</sup> Espinosa & Trombetta

<sup>3</sup> Haugen

<sup>4</sup> Fama & French

سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام رشدی، سرمایه‌گذاری در رشد آینده سودهای شرکت است. سرمایه‌گذاران رشدی، به دنبال سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی هستند که طی دوره‌های زمانی گذشته، رشدی سریع‌تر از حد متوسط داشته‌اند و بنابراین قابلیت رشد بالایی دارند. سرمایه‌گذاری رشدی، به طور عمده بازده سرمایه‌گذاری خود را از محل افزایش در قیمت‌های سهام به دست می‌آورند (بنایی‌زاده و کردلویی، ۱۳۹۲).

### سهام ارزشی (سهام قیمتی)

سهام ارزشی، سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، پایین‌تر از میانگین بازار است (فاما و فرنچ، ۲۰۰۳). سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی، به ارزش روز شرکت توجه می‌کنند، بدون آنکه انتظار رشد چشم‌گیر و یا تغییر عمده در سودآوری شرکت داشته باشند. به همین علت این گونه سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاران در سهام رشدی از حاشیه اطمینان بالاتری برخوردارند (حبیبی ثمر و همکاران، ۱۳۹۴). سهام ارزشی متعلق به شرکت‌هایی است که از نظر سودآوری وضعیتی مطلوب دارند، اما بازار، سهام آن‌ها را به صورت موقت، زیر ارزش ذاتی ارزش‌گذاری کرده است. بنابراین، انتظار سرمایه‌گذاران این است که بازار این اشتباه در قیمت‌گذاری را کشف کند و قیمت این سهام افزایش یابد.

فاما و فرنچ (۱۹۹۲)، بیان کردند، سهام ارزشی دارای ضریب حساسیت ( $\beta$ ) و نسبت D/E پایین و نسبت‌های D/P، CF/P، S/P، B/P بالاست. که از بین این نسبت‌ها، نسبت B/P به طور گسترده‌ای به عنوان شاخص ارزش استفاده می‌شود. یکی از روش‌های تشخیص سهام ارزشی از سهام رشدی مدل شش عاملی هاگن است. این مدل برای تفکیک سهام رشدی از سهام ارزشی از ۶ عامل استفاده می‌کند: (هاگن، ۲۰۰۱).

نرخ رشد دارایی‌ها

نرخ رشد ارزش دفتری (نرخ رشد حقوق صاحبان سهام).

نسبت قیمت به ارزش دفتری P/B

نسبت قیمت به فروش P/S

نسبت بازده دارایی‌ها ROA

نسبت بازده ارزش دفتری (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) ROE (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۹۱).

### تفاوت سهام رشدی و سهام ارزشی

سهام رشدی و سهام ارزشی در دو سوی طیف سودآوری قرار دارند. سهام رشدی در پایین این طیف و سهام ارزشی در بالای طیف قرار دارد. بدین ترتیب، در فرایند تکامل شرکت‌ها همواره سهام رشدی به سمت سوددهی بالا و رشد سریع حرکت می‌کند، در حالی که سوددهی شرکت‌های ارزشی کمتر شده، با سرعت کمتری رشد کرده و به سمت سوددهی پایین حرکت می‌کند (کمپبل و تومو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). سوددهی و رشد مورد انتظار بالا به همراه بازدهی مورد انتظار پایین، باعث ایجاد نسبت قیمت به

<sup>1</sup> Campbell & Tuomo

ارزش دفتری هر سهم (P/B) بالا برای سهام رشدی می‌شود، در حالی که سوددهی و رشد مورد انتظار پایین و بازدهی مورد انتظار بالا، نسبت قیمت به ارزش دفتری هر سهم (P/B) پایین را برای سهام ارزشی ایجاد می‌کند (شیتو و آیشاک<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶).

### کیفیت گزارشگری مالی

در بسیاری از مطالعات حسابداری و مالی، کیفیت گزارشگری مالی، میزان صداقت مدیران در ارائه اطلاعات منصفانه و حقیقی برای تصمیم‌گیرندگان تعریف شده است. به بیان دیگر، هرگاه مدیران در نشان دادن ارقام مندرج در صورت‌های مالی دو واژه «بی‌طرفی و عینیت»، را رعایت کرده باشند، می‌توان گفت که کیفیت گزارشگری مالی وجود دارد (براندت و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). همچنین گزارش‌های مالی با کیفیت را می‌توان به عنوان گزارش‌هایی کامل، بی‌طرفانه و عاری از خطا که اطلاعات مفیدی را برای پیش بینی موقعیت اقتصادی و عملکرد شرکت ارائه می‌دهند، تعریف نمود (گینور و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). گزارشگری مالی با کیفیت و صورت‌های مالی شفاف می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله کاهش نوسان بازده سهام را داشته باشد. به عبارت دیگر هر چه صورت‌های مالی شرکت‌ها و به طور خاص سود گزارش شده توسط شرکت‌ها، با کیفیت‌تر باشد از آنجا که بر اساس فرضیه بازار کارا انتظار می‌رود این اطلاعات در قیمت سهام متبلور شده باشد، لذا قیمت سهام دچار نوسان کمتری خواهد بود (قربانی و همکاران، ۱۳۹۲).

### پیشینه پژوهش

در زمینه رابطه کیفیت گزارشگری مالی و بازده سهام رشدی و ارزشی، تاکنون پژوهشی صورت نگرفته است، اما درباره برخی متغیرهای مطرح شده در این پژوهش، مطالعاتی انجام شده که در ادامه به آن‌ها اشاره شده است: بین و لیائو<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) در پژوهش خود تأثیر افزایش کیفیت شرکت در بازده سهام را بررسی نمودند. آن‌ها معتقدند سطح کیفیت شرکت می‌تواند به سرمایه‌گذاران در بررسی رقابتی بودن شرکت، از نظر سودآوری، ایمنی، رشد و پرداخت کمک کند. یافته‌ها نشان داد شرکت‌های دارای کیفیت بالا به مراتب، از بازدهی بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت پایین دارند، برخوردارند. همچنین نتایج آن‌ها حاکی از آن است که افزایش کیفیت، قابلیت پیش‌بینی کوتاه مدت و بلندمدت بازده آتی سهام را دارد. هوسینل و چکیب<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تونس طی دوره زمانی ۱۹۹۷-۲۰۱۳ را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان داد برخی از ویژگی‌های اطلاعات مالی از قبیل قابلیت اطمینان و یکنواختی، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. در حالیکه محافظه کاری و مربوط بودن، تأثیر قابل توجهی در تصمیمات سرمایه‌گذاری ندارند.

جورجیو و توماکاس<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین خالص دارایی عملیاتی، اختیارات مدیران و بازده سهام پرداختند. آن‌ها برای این منظور با استفاده از داده‌های ۱۶ کشور اروپایی بالغ بر ۳۲۰ مشاهده (۷۵۱ شرکت سال)، در بازه زمانی طولانی

<sup>1</sup> Shittu & Ishak

<sup>2</sup> Brandt et al

<sup>3</sup> Gaynor et al

<sup>4</sup> Yin & Liao

<sup>5</sup> Houcinel & Chakib

<sup>6</sup> Georgios & Thomakos

مدت ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۹ به این نتیجه رسیدند که بین دارایی عملیاتی و بازده سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. بدین معنا که هر چقدر خالص دارایی در شرکت بیشتر شود، به مراتب بازده سهام نیز بهبود می‌یابد و همچنین اختیارات مدیران نیز این رابطه را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

کوردیو و ماچادو<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) استراتژی سهام رشدی و ارزشی را مورد مطالعه قرار دادند. سهام رشدی و ارزشی بر حسب دو معیار نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نیز نسبت جریان‌های نقدی از یکدیگر تفکیک گردید. یافته‌ها حاکی از آن بود که بر حسب هر دو طبقه‌بندی، سودآوری سهام رشدی بیش‌تر از سهام ارزشی است.

راجگوپال و وینکتچالم<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی تحت عنوان، کیفیت گزارشگری مالی و پراکندگی بازده غیرعادی سهام، رابطه بین کاهش در کیفیت گزارشگری مالی و پراکندگی بازده غیرعادی سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که کاهش در کیفیت گزارشگری مالی موجب افزایش نوسان بازده غیر عادی سهام شرکت‌ها می‌شود.

حسینی و موسلی<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و بازده سهام در انگلستان پرداختند. هدف اصلی آن‌ها بررسی نقش شفافیت گزارشگری مالی در افزایش توانایی سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی بهتر سودهای آتی می‌باشد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که کیفیت افشا یک عامل ریسکی با اهمیت می‌باشد و شرکت‌هایی که کیفیت افشای ضعیفی دارند نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت افشای قوی دارند هزینه سرمایه بیشتری را تحمل می‌کنند.

بلازنکو و یافن<sup>۴</sup> (۲۰۱۰)، دو پرتفوی سهام رشدی و ارزشی برای سال‌های ۱۹۷۶ الی ۲۰۰۷ تشکیل دادند. آن‌ها با استفاده از مدل ارزیابی پویای حقوق صاحبان سهام، معیارهای جدیدی برای ارزیابی بازده مورد انتظار ارائه و این معیار جدید را بازده مورد انتظار رشد ثابت، نام‌گذاری کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که افزایش بازده همراه با افزایش سودآوری، برای سهام ارزشی بیشتر از سهام رشدی است.

یزدانیان و حاجی اکبری (۱۳۹۸) تأثیر نوسانات نرخ ارز بر سطوح چولگی و کشیدگی بازده پرتفوی سهام را مورد بررسی قرار دادند. جامعه آماری پژوهش شامل ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۶ بوده و روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون داده‌های ترکیبی است. نتایج حاکی از آن است که نوسانات نرخ ارز بر کشیدگی سیستماتیک پرتفوی سهام تأثیر مستقیم داشته است، اما تأثیر آن بر چولگی سیستماتیک بازده تأیید نشده است.

کیقبادی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان پرداختند، بدین منظور آن‌ها اطلاعات ۱۰۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ را با استفاده از روش معادلات هم‌زمان و رگرسیون مقطعی مورد آزمون قرار دادند. کیفیت افشای اطلاعات شرکتی با استفاده از نمره افشای شرکت‌های بورسی، عدم تقارن اطلاعاتی نیز با استفاده از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش و در نهایت نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از لگاریتم طبیعی یک به علاوه انحراف معیار بازده روزانه سهام کمی شده است. یافته‌ها نشان داد کیفیت بالای افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و بدین ترتیب عدم تقارن اطلاعاتی پایین نیز منجر به کاهش نوسان پذیری بازده سهام می‌شود.

<sup>1</sup> Cordeiro & Machado

<sup>2</sup> Rajgopal, & Venkatachalam

<sup>3</sup> Hussainey & mouselli

<sup>4</sup> Blazenko & Yufen

ناظمی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ پرداختند. بدین منظور سیستم معادلات همزمان با استفاده از روش رگرسیون دو مرحله‌ای برآورد شد. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه متقابل بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام است. به عبارت دیگر، نتایج حاصل از سیستم معادلات همزمان، از اطمینان و صحت بیشتری نسبت به برآورد تک معادله‌ای برخوردار است.

خواجوی و ممتازیان (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده سهام جاری و آتی سهام پرداختند. برای سنجش متغیر کیفیت افشا، از امتیاز کیفیت افشای هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران منتشر می‌شود، استفاده شده است. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۱۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۹ می‌باشد. یافته‌ها بیانگر آن است که کیفیت افشا بر بازده جاری و آتی سهام شرکت‌ها تأثیر مثبتی دارد و شرکت‌های دارای کیفیت افشای بالاتر، دارای بازده سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشای پایین‌تر می‌باشند.

حساس یگانه و امید (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر تأخیر واکنش قیمت سهام و از سوی دیگر به بررسی تأثیر تأخیر واکنش قیمت سهام بر بازده آتی سهام پرداختند. یافته‌های این تحقیق نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی با تأخیر واکنش قیمت سهام رابطه مستقیم و مربوط بودن با تأخیر واکنش سهام رابطه معکوس دارد. در این تحقیق بین پایداری سود و تأخیر واکنش سهام رابطه معناداری یافت نشد. همچنین، مشاهده گردید که تأخیر واکنش قیمت سهام قدرت تبیین بازده غیرعادی را ندارد.

بنایی‌زاده و کردلویی (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای به بررسی اختلاف بین بازده دو نوع سهام رشدی و ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ پرداختند. در این پژوهش برای بررسی ارتباط بین نسبت ارزش دفتری به بازار و بازده سهام رشدی و ارزشی، بازده سهام به سه نوع کل، سرمایه‌ای و نقدی؛ و سهام رشدی و ارزشی به دو گروه کوچک و بزرگ تقسیم شده است. نتایج نشان داد، در گروه کوچک، بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با دو نوع بازده کل و سرمایه‌ای ارتباط معناداری وجود دارد. در حالیکه با بازده نقدی رابطه‌ای یافت نشد. در گروه بزرگ این ارتباط برای سهام رشدی همانند گروه کوچک و برای سهام ارزشی حاکی از عدم وجود ارتباط بین نسبت ارزش دفتری به بازار با سه نوع بازده کل، سرمایه‌ای و نقدی می‌باشد. بازده سرمایه‌ای سهام رشدی بزرگ‌تر از بازده نقدی و در سهام ارزشی خلاف این موضوع است. همچنین نتایج حاکی از بالاتر بودن بازده سهام رشدی در مقایسه با سهام ارزشی بوده است.

## روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و مبتنی بر پژوهش‌های میدانی، از نظر روش، از نوع همبستگی و از نظر روش، در زمره پژوهش‌های پس‌رویدادی است.

جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره مورد تحقیق یک دوره ده ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ می‌باشد؛ از کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۲۰ شرکت با حذف مستقیم به عنوان نمونه انتخاب شدند. از آنجا که داده‌های تحقیق حاضر اطلاعات مربوط به ۱۲۰ شرکت موجود در نمونه طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ می‌باشد، لذا از داده‌های ترکیبی جهت بررسی و تحلیل نتایج استفاده می‌شود و از آنجا که متغیر وابسته تحقیق بازده سهام رشدی و ارزشی، به صورت صفر و یک تعریف شده است که یک متغیر

باینری است، بنابراین باید از روش رگرسیون لجستیک مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده نمود، متغیر وابسته در مدل‌های رگرسیون لجستیک باینری، یک متغیر وابسته دو سطحی با مفهوم عضویت یا عدم عضویت در یک گروه، یا بلی یا خیر می‌باشد که به صورت صفر و یا یک ارزش‌گذاری شده است به مدل‌هایی که این گونه متغیرها در آن لحاظ می‌شوند، مدل‌های انتخاب گسسته می‌گویند که اساساً جزء مدل‌های غیر خطی به شمار می‌روند که یکی از پرکاربردترین آن‌ها مدل لاجیت می‌باشد (رضائی‌تبار و محمدزاده، ۱۳۹۰). مهم‌ترین ویژگی روش رگرسیون لجستیک باینری این است که نیازی به برقراری فروض نرمالیتی و همسانی واریانس نیست.

### فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه‌های اصلی و فرعی تحقیق بدین صورت مطرح شده است:  
فرضیه اصلی: کیفیت گزارشگری مالی با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه مثبت (منفی) و معناداری دارد.  
فرضیه‌های فرعی:

- فرضیه اول: کیفیت ارقام تعهدی با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.
- فرضیه دوم: دقت اطلاعات مالی با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.
- فرضیه سوم: ارقام تعهدی اختیاری با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.
- فرضیه چهارم: درآمدهای اختیاری با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.

### الگوها و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از الگوهای رگرسیونی لجستیک شماره (۱)، (۲)، (۳) و (۴) برآورد گردیده است:

الگوی ۱:

$$P(\text{returns}) = 1 / \{1 + \text{EXP}[-(\beta_0 + \beta_1 \text{Accrual quality}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{roe}_{i,t})]\}$$

الگوی ۲:

$$P(\text{returns}) = 1 / \{1 + \text{EXP}[-(\beta_0 + \beta_1 \text{Accuracy}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{roe}_{i,t})]\}$$

الگوی ۳:

$$P(\text{returns}) = 1 / \{1 + \text{EXP}[-(\beta_0 + \beta_1 \text{Optional accruals}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{roe}_{i,t})]\}$$

الگوی ۴:

$$P(\text{returns}) = 1 / \{1 + \text{EXP}[-(\beta_0 + \beta_1 \text{Optional income}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{roe}_{i,t})]\}$$

**متغیر مستقل:** کیفیت گزارشگری مالی می‌باشد که به روش‌های زیر اندازه‌گیری می‌شود:



کیفیت ارقام تعهدی (Accrual quality): در این پژوهش برای اندازه‌گیری کیفیت ارقام تعهدی از الگوی مکنیکولز<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) استفاده شده است:

$$\Delta WC_t = \alpha + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \beta_4 \Delta REV_t + \beta_5 PPE_t + \varepsilon \quad \text{معادله (۱)}$$

که  $\Delta WC_t$ : تغییرات سرمایه در گردش است که از تغییرات حساب‌های دریافتی به علاوه تغییرات موجودی کالا و سایر دارایی‌های جاری منهای تغییرات حساب‌های پرداختی محاسبه می‌شود؛  
CFO: وجوه نقد حاصل از عملیات واحد تجاری است؛  
 $\Delta REV_t$ : تغییرات در درآمد سال جاری است؛

PPE<sub>t</sub>: برابر است با میزان تجهیزات، اموال و ماشین‌آلات دوره جاری. همه متغیرهای فوق‌الذکر با استفاده از متوسط جمع دارایی‌ها همگن شده‌اند. انحراف معیار خطای باقی‌مانده الگوی (۱)، نشان دهنده کیفیت ارقام تعهدی می‌باشد و هر اندازه مقدار آن کمتر باشد، کیفیت گزارش‌گری مالی بالاتر خواهد بود. همه متغیرهای بالا با استفاده از متوسط جمع دارایی‌ها استاندارد می‌شوند. انحراف معیار خطای باقی‌مانده مدل مذکور نشان‌دهنده کیفیت ارقام تعهدی بوده و کمتر بودن این عدد، بیانگر کیفیت بیشتر گزارش‌گری مالی است.

دقت اطلاعات مالی (Accuracy): برای اندازه‌گیری میزان دقت اطلاعات مالی به صورت تجربی از پس ماندهای معادله رگرسیون پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده با استفاده از اجزای تشکیل دهنده سود عملیاتی حسابداری یک دوره قبل استفاده می‌گردد (بارث و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱).

$$CFO_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 \Delta AR_{i,t} + \beta_3 \Delta INV_{i,t} + \beta_4 \Delta AP_{i,t} + \beta_5 DEPR_{i,t} + \beta_6 OTHER_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad \text{معادله (۳)}$$

که در آن

CFO: جریان وجوه نقد حاصل از عملیات؛

AR: تغییر در حسابداری دریافتی؛

INV: تغییر در موجودی کالا؛

AP: تغییر در حساب‌های پرداختی و بدهی‌های معوق؛

DEPR: هزینه استهلاک دارایی‌های ثابت و نامشهود؛

OTHER: خالص سایر ارقام تعهدی است که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$OTHER = OP - (CFO + \Delta AR + \Delta INV + \Delta AP - DEPR)$$

که در آن OP: برابر است با سود عملیاتی واحد تجاری و  $\varepsilon$ : مقدار خطا که فرض می‌شود دارای میانگین صفر و واریانس ثابت است.

<sup>1</sup> McNichols

<sup>2</sup> Barth et al



معیار تجربی اندازه گیری کیفیت گزارشگری مالی، قدر مطلق پس ماندها یعنی  $RES = |\epsilon_{i,t+1}|$  می باشد. هر قدر پس ماندها کوچکتر باشد بیانگر دقت اطلاعات مالی و کیفیت بالای گزارشگری مالی می باشد. میانه پس ماندها به عنوان مرز تفکیک کیفیت اطلاعات در نظر گرفته می شود. به این مفهوم که اگر پس ماندهای معادله مساوی یا کمتر از میانه قدر مطلق پس ماندها باشد، گزارشگری مالی با کیفیت و در غیر این صورت بی کیفیت فرض می شود.

اقلام تعهدی اختیاری (Optional accruals): برای اندازه گیری اقلام تعهدی اختیاری از مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۷) استفاده شده است:

معادله (۴)

$$\frac{TA_{i,t}}{LTA} = \delta_0 + \delta_1 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{LTA} + \delta_2 \frac{PPE_{i,t}}{LTA} + \delta_3 ROA_{i,t} + \eta_{i,t}$$

$TA_{i,t}$ : کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$  است که با استفاده از معادله (۵) محاسبه می شود:

معادله (۵)

$$TA_{i,t} = TCA_{i,t} - DEPN_{i,t}$$

LTA: جمع کل دارایی ها در پایان سال مالی قبل برای شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta AR_{i,t}$ : تغییرات حساب های دریافتی شرکت  $i$  در سال  $t$

$ROA_{i,t}$ : نرخ بازده دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$

سمت راست معادله (۴) کل اقلام تعهدی شرکت و سمت چپ آن اقلام تعهدی غیر اختیاری را نشان می دهد. مابه التفاوت این دو سمت معادله ( $\eta_{i,t}$ ) نشان دهنده اقلام تعهدی اختیاری است (حبیب و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱).

$$TCA = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta CFO_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t}$$

درآمدهای اختیاری (Optional income): معیار درآمدهای اختیاری توسط استابن (۲۰۱۰)؛ و مک نیکلز و استابن<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) ارائه شده است. برای برآورد این معیار از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$DAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DRev_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

که در آن؛  $DAR_{i,t}$  تغییرات سالانه حساب های دریافتی تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره،  $DRev_{i,t}$  تغییرات سالانه درآمدها تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره.

درآمدهای اختیاری، باقی مانده الگو می باشد. در این پژوهش، قدر مطلق درآمدهای اختیاری در منفی یک ضرب شده است. بنابراین ارزش های بالاتر DisRev بیانگر کیفیت بالای گزارشگری مالی است (مک نیکلز و استابن، ۲۰۰۸؛ گوماریز و بالستا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴).

**متغیر وابسته:** متغیر وابسته پژوهش بازده سهام رشدی و ارزشی بر اساس مدل هاگن می باشد.  
بازده سهام

<sup>1</sup> Habib et al

<sup>2</sup> McNichols & Stubben

<sup>3</sup> Gomariz & Ballesta

$Return_{i,t}$ : نرخ بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

بازده عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر) از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین به سرمایه‌ای که برای بدست آوردن این عایدی در ابتدای دوره مصرف گردیده است، و شامل تغییر در اصل سرمایه (تغییر قیمت سهام) و سود نقدی دریافتی می‌باشد. برای محاسبه نرخ بازده سهام عادی، قیمت سهام عادی را در آخر سال از قیمت آن در دوره در اول همان سال کسر و سپس سود سهام دریافتنی به آن اضافه می‌شود آنگاه حاصل جمع قیمت همان سهم در اول دوره تقسیم می‌شود (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۴).

نرخ بازده سهام بیانگر میزان بازده و منفعتی است که سرمایه‌گذار از خرید سهم خود بدست می‌آورد (دهقان و همکاران، ۱۳۹۸).

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}}$$

در مرحله بعد برای تفکیک بازده سهام به رشدی و ارزشی از دو متغیر از مدل شش عاملی هاگن استفاده شده است، بدین صورت که بازده شرکت‌ها بر اساس نسبت‌های مدل هاگن رتبه بندی شده، بازده شرکت‌های کمتر از مقدار میانه به عنوان سهام ارزشی و مقادیر بالاتر از میانه به عنوان بازده سهام رشدی طبقه‌بندی شده‌اند. (هاگن، ۲۰۰۱).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{قیمت سهم در پایان سال انتخاب نمونه}}{\text{پیش بینی سهم}}$$
$$\text{رشد دارایی ها} = \frac{[\text{دارایی شرکت در سال } n] - [\text{دارایی شرکت در سال } (n-1)]}{\text{دارایی شرکت در سال } (n-1)}$$

در مرحله بعد برای تفکیک بازده سهام به رشدی و ارزشی از مدل شش عاملی هاگن استفاده شده است، بدین صورت که بازده شرکت‌ها بر اساس نسبت‌های مدل هاگن رتبه بندی شده، بازده شرکت‌های کمتر از مقدار میانه به عنوان سهام ارزشی و مقادیر بالاتر از میانه به عنوان بازده سهام رشدی طبقه‌بندی شده‌اند (هاگن، ۲۰۰۱).

$$ROA = \frac{EBIT - Tax}{\text{میانگین کل دارایی شرکت}}$$

$$ROE = \frac{\text{سود خالص بعد از مالیات}}{\text{میانگین حقوق صاحبان سهام شرکت}}$$

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: عبارت است از بزرگ و یا کوچک بودن یک شرکت مورد رسیدگی حسابرسان. هرچه اندازه‌ی شرکت بزرگ‌تر باشد، تعداد قراردادهای نظارتی و حاکمیت شرکتی نیز افزایش پیدا می‌کند؛ بنابراین، حسابرسان در ارائه گزارش حسابرسی

دقت بیشتری را اعمال می‌کنند. همچنین در شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن سیستم‌های حسابداری و کنترل‌های داخلی مطلوب احتمال دریافت گزارش حسابرسی غیر مقبول پایین خواهد بود (نیکومرام و بادآور، ۱۳۸۸).  
اهرم مالی: این متغیر از طریق نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. اهرم مالی نشان دهنده توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها، خصوصاً بدهی‌های بلندمدت است.

### یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی: در جدول زیر نتایج مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه شده است:

جدول (۱): آمار توصیفی

تعداد مشاهدات	احتمال	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	کم‌ترین	بیشترین	میان	میانگین	
۸۴۰	۰/۰۰۰	۳۲/۸۲	۴/۸۹	۰/۳۸۳	-۱/۳۸۷	۲/۴۲۷	۰/۰۱۸	۰/۰۶۲	اقدام تعهدی اختیاری
۸۴۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۵۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۸	درآمد اختیاری
۸۴۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۵۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۸	دقت اطلاعات مالی
۸۴۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۵۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۸	کیفیت اقدام تعهدی
۸۴۰	۰/۰۰۰	۱۶/۸۲۴	۳/۱۷۱	۱/۱۷۴	-۰/۸۵۶	۸/۰۵۶	۰/۰۶۵	۰/۴۷۰	بازده سهام
۸۴۰	۰/۰۰۰	۱۲/۸۳۴	-۱/۸۷۵	۰/۰۶۵	۰/۵۷۲	۱/۳۵۵	۰/۹۷۷	۰/۹۶	اهرم مالی
۸۴۰	۰/۰۰۰	۵۷/۱۵۰	۳/۳۷۸	۰/۱۹۳	-۱/۰۶۳	۲/۸۹۷	۰/۰۷۸	۰/۱۰۲	نسبت سودآوری
۸۴۰	۰/۰۰۰	۱۷/۵۳۹	-۰/۵۲۸	۰/۵۲۱	-۲/۸۹۸	۲/۶۱۹	۰/۲۳۲	۰/۲۵۱	نسبت سودآوری به حقوق صاحبان سهام
۸۴۰	۰/۰۰۰	۳/۷۶۱	۰/۵۸۴	۱/۴۵۹	۱۰/۱۶۶	۲۰/۵۴۹	۱۴/۰۹۰	۱۴/۲۳۴	اندازه شرکت

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها جهت برآورد و تخمین مدل‌ها و بررسی آن‌ها، ابتدا از شاخص‌های توصیفی مربوط به متغیرها استفاده می‌شود. نتایج مربوط به مقدار شاخص‌های توصیفی متغیرها در جدول (۱) گزارش شده است. در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میان و از شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار و شاخص‌های توزیع همچون چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در این تحقیق بیشترین کشیدگی را نسبت سودآوری (۵۷/۱۵۰) و کم‌ترین کشیدگی را متغیرهای کیفیت گزارشگری مالی اعم از درآمد اختیاری، دقت اطلاعات مالی و کیفیت اقدام تعهدی (۱/۰۰۰) دارد همچنین اهرم مالی (۰/۰۶۵) کم‌ترین مقدار انحراف معیار را داشته است لذا بیشترین دقت را دارد.

### بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

جدول (۲): آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

آماره‌ی آزمون لوین، لین و چو		متغیرها
نتیجه	احتمال	آماره
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۳۴/۴۴۶
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۱۸/۶۴۸
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۱۶/۶۱۹
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۲۱/۶۸۲
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۵۲/۱۷۱
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۱۲/۵۹۱
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	-۲۵/۸۸۷
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۵۲/۱۷۱
متغیر ماناست	۰/۰۰۰۰	۱۲/۲۸۳

به‌کارگیری روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد مدل بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو مانا هستند، برای بررسی مانایی هر یک از متغیرها از آزمون‌های «لین و چوی» استفاده کرده‌ایم. در این آزمون‌ها اگر احتمال آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد مانا بودن داده‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. نتایج مانایی متغیرهای پژوهش به طور مختصر در جدول ۲ ارائه شده است. تمامی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند.

### آزمون فرضیه‌ها

#### آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: کیفیت ارقام تعهدی با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.

جدول (۳): تحلیل فرضیه اول

رگرسیون لجستیک داده‌های ترکیبی متغیر وابسته: بازده سهام رشدی و ارزشی			
متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z
کیفیت ارقام تعهدی	-۰/۵۸۱	۰/۰۸۹	-۶/۴۷۰
اهرم مالی	۰/۳۳۳	۰/۷۱۱	۰/۴۶۸
بازه حقوق صاحبان سهام	۰/۱۷۳	۰/۰۴۴	۳/۸۷۴
اندازه شرکت	۰/۰۱۶	۰/۰۳۰	۰/۵۵۲
LR chi2			۶۴/۸۹۲

./۰۰۰	Prob chi2
-۵۴۹/۲۴۳	Log likelihood
./۰۵۵	Pseudo R2

در رگرسیون لاجیت دو معیار برای بررسی نکویی برازش استفاده می‌شود که مهم‌ترین آن‌ها LR است. این معیار مانند آماره F در رگرسیون معمولی عمل می‌کند. مقدار  $X^2$  مربوط به این آماره با درجه آزادی هشت برابر  $۶۴/۸۹۲$  است و احتمال مربوط به مدل صفر است. بنابراین فرض عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل اعتماد است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود Log likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگ‌تر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار بدست آمده برای این مدل عدد  $-۵۴۹/۲۴۳$  است، بر این اساس نیز مدل معنادار و قابل اعتماد است.

تحلیل فرضیه اول نشان می‌دهد که کیفیت اقلام تعهدی بر اساس ضریب رگسیون  $۰/۵۸۱$  و احتمال  $۰/۰۰۰$ ، رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است. همچنین متغیرهای کنترلی شرکت اعم از اندازه شرکت، سودآوری و اهرم مالی به ترتیب با احتمال  $۰/۰۰۰$ ،  $۰/۰۰۰$  و  $۰/۰۲۴$  رابطه معناداری با بازدهی سهام رشدی و ارزشی داشته است. از بین متغیرهای کنترلی تنها متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با ضریب  $۰/۱۷۳$  و احتمال  $۰/۰۰۰۱$  رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است اما متغیرهای اهرم مالی و اندازه شرکت رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی نداشته‌اند.

## آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: دقت اطلاعات مالی با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.

### جدول (۴): تحلیل فرضیه دوم

متغیر وابسته: بازده سهام رشدی و ارزشی		رگرسیون لجستیک داده‌های ترکیبی		
احتمال	آماره Z	Std.Error	ضرایب	متغیر
./۰۰۱	-۳/۲۹۷	./۰۸۸۲	-./۲۹۳	دقت اطلاعات مالی
./۲۶۱	./۱۲۳	./۶۹۸	./۷۸۴	اهرم مالی
./۰۰۰۲	۳/۷۴۶	./۰۴۴	./۱۶۵	بازده حقوق صاحبان سهام
./۳۵۲	./۹۲۹	./۰۳۰	./۰۲۸	اندازه شرکت
۳۳/۴۰۷				LR chi2
./۰۰۰				Prob chi2
-۵۶۵/۵۴۰				Log likelihood
./۰۷				Pseudo R2

مقدار  $X^2$  مربوط به این آماره با درجه آزادی هشت برابر  $۳۳/۴۰۷$  است و احتمال مربوط به مدل صفر است. بنابراین فرض عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل اعتماد است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود Log

likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار بدست آمده برای این مدل عدد  $565/540-$  است، بر این اساس نیز مدل معنادار و قابل اعتماد است. تحلیل فرضیه دوم نشان می‌دهد که دقت اطلاعات مالی بر اساس ضریب رگرسیونی  $0/293-$  و احتمال  $0/001$ ، رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است. همچنین از بین متغیرهای کنترلی متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با ضریب  $0/165$  و احتمال  $0/0002$  داشته است. اما متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی نداشته‌اند.

### آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: اقلام تعهدی اختیاری با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.

جدول (۵): تحلیل فرضیه سوم

متغیر وابسته: بازده سهام رشدی و ارزشی		رگرسیون لجستیک داده‌های ترکیبی		
احتمال	آماره Z	Std.Error	ضرایب	متغیر
0/035	-2/107	0/001	0/002	اقلام تعهدی اختیاری
0/095	1/667	0/691	1/152	اهرم مالی
0/0001	3/915	0/044	0/173	بازه حقوق صاحبان سهام
0/785	0/272	0/031	0/008	اندازه شرکت
26/956				LR chi2
0/000				Prob chi2
-582/243				Log likelihood
0/07				Pseudo R2

مقدار  $X^2$  مربوط به این آماره با درجه آزادی هشت برابر  $26/956$  است و احتمال مربوط به مدل صفر است. بنابراین فرض عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل اعتماد است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود Log likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار بدست آمده برای این مدل عدد  $582/243-$  است، بر این اساس نیز مدل معنادار و قابل اعتماد است. تحلیل فرضیه سوم نشان می‌دهد که اقلام تعهدی اختیاری بر اساس ضریب رگرسیونی  $0/002$  و احتمال  $0/035$ ، رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی است همچنین از بین متغیرهای کنترلی متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با ضریب  $0/173$  و سطح معناداری  $0/0001$  رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است و سایر متغیرهای کنترلی ارتباط معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی نداشته‌اند.

## آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم: درآمدهای اختیاری با بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه معناداری دارد.

جدول (۶): تحلیل فرضیه چهارم

متغیر وابسته: بازده سهام رشدی و ارزشی		رگرسیون لجستیک داده‌های ترکیبی		
احتمال	آماره Z	Std.Error	ضرایب	متغیر
۰/۰۰۲	-۲/۹۸۹	۰/۰۸۸	-۰/۲۶۳	درآمدهای اختیاری
۰/۲۱۴	۱/۲۴۰	۰/۶۹۷	۰/۸۶۵	اهرم مالی
۰/۰۰۰۱	۳/۸۵۵	۰/۰۴۴	۰/۱۷۱	بازه حقوق صاحبان سهام
۰/۵۷۲	۰/۵۶۳	۰/۰۳۰	۰/۰۱۷	اندازه شرکت
۳۱/۴۶				LR chi2
۰/۰۰۰۰				Prob chi2
-۵۶۶/۵۱۳				Log likelihood
۰/۰۷				Pseudo R2

مقدار  $X^2$  مربوط به این آماره با درجه آزادی هشت برابر ۳۱/۴۶ است و احتمال مربوط به مدل صفر است. بنابراین فرض عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل اعتماد است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود Log likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگ‌تر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار بدست آمده برای این مدل عدد ۵۶۶/۵۱۳- است، بر این اساس نیز مدل معنادار و قابل اعتماد است.

تحلیل فرضیه چهارم نشان می‌دهد که درآمدهای اختیاری بر اساس ضریب رگرسیونی ۰/۲۶۳- و احتمال ۰/۰۰۲، رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است همچنین متغیر بازده حقوق صاحبان سهام با ضریب ۰/۱۷۱ و سطح معناداری ۰/۰۰۰۱ رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است و سایر متغیرهای کنترلی بی ارتباط با بازده سهام رشدی و ارزشی بوده‌اند.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

در این پژوهش به دنبال بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و بازده پرتفوی سهام بر اساس بازده سهام رشدی و ارزشی بوده‌ایم، در این راستا چهار فرضیه تدوین شد. آزمون فرضیه اول نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی رابطه معناداری با سهام رشدی و ارزشی داشته است به نحوی که با افزایش کیفیت اقلام تعهدی بازده سهام به سمت رشدی سوق پیدا کرده است. نتایج آزمون فرضیه دوم هم بیانگر این بود که دقت اطلاعات مالی با بازده سهام رشدی و ارزشی رابطه معناداری داشته است به نحوی که هرچه دقت اطلاعات مالی بیشتر باشد بازده سهام به سمت رشدی سوق پیدا کرده است و نتایج فرضیه سوم هم بیانگر این بود که اقلام تعهدی اختیاری به عنوان معیار سوم کیفیت گزارشگری مالی رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است و در نهایت فرضیه چهارم هم بیانگر این بود که درآمدهای اختیاری رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و



ارزشی داشته است، همچنین بازده حقوق صاحبان سهام هم ارتباط مثبت و معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته است، بنابراین با افزایش کیفیت گزارشگری مالی توسط شرکتها و مدیران، سهام شرکتها به سمت بازده رشدی سوق پیدا کرده‌اند و از دید سرمایه گذاران بیشتر ارزش گذاری شده‌اند به نحوی که بازده بیشتری پیدا کرده‌اند. نتایج این پژوهش موافق با پژوهش‌های زیر است:

بین و لیائو (۲۰۱۹) بیان کرده‌اند که شرکت‌های دارای کیفیت بالا به مراتب، از بازدهی بالاتری نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت پایین دارند، برخوردار بوده‌اند. هوسینل و چکیب (۲۰۱۷) یافته‌ها نشان داد برخی از ویژگی‌های اطلاعات مالی از قبیل قابلیت اطمینان و یکنواختی، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. جورجیو و توماکاس (۲۰۱۶) بیان کرده‌اند که بین خالص دارایی عملیاتی و بازده سهام رابطه مستقیم و معناداری وجود داشته است و هر چقدر خالص دارایی در شرکت بیشتر شود، به مراتب بازده سهام نیز بهبود می‌یابد و همچنین اختیارات مدیران نیز این رابطه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. کوردیو و ماچادو (۲۰۱۳) نشان دادند که سودآوری سهام رشدی بیش‌تر از سهام ارزشی است. راجگوپال و وینکتچالم (۲۰۱۱) بیان کرده‌اند که کاهش در کیفیت گزارشگری مالی موجب افزایش نوسان بازده غیر عادی سهام شرکتها می‌شود. حسینی و موسلی (۲۰۱۰) نشان داده‌اند که کیفیت افشا یک عامل ریسکی با اهمیت می‌باشد و شرکت‌هایی که کیفیت افشای ضعیفی دارند نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت افشای قوی دارند هزینه سرمایه بیشتری را تحمل می‌کنند. بلازنکو و یافن (۲۰۱۰) نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که افزایش بازده همراه با افزایش سودآوری، برای سهام ارزشی بیشتر از سهام رشدی است. یزدانیان و حاجی اکبری (۱۳۹۸) نشان داده‌اند که نوسانات نرخ ارز بر کشیدگی سیستماتیک پرتفوی سهام تأثیر مستقیم داشته است. کیقبادی و همکاران (۱۳۹۷) نشان دادند که کیفیت بالای افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و بدین ترتیب عدم تقارن اطلاعاتی پایین نیز منجر به کاهش نوسان پذیری بازده سهام می‌شود. ناظمی و همکاران (۱۳۹۴) بیان کرده‌اند که رابطه متقابل بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام وجود داشته است. خواجوی و ممتازیان (۱۳۹۳) نشان دادند که کیفیت افشا بر بازده جاری و آتی سهام شرکتها تأثیر مثبتی دارد و شرکت‌های دارای کیفیت افشای بالاتر، دارای بازده سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشای پایین‌تر می‌باشند. بنایی‌زاده و کردلویی (۱۳۹۲) نشان دادند که در گروه کوچک، بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با دو نوع بازده کل و سرمایه‌ای ارتباط معناداری وجود داشته است همچنین نتایج حاکی از بالاتر بودن بازده سهام رشدی در مقایسه با سهام ارزشی بوده است. با توجه به این نتایج پیشنهاد می‌شود که مدیران شرکتها به اهمیت کیفیت گزارشگری مالی واقف باشند به نحوی که گزارش‌هایی شفاف و کامل ارائه کنند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری از چهار روش استفاده شده بنابراین ممکن است استفاده از سایر روشها نتایج متفاوتی را داشته باشد، لذا به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از سایر روش‌های کیفیت گزارشگری استفاده کنند و همچنین می‌توانند در پژوهشی مشابه تأثیر دوره‌های رکود و تورم را مورد بررسی قرار دهند همچنین به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی نوسانات نرخ تورم و متغیرهای کلان اقتصادی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و بازده سهام رشدی و ارزشی بپردازند

## منابع

- ✓ اسلامی بیدگلی، غلامرضا، فلاح‌پور، سعید، سبزواری، بهار، (۱۳۹۱)، مقایسه بازدهی روش های مختلف انتخاب سهام ارزی و رشدی بر اساس مدل شش عاملی هاگن در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۱۲۵-۱۴۶.
- ✓ بنایی زاده، آمنه، کردلویی، حمیدرضا، (۱۳۹۲)، بررسی بازده سهام رشدی و ارزی بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BE/ME) در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۲، شماره ۷، صص ۱۰۵-۱۳۰.
- ✓ پیری، پرویز، دیدار، حمزه، دانشیار، فاطمه، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی با نوع اظهار نظر حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال سوم، شماره ۵، صص ۴۷-۷۴.
- ✓ پیری، پرویز، دیدار، حمزه، خدایار یگانه، سیما، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره سوم، صص ۹۹-۱۱۸.
- ✓ تهرانی، رضا، خجسته، محمدعلی، (۱۳۸۷)، رابطه بهره‌وری سرمایه با بازده آتی سهام و تأثیر آن بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ارزی و رشدی، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۱-۲۰.
- ✓ ثقفی، علی، عرب مازار یزدی، مصطفی، (۱۳۸۹)، کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱-۲۰.
- ✓ حبیبی ثمر، جواد، تهرانی، رضا، انصاری، کامبیز، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین ریسک نقدشوندگی و ریسک بازار با بازده سهام رشدی و ارزی با رویکرد مدل AHP در بورس اوراق بهادار تهران، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۲۳، صص ۳۹-۵۸.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، امیدی، الهام، (۱۳۹۳)، رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر واکنش قیمت و بازدهی آتی سهام، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۱، شماره ۴۲، صص ۳۱-۵۸.
- ✓ خواجوی، شکراله، ممتازیان، علیرضا، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام، دانش حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۹-۲۷.
- ✓ دستگیر، محسن، گوگردچیان، احمد، آدمیت، ستاره، (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۶، صص ۲۱-۳۷.
- ✓ دهقان، عبدالمجید، فرهادی شریف آباد، محسن، فهیمی، علیرضا، (۱۳۹۸)، بررسی ارتباط ریسک اعتباری بانک‌ها و ریسک و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۸، شماره ۲، صص ۲۴۱-۲۵۶.
- ✓ قربانی، بهزاد، فروغی، داریوش، امیری، هادی، هاشمی، سیدعباس، (۱۳۹۲)، کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیرمتعارف سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۱۷، صص ۴۵-۶۱.
- ✓ کیقبادی، امیررضا، صدیق بهزادی، شادان، طهماسبی خورنه، سعید، سیف، سمیرا، (۱۳۹۷)، تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۶۹-۸۸.

- ✓ ناظمی، امین، ممتازیان، علیرضا، بهپور، سجاد، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه متقابل بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۷، شماره ۲، صص ۲۱۹-۲۴۴.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، احمدخان بیگی، مصطفی، (۱۳۹۷)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی: رویکرد یکپارچه، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۵، شماره ۳، صص ۴۳۳-۴۵۵.
- ✓ نیکومرام، هاشم، بادآور نهندی، یونس، (۱۳۸۸)، تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل موثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایرانی، فراسوی مدیریت، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۴۱-۱۸۷.
- ✓ یزدانیان، نرگس، حاجی اکبری، علی، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر نوسانات نرخ ارز بر سطوح چولگی و کشیدگی بازده پرتفوی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۹، شماره ۲۵، صص ۱۲۱-۱۴۶.
- ✓ Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*. Online <http://www.ssrn.com>.
- ✓ Blazenko, G.W, and Yufen, Fu, (2010), Value Versus Growth in Dynamic Equity Investing, *Journal of Investing*, 19, 1, 25-31
- ✓ Brandt, M. Brav, A. Graham, J. & Kumar, A. (2010). The Diosyncratic Volatility Puzzle: Time Trend or Speculative Episodes?. *Review of Financial Studies*, 23(2) :, 645-682.
- ✓ Campbell, John Y. and Tuomo Vuolteenaho, (2004) , Bad Beta, Good Beta, *American Economic Review*, 94, 5, 1249-1275.
- ✓ Cordeiro, R. A. & Machado, M. A. (2013). Value or growth strategy? Empirical evidence in Brazil, Available Online at: <http://www.ssrn.com>
- ✓ Espinosa, M.N. and Trombetta, M. (2007) , Disclosure interactions and the cost of equity capital: evidence from the Spanish continuous market, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, pp. 1371-1392.
- ✓ Fama, E., & French, K. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47 (2) , 427-465.
- ✓ Fama, E., & French, K. (1997). Industry costs of equity, *Journal of Financial Economics* 43, 153-193.
- ✓ Fama, E. F., & French, K. (2003) , The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*.
- ✓ Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, (2007) , The equity premium, *Journal of Finance*. 47, 427-465.
- ✓ Francis, J., Lafond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 39, pp. 295-327.
- ✓ Gaynor LI, Kelton AN, Mercer MO, Yohn TE. (2016). Understanding the relation between financial reporting quality and audit quality. *Auditing: a Journal of Practice & Theory*, 35: 1-22.
- ✓ Georgios, P., Thomakos, D., Wang, T. (2016). Information in balance sheets for future stock returns: Evidence from netoperating assets. *International Review of Financial Analysis* .20. 269-282.
- ✓ Gomariz FU, Ballesta JU. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40: 494-506.

- ✓ Habib, Ahsan, Hossain, Mahmud and Jiang, Haiyan; (2011) Environmental Uncertainty and the Market Pricing of Earnings Smoothness. *The Journal of Advance in Accounting, Incorporating advances in International Accounting*, No 10, PP1-10.
- ✓ Haugen, R., (2001), *The Inefficient Stock Market: What Pays Off and Why*, 2<sup>nd</sup>.
- ✓ Hendriksen, E. and Van Breda, M. (1991). *Accounting Theory*, Southern Methodist University; Illinois USA.
- ✓ Houcinel, A., & Chakib, K, M. (2017). The Effect of Financial Reporting Quality on Corporate Investment Efficiency: Evidence from the Tunisian Stock Market. *Research in International Business and Finance*,, PP 1-34.
- ✓ Hussainey, kh. and mouselli, s. (2010) Disclosure quality and stock returns in the UK, *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 11, 154-174.
- ✓ McNichols, M. (2002). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*. 19 (4-5) : 313-345.
- ✓ McNichols MA, Stubben ST. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. *American Accounting Association*, 83: 1571-1603.
- ✓ Rajgopal, Shiva and Venkatachalam, Mohan, (2011) Financial Reporting Quality and Idiosyncratic Return Volatility «*The Journal of Accounting and Economics*», No51, PP 1-20.
- ✓ Shittu, I. Che A Ishak, Z. (2016) Does Price to Book Value Predict Stock Price? Evidence from Nigerian Firms. *IJCEM International Journal of Computational Engineering & Management*, Vol. 19 Issue 1.
- ✓ Stubben ST. (2010). Discretionary revenues as a measure of earnings management. *The Accounting Review*, 85: 695-717.
- ✓ Yin, L., & Liao, H. Firm's Quality Increases and the Cross-Section of Stock Returns: Evidence from China, *International Review of Economics and Finance* (2019), <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.12.001>.