

## بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد جاری و آتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدحسین ستایش<sup>۱</sup>، مصطفی کاظم نژاد<sup>۲</sup>، امیر سروستانی<sup>۳</sup>

**چکیده:** در این مقاله، تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد جاری و آتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می شود. در این راستا، تأثیر اندازه و اهرم مالی شرکتهای نیز کنترل شده است. برای سنجش متغیر کیفیت افشا، از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" منتشر می شود، استفاده شد. عملکرد نیز با استفاده از معیارهای حسابداری (بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام) و معیارهای بازار (نسبت بازار به ارزش دفتری و نسبت Q توبین) سنجیده شده است. یافته های بررسی ۱۱۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸، بیانگر آن است که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا با عملکرد جاری و آتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. افزون بر این، در تمام فرضیه ها، رابطه متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی با معیارهای عملکرد معنادار بود.

**واژه های کلیدی:** کیفیت افشا، عملکرد جاری، عملکرد آتی، اندازه، اهرم مالی

۱. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شیراز، ایران

۲. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شیراز، ایران

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۲/۰۶

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۰۶/۱۵

نویسنده مسئول مقاله: محمد حسین ستایش

E-mail: Setayesh@shirazu.ac.ir

**مقدمه**

صاحبان سرمایه، اعتباردهندگان، دولت و دیگر استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی شرکت‌ها برای تصمیم‌گیری در زمینه خرید، فروش، نگهداری سهام، اعطای وام، ارزیابی عملکرد مدیران و دیگر تصمیم‌های اقتصادی مهم به اطلاعات مالی معتبر، مربوط و باکیفیت نیاز دارند. به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران زمانی در یک واحد اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کنند که نخست درباره آن اطلاعات کافی (شامل اطلاعات مالی) داشته باشند و در ثانی به این اطلاعات اطمینان کنند. اعتباردهندگان نیز بدون اطلاع از وضعیت مالی و عملکرد مالی یک واحد نمی‌توانند منابع مالی خود را در اختیار آن قرار دهند. بنابراین، انتظار می‌رود کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده به‌وسیله شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری و ارزیابی استفاده‌کنندگان مؤثر باشد.

بر اساس مفروضات اساسی تئوری نمایندگی، بین مالک و نماینده تضاد منافع بالقوه وجود دارد؛ بنابراین، برای مقابله با چنین تضادی، سازوکارهای کنترلی مختلفی طراحی شده است. سازوکارهای کنترلی شرکت، ابزارهایی هستند که اقدامات مدیریت شرکت را در جهت همسویی با منافع سرمایه‌گذاران سوق می‌دهند. اطلاعات افشا شده به‌عنوان بخشی از سازوکارهای کنترلی به سرمایه‌گذاران در منضبط کردن مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر کمک کرده، این مدیران را ترغیب می‌کند تا در راستای منافع سهامداران و بهبود عملکرد شرکت، گام بردارند (Bushman & Smith, 2003). مبانی نظری و شواهد تجربی حاکی از آن است که رابطه‌ای معکوس و معنادار بین کیفیت اطلاعات افشا شده به‌وسیله شرکت‌ها و هزینه سرمایه آنها وجود دارد (دستگیر و بزاززاده، ۱۳۸۲؛ Botosan, 1997). کیفیت بالای افشا و تقارن اطلاعاتی موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. برعکس، هرچه کیفیت افشای اطلاعات پایین‌تر و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران به جهت پذیرش ریسک بیشتر، هزینه سرمایه بالاتری را مطالبه می‌کنند. افزون‌بر این، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مسئله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار مواجه با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند و هزینه داد و ستد آنها در زمان خرید و فروش بیشتر است؛ بنابراین، خریداران تمایل کمتری به خرید آنها دارند. سرمایه‌گذاران برای اضافه هزینه معاملاتی پرداخت‌شده، پاداش بیشتری مطالبه می‌کنند. با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشا، شرکت‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه سرمایه را کاهش و در نتیجه عملکرد خود را بهبود بخشند (Amihud & Mendelson, 1986). با توجه به مطالب پیش‌گفته، انتظار می‌رود، کیفیت

افشای شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیرگذار باشد. پژوهش حاضر به بررسی تجربی این موضوع در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. ادامه مقاله بدین صورت است که در ابتدا مبانی نظری پژوهش شامل مفهوم کیفیت افشا و تأثیر آن بر عملکرد ارائه می‌شود. پس از آن پیشینه و فرضیه‌های پژوهش مطرح می‌شود. در ادامه متغیرها و روش پژوهش شرح داده می‌شود. سپس به تجزیه و تحلیل نتایج پرداخته می‌شود. در پایان بحث و نتیجه‌گیری شامل پیشنهادهای پژوهش و محدودیت‌های موجود در انجام پژوهش عنوان خواهد شد.

## مبانی نظری پژوهش

### کیفیت افشا

در ادبیات حسابداری از سازه‌های متعددی مانند مناسب بودن، جامعیت، آگاهی‌دهندگی و به‌موقع بودن به‌عنوان نماینده کیفیت افشا استفاده شده است. بال و همکاران (۲۰۰۰) و کوئاری (۲۰۰۰)، شفافیت را به‌عنوان ترکیبی از ویژگی‌های به‌موقع بودن و محافظه‌کاری، تفسیر می‌کنند. بارث و شیپر (۲۰۰۸) ادعا می‌کنند، شفافیت گزارشگری مالی، حدودی است که گزارش‌های مالی، امور اساسی اقتصادی یک واحد تجاری را به‌گونه‌ای که به‌آسانی برای استفاده‌کنندگان از آن گزارش‌ها قابل فهم است، آشکار می‌کند. از دیدگاه حسابداری، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری شامل منابع واحد تجاری، ادعاها نسبت به آن منابع، تغییر در منابع، ادعاها و جریان‌های نقدی، ریسک‌های شرکت و چگونگی مدیریت آن است.

### تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد

لانگ و لاندلم (۱۹۹۶) معتقدند، کیفیت افشای بالاتر از طریق افزایش تقارن اطلاعاتی، میزان غافلگیری (شگفتی) درمورد عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد و باعث کاهش نوسان قیمت سهام، انجام مبادلات بیشتر روی سهام می‌شود و بهبود عملکرد شرکت را در پی خواهد داشت. به‌طور کلی، به دلایل زیر انتظار می‌رود، شرکت‌های دارای کیفیت افشای بالاتر، عملکرد بهتری داشته باشند:

۱. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به‌گونه‌ای عمل کنند یا تصمیم‌هایی را بگیرند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. مطابق این تئوری باید سازوکار کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت سهامداران از تضاد منافع ایجاد شود. موضوع شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه‌شده در

آن، به‌عنوان یک راهکار عملی مورد توجه قرار گرفته است (حساس یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷؛ Karamanou & Vafeas, 2005). بنابراین، اطلاعات با کیفیت افشا شده به‌عنوان بخشی از سازوکارهای کنترلی به سرمایه‌گذاران در منضبط کردن مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر کمک کرده، مدیران را ترغیب می‌کند تا در راستای منافع سهامداران و بهبود عملکرد شرکت گام بردارند (Bushman & Smith, 2003). افشای عمومی و با کیفیت اطلاعات، همچنین شرایط نظارت عالی بر عملکرد و در نتیجه بهبود عملکرد را فراهم می‌کند (حساس یگانه و نادى قمی، ۱۳۸۷). بوشمن و اسمیت (۲۰۰۳) نیز معتقدند، اطلاعات حسابداری موثق و با کیفیت، نظارت سهامداران و اعمال مؤثر قوانین حافظ منافع سهامداران را تسهیل می‌کند. اطلاعات حسابداری مالی به‌عنوان نهاده مستقیم سازوکارهای کنترلی شرکت، باعث منضبط شدن رفتار مدیران در انتخاب طرح‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه بهبود عملکرد خواهد شد.

۲. جریان شفاف و با کیفیت اطلاعات، باعث تقارن اطلاعاتی بیشتر خواهد داشت. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌شود که آگاهی مدیران از فعالیت‌های شرکت نسبت به سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه و سایر ذی‌نفعان بیشتر است. عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مسئله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار مواجه با این مشکل از نقدشوندگی کمتری برخوردارند و هزینه داد و ستد آنها در زمان خرید و فروش بیشتر است. بنابراین، خریداران تمایل کمتری به خرید آنها دارند. سرمایه‌گذاران برای اضافه هزینه معاملاتی پرداخت‌شده، پاداش بیشتری مطالبه می‌کنند. با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشا، شرکت‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه سرمایه را کاهش دهند (Espinosa & Trombetta, 1986). شواهد تجربی نیز حاکی از آن است که رابطه معکوس و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه ناشی از تأمین مالی وجود دارد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند از طریق افزایش کیفیت افشا، هزینه سرمایه خود را کاهش و در نتیجه، عملکرد خود را بهبود بخشند.

بوشمن و اسمیت (۲۰۰۳) معتقدند، اطلاعات حسابداری مالی و کیفیت افشای بالاتر از طریق شناسایی بهتر فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران و سرمایه‌گذاران، نظام‌دهی به انتخاب طرح‌ها و کاهش خطر اخلاقی مدیران (نقش حاکمیتی اطلاعات) و افزایش نقدشوندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بین سرمایه‌گذاران موجب ارتقا و بهبود عملکرد اقتصادی می‌شود.

### پیشینه‌ی پژوهش

یافته‌های پژوهش دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۲)، حاکی از آن است که افزایش میزان افشا موجب کاهش هزینه سهام عادی می‌شود. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با میزان افشای بیشتر (ریسک کمتر) را ترجیح می‌دهند. نتایج پژوهش ستایش و همکاران (۱۳۹۰)، بیانگر آن است که رابطه معکوس و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد. کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸)، رابطه بین افشای اختیاری و تعداد مدیران غیرموظف را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که رابطه معناداری بین مدیران غیرموظف و افشای اختیاری وجود ندارد. نوروش و حسینی (۱۳۸۸)، به بررسی ارتباط بین کیفیت افشا و مدیریت سود پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که بین کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد. همچنین بین به‌موقع بودن افشای شرکتی و مدیریت سود نیز رابطه منفی و معنادار برقرار است.

در ایران پژوهشی که به‌طور خاص تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد شرکت‌ها را بررسی کرده باشد، مشاهده نشد.

یافته‌های پژوهش دیاموند و ورچیا (۱۹۹۱) نشان می‌دهد، افشای اطلاعات عمومی برای کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی، می‌تواند از طریق جذب تقاضای فزاینده سرمایه‌گذاران بزرگ برای افزایش نقدشوندگی سهام، هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد. یافته‌های پژوهش لانگ و لاندلم (۱۹۹۳)، حاکی از آن است که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا و عملکرد سود شرکت‌ها وجود دارد. هیلی و همکاران (۱۹۹۹)، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر، افزایشی در قیمت جاری سهام تجربه می‌کنند که بالاتر از عملکرد سود جاری آنهاست. یافته‌های پژوهش گلب و زاروبین (۲۰۰۰)، حاکی از آن است که شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت افشای پایین‌تر، دارای قیمت بالاتری نسبت به سطح سود جاری و آینده هستند. یافته‌های این پژوهش مؤید آن است که کیفیت افشا، سرعتی که اطلاعات در قیمت‌ها منعکس می‌شود را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

یافته‌های پژوهش لانگ و لاندلم (۱۹۹۶)، حاکی از آن است که افشای با کیفیت اطلاعات در شرکت‌ها، پیگیری بیشتر تحلیل‌گران، پیش‌بینی دقیق‌تر سود به‌وسیله تحلیل‌گران، اجماع بیشتر بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران مختلف و نوسان کمتر در بازنگری پیش‌بینی‌ها را در پی خواهد داشت. افزون بر این، مزایای افشای با کیفیت شامل پیگیری بیشتر سرمایه‌گذاران، کاهش ریسک برآوردی و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی است که هر یک می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش و در نتیجه عملکرد را بهبود بخشد. باتاسن (۱۹۹۷)، به این نتیجه رسید که افزایش کیفیت افشا

باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شود. نتایج پژوهش جنسن و همکاران (۲۰۰۶)، بیانگر آن است که شرکت‌های با کیفیت افشای پایین‌تر، عملکرد آتی بهتری نسبت به سایر شرکت‌های صنعت خود دارند. چی (۲۰۰۹)، به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد شرکت‌های تایوانی پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد.

با توجه به پژوهش‌های بیان شده، تاکنون پژوهشی در زمینه بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام نشده است.

### **فرضیه‌های پژوهش**

بر اساس مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش فرضیه‌هایی به شرح زیر تنظیم شدند که با توجه به عملکرد جاری و یا آتی و هم چنین متغیر معرف عملکرد، دارای صورت‌بندی‌های متفاوتی هستند:

#### **الف) رابطه معناداری بین کیفیت افشا و عملکرد جاری وجود دارد.**

۱. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده دارایی‌ها وجود دارد.
۲. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد.
۳. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت بازار به ارزش دفتری وجود دارد.
۴. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت Q توبین وجود دارد.

#### **ب) رابطه معناداری بین کیفیت افشا و عملکرد آتی وجود دارد.**

۵. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده آتی دارایی‌ها وجود دارد.
۶. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده آتی حقوق صاحبان سهام وجود دارد.
۷. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت بازار به ارزش دفتری آتی وجود دارد.
۸. رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت Q توبین آتی وجود دارد.

### **متغیرهای پژوهش**

#### **متغیر مستقل**

در این پژوهش، کیفیت افشا به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. شاخص کیفیت در پژوهش حاضر، امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب"

منتشر می‌شود. امتیاز اطلاعات رسانی ناشران، بر اساس زمان ارائه اطلاعات مربوط به پیش‌بینی درآمد هر سهم، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده سه، شش و نه ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به پیش‌بینی درآمد هر سهم اولیه و شش ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای شش ماهه، صورت‌های مالی حسابرسی نشده‌ی پایان سال و تفاوت بین پیش‌بینی‌ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، محاسبه شده است. در ضمن در صورت عدم ارائه به موقع صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روز تأخیر در نظر گرفته شده است. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشا عبارتند از:

۱. امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بر اساس شاخص‌های دقیق و عینی مانند زمان ارائه اطلاعات مربوط و تفاوت پیش‌بینی‌ها با نتایج واقعی محاسبه شده است. بنابراین، معیار مورد استفاده از عینیت و قابلیت اتکای کافی برخوردار است.
۲. برخلاف بیشتر پژوهش‌های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، معیار یاد شده فقط به کمیت افشا توجه نمی‌کند و معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده را نیز مد نظر قرار می‌دهد. طبق یافته‌های پژوهش‌های تجربی، کمیت افشا معیار مناسبی برای کیفیت آن محسوب نمی‌شود.

### متغیرهای وابسته

برای ارزیابی بهتر عملکرد شرکت‌ها، تنها به متغیرهای حسابداری اتکا نشده است و نسبت‌های مهم بازار نیز مد نظر قرار گرفته‌اند. بنابراین، طبق پژوهش‌های پیشین، از هر دوی متغیرهای حسابداری (بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام) و متغیرهای بازار (نسبت بازار به ارزش دفتری و نسبت Qتوبین) استفاده شد (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷؛ Kumar, 2003). دلیل اصلی انتخاب بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیرهایی برای سنجش عملکرد شرکت‌ها این است که نسبت مزبور با راهبرد شرکت و عملکرد مدیریت رابطه مستقیم دارند. برای مثال، هشتاد درصد پژوهش‌هایی که به بررسی عملکرد شرکت‌ها پرداخته‌اند، این نسبت‌ها را معیارهای مهم ارزیابی عملکرد انتخاب کرده‌اند. بازده دارایی‌ها بیانگر کارایی استفاده از دارایی‌ها و یکی از رایج‌ترین شاخص‌های مورد استفاده برای عملکرد شرکت است و از تقسیم سود خالص به مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید. بازده حقوق صاحبان سهام نیز بیانگر کارایی

استفاده از حقوق صاحبان سهام عادی است. این نسبت از تقسیم سود خالص به حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود (Foster, 1986).

مشابه کومار (۲۰۰۳) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، برای سنجش عملکرد شرکت‌ها از متغیرهای بازار (نسبت بازار به ارزش دفتری و نسبت Q توبین) نیز استفاده شده است. نسبت بازار به ارزش دفتری برابر است با نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن. نسبت Q توبین از طریق تقسیم ارزش بازار شرکت (حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها) به ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت به‌دست می‌آید.

در فرضیه اصلی الف (فرضیه‌های اول، دوم، سوم و چهارم) عملکرد سال جاری، متغیر وابسته است. به بیان دیگر، رابطه کیفیت افشا و معیارهای عملکرد همان سال بررسی می‌شود. با توجه به عدم کارایی بورس اوراق بهادار تهران که در پژوهش‌هایی همچون نمازی و شوشتری (۱۳۷۴) و تالانه و هجرانکش (۱۳۹۰) به اثبات رسیده است و در نتیجه احتمال وجود یک وقفه در انعکاس تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد (به‌ویژه بر متغیرهای بازاری عملکرد) در فرضیه اصلی ب (فرضیه-های پنجم، ششم، هفتم و هشتم)، تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد آتی (معیارهای عملکرد سال آینده) بررسی شده است و عملکرد آتی (معیارهای عملکرد سال آینده) متغیر وابسته است.

### متغیرهای کنترلی

نتایج پژوهش مشکلی (۱۳۹۰)، حاکی از آن است که اهرم مالی و اندازه شرکت از دسته متغیرهایی هستند که تأثیری معنادار بر عملکرد شرکت‌ها بر جای می‌گذارند. از این‌رو، در پژوهش حاضر، دو متغیر یادشده به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. با توجه به شرایط تورمی اقتصاد ایران و نامربوط بودن اقلام دارایی‌ها بر اساس ارزش‌های تاریخی، برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام استفاده شد. افزون بر این، یکی از مهم‌ترین مقیاس‌های اهرم، نسبت بدهی است که از تقسیم بدهی‌ها به دارایی‌ها به‌دست می‌آید. بنابراین، در این پژوهش از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها برای سنجش اهرم مالی استفاده شده است.



## روش انجام پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی است. در این نوع پژوهش‌ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرهاست و داده‌ها از محیطی که به‌گونه‌ای طبیعی وجود داشته‌اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود. همچنین برای آماده‌سازی داده‌ها از صفحه گسترده اکسل و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای SPSS16 و EVIEWS 6 بهره‌گیری شده است.

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ است. شرکت‌های مورد بررسی بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  ۲. برای افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه بوده و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.
  ۳. به دلیل نیاز به ارزش بازار شرکت در راستای محاسبه متغیرهایی مانند نسبت Q توپین، شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی، فعالیت مستمر داشته، سهام آنها بدون وقفه با اهمیت (حداکثر یک ماه) مورد معامله قرار گرفته باشد.
  ۴. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آنها، نباشند.
  ۵. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ به‌طور کامل ارائه کرده باشند.
- با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۱۱۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ (۶۶۰ سال - شرکت) حائز شرایط بالا بوده، مورد بررسی قرار گرفته است. در راستای آزمون چهار فرضیه اول، از ۶۶۰ سال - شرکت بهره‌گیری شده است، اما برای آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم، با توجه به آن که متغیرهای وابسته، متغیرهای عملکرد آتی هستند، این تعداد به ۵۵۰ سال - شرکت کاهش پیدا کرده است.

## روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این پژوهش، با استفاده از روش میدانی و از طریق بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای دناسهم و تدبیرپرداز گردآوری شده است.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

در ابتدا و قبل از آزمون فرضیه‌ها، آماره‌های توصیفی محاسبه شده شامل میانگین، میانه و انحراف معیار متغیرهای بررسی در جدول شماره (۱) نشان داده شده است.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	میانه	میانگین	آماره متغیر
۲۱/۴۳۹	۴۲/۵	۴۴/۹۳	کیفیت افشا
۰/۱۳۰	۰/۱۲۹	۰/۱۵۶	نرخ بازده دارایی‌ها
۱۱/۱۵	۰/۳۷	۰/۰۶	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام
۵/۹۱	۲/۱۵	۳/۹۶	ارزش بازار به ارزش دفتری
۱/۴۶	۱/۳۴	۱/۸۵	Q توبین
۰/۱۵۳	۰/۶۶۴	۰/۶۵۰	اهرم مالی
۱/۵۱۶	۲۶/۱۳۴	۲۶/۳۲	اندازه شرکت

گفتنی است، امتیاز کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها حداکثر صد است. با وجود این، کیفیت افشا ممکن است یک عدد منفی باشد؛ زیرا در صورت عدم‌ارائه‌ی به‌موقع صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان‌بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روز تأخیر در نظر گرفته شده است. میانگین و انحراف معیار کیفیت افشا در این پژوهش به ترتیب ۴۴/۹۳ و ۲۱/۴۴ است.

### آمار استنباطی

در ابتدا و قبل از آزمون فرضیه‌ها، میزان هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش از طریق آزمون تورم واریانس بررسی شد. جدول شماره (۲) عامل تورم واریانس و تلورانس متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول یادشده مشخص است، کلیه عوامل تورم

واریانس کمتر از پنج (نزدیک به یک) هستند که این امر حاکی از عدم وجود هم‌خطی شدید بین سه متغیر یادشده است.

جدول ۲. نتایج بررسی هم‌خطی بین متغیرها

متغیر	کیفیت افشا	اندازه	اهرم مالی
VIF	۱/۱۹	۱/۲۱	۱/۶۷
TOLERANCE	۰/۸۴	۰/۸۲	۰/۵۹

همچنین، گفتنی است، برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و پانل از آزمون چاو استفاده شده است. با توجه به این که p-value این آزمون در مورد کلیه مدل‌های پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد، روش داده‌های پانل استفاده شد. روش داده‌های پانل خود دارای دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. از آنجایی که p-value به دست آمده از این آزمون نیز برای کلیه مدل‌های پژوهش بیش از ۰/۰۵ مشاهده شد، روش اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار گرفت. خلاصه‌ای از آماره‌های مربوطه دو آزمون انجام شده در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون چاو و هاسمن

شماره مدل	آزمون چاو		آزمون هاسمن	
	آماره F	سطح معناداری	آماره کای دو	سطح معناداری
مدل فرضیه اول	۴/۵۵	۰/۰۰۰	۴/۲۲۶	۰/۲۳۸
مدل فرضیه دوم	۲/۸۴۳	۰/۰۰۴	۶/۱۶۵	۰/۱۰۳
مدل فرضیه سوم	۲/۸۴۰	۰/۰۰۴	۳/۲۵۷	۰/۳۵۳
مدل فرضیه چهارم	۳/۴۱	۰/۰۰۰	۷/۵۰۲	۰/۰۵۷
مدل فرضیه پنجم	۵/۰۶	۰/۰۰۰	۵/۲۴	۰/۱۵۴
مدل فرضیه ششم	۵/۱۴۵	۰/۰۰۰	۴/۹۶	۰/۱۷۴
مدل فرضیه هفتم	۲/۲۳	۰/۰۲	۲/۸۰۵	۰/۵۹
مدل فرضیه هشتم	۳/۰۴	۰/۰۰۲	۲/۰۶	۰/۹۱۴

**فرضیه اول:** رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده دارایی‌ها وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه اول در جدول شماره (۴) ارائه شده است. همان‌گونه که این جدول نشان می‌دهد، کیفیت افشا ( $p\text{-value} < 0.05$ ) رابطه معناداری با بازده دارایی‌ها دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا (ضرایب استاندارد شده) و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی ( $p\text{-value} < 0.05$ ) حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و بازده دارایی‌هاست. با توجه به آماره  $F$  ( $p\text{-value} < 0.05$ ) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۴. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه اول

$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DISCLOSURE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVERAGE_{it}$								
آماره دوربین واتسون	$R^2$	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۱/۸۱	۰/۴۰۶	۰/۰۰۰	۱۲۲/۰۸۵	۰/۰۰۰	-۴/۱۳۷	-	-۰/۱۷۵	مقدار ثابت
				۰/۰۰۰	۶/۹۸۸	۰/۲۳۷	۰/۰۰۱	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۱۳/۱۸۱	-۰/۴۴	۰/۰۳۶	اندازه
				۰/۰۰۰	-۹/۴۹۹	-۰/۳۲۱	-۰/۲۸۷	اهرم مالی

**فرضیه دوم:** رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه دوم در جدول شماره (۵) ارائه شده است. همان‌گونه که این جدول نشان می‌دهد، کیفیت افشا ( $p\text{-value} < 0.05$ ) رابطه معناداری با بازده حقوق صاحبان سهام دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی ( $p\text{-value} < 0.05$ ) حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و بازده حقوق صاحبان سهام است. با توجه به آماره  $F$  ( $p\text{-value} < 0.05$ ) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۵. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه دوم

$ROE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DISCLOSURE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVERAGE_{it}$								
آماره دوربین واتسون	R <sup>2</sup>	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۱/۶۵	۰/۱۵۸	۰/۰۰۰	۳۳/۴۴۳	۰/۰۰۰	-۷/۱۶۲	-	-۱/۹۷۳	مقدار ثابت
				۰/۰۰۰	۴/۷۰۷	۰/۱۹۰	۰/۰۰۶	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۸/۴۶۷	۰/۳۳۷	۰/۱۵۰	اندازه
				۰/۰۴۷	۱/۹۹۲	۰/۰۸۰	۰/۳۹۳	اهرم مالی

فرضیه سوم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت بازار به ارزش دفتری وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه سوم در جدول شماره (۶) ارائه شده است. همان‌گونه که این جدول نشان می‌دهد، کیفیت افشا ( $p\text{-value} < ۰/۰۵$ ) رابطه معناداری با نسبت بازار به ارزش دفتری دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی ( $p\text{-value} < ۰/۰۵$ ) حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و نسبت بازار به ارزش دفتری است. با توجه به آماره F ( $p\text{-value} < ۰/۰۵$ ) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۶. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه سوم

$MV/BV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DISCLOSURE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVERAGE_{it}$								
آماره دوربین واتسون	R <sup>2</sup>	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۲/۱۶۱	۰/۳۳۷	۰/۰۰۰	۵۵/۵۰۸	۰/۰۰۰	-۱۰/۶۳۵	-	-۲۲/۶۳۴	مقدار ثابت
				۰/۰۰۰	۵/۲۸۱	۰/۲۰۳	۰/۰۵۴	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۹/۷۲۴	۰/۳۶۸	۱/۳۳۳	اندازه
				۰/۰۰۰	۷/۲۷۳	۰/۲۷۹	۱۱/۰۸۴	اهرم مالی

فرضیه چهارم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت Q توبین وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه چهارم در جدول شماره (۷) ارائه شده است. همان‌گونه که این جدول نشان می‌دهد، کیفیت افشا ( $p\text{-value} < ۰/۰۵$ ) رابطه معناداری با نسبت Q توبین دارد.

که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی ( $p < 0.05$ )  $< \text{value}$  حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و نسبت Q توپین است. با توجه به آماره F ( $p\text{-value} < 0.05$ ) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۷. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه چهارم

TOBIN'S $Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{DISCLOSURE}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEVERAGE}_{it}$								
آماره دوره بین واتسون	$R^2$	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۲/۳۱۴	۰/۲۷۶	۰/۰۰۰	۶۸/۰۱۳	۰/۰۰۰	-۴/۷۲۵	-	-۲/۲۹۸	مقدار ثابت
				۰/۰۰۰	۵/۸۰۹	۰/۲۱۸	۰/۰۱۴	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۱۱/۲۲۱	۰/۴۱۵	۰/۳۵۱	اندازه
				۰/۰۰۰	-۳/۹۵۱	-۰/۱۴۸	-۱/۳۲۱	اهرم مالی

فرضیه پنجم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده آتی دارایی‌ها وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه پنجم در جدول شماره (۸) ارائه شده است. همان‌گونه که این جدول نشان می‌دهد، کیفیت افشا ( $p\text{-value} < 0.05$ ) رابطه معناداری با بازده آتی دارایی‌ها دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی ( $p < 0.05$ )  $< \text{value}$  حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و بازده آتی دارایی‌هاست. با توجه به آماره F ( $p\text{-value} < 0.05$ ) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۸. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه پنجم

$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 \text{DISCLOSURE}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEVERAGE}_{it}$								
آماره دوره بین واتسون	$R^2$	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۱/۸۸۲	۰/۲۵۳	۰/۰۰۰	۴۵/۴۸۲	۰/۰۰۰	-۴/۱۶۸	-	-۰/۲۳۱	مقدار ثابت
				۰/۰۰۰	۵/۴۱۸	۰/۲۳۶	۰/۰۰۱	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۹/۰۶۸	۰/۳۹۱	۰/۰۳۲	اندازه
				۰/۰۰۱	-۳/۴۴۴	-۰/۱۵۰	-۰/۱۴۸	اهرم مالی

فرضیه ششم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده آتی حقوق صاحبان سهام وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه ششم در جدول شماره (۹) ارائه شده است. همان‌گونه که این جدول نشان می‌دهد، کیفیت افشا ( $p\text{-value} < 0.05$ ) رابطه معناداری با بازده آتی حقوق صاحبان سهام دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی ( $p\text{-value} < 0.05$ ) حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و بازده آتی حقوق صاحبان سهام است. با توجه به آماره  $F$  ( $p\text{-value} < 0.05$ ) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۹. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه ششم

$ROE_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 DISCLOSURE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVERAGE_{it}$								
آماره دوربین واتسون	R <sup>2</sup>	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۱/۶۸۴	۰/۰۹۵	۰/۰۰۰	۱۴/۱۳۱	۰/۰۶۸	-۱/۸۳۲	-	-۰/۶۸۰	مقدار ثابت
				۰/۰۰۲	۳/۱۷۸	۰/۱۵۳	۰/۰۰۶	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۴/۶۴۵	۰/۲۲۱	۰/۱۱۰	اندازه
				۰/۰۱۴	-۲/۴۶۸	-۰/۱۱۸	-۰/۷۰۹	اهرم مالی

فرضیه هفتم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت بازار به ارزش دفتری آتی وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه هفتم در جدول شماره (۱۰) ارائه شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، کیفیت افشا ( $p\text{-value} < 0.05$ ) رابطه معناداری با نسبت بازار به ارزش دفتری آتی دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی ( $p\text{-value} < 0.05$ ) حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و نسبت بازار به ارزش دفتری آتی است. با توجه به آماره  $F$  ( $p\text{-value} < 0.05$ ) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۱۰. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه هفتم

MV/BV <sub>i,t+1</sub> = α <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> DISCLOSURE <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> SIZE <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> LEVERAGE <sub>it</sub>								
آماره دوربین واتسون	R <sup>2</sup>	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۲/۲۳۳	۰/۱۲۷	۰/۰۰۰	۱۹/۵۰۸	۰/۰۰۰	-۵/۵۶۰	-	-۱۲/۱۴۵	مقدار ثابت
				۰/۰۰۰	۴/۱۲۵	۰/۱۹۵	۰/۰۴۳	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۵/۲۰۶	۰/۲۴۳	۰/۷۲۵	اندازه
				۰/۰۰۰	۳/۸۹۹	۰/۱۸۴	۶/۵۸۵	اهرم مالی

فرضیه هشتم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نسبت Q توبین آتی وجود دارد. نتایج آزمون‌های آماری فرضیه هشتم در جدول شماره (۱۱) ارائه شده است. همان‌گونه که این جدول نشان می‌دهد کیفیت افشا (p-value < ۰/۰۵) رابطه معناداری با نسبت Q توبین آتی دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار بتا و مقدار برآورد شده برای کیفیت افشا، جهت این رابطه نیز مستقیم است. همچنین، مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی (p-value < ۰/۰۵) حاکی از وجود رابطه معنادار بین این متغیرها و نسبت Q توبین آتی است. با توجه به آماره F (p-value < ۰/۰۵) مدل رگرسیون برازش شده معنادار است.

جدول ۱۱. نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه هشتم

TOBIN'S Q <sub>i,t+1</sub> = α <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> DISCLOSURE <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> SIZE <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> LEVERAGE <sub>it</sub>								
آماره دوربین واتسون	R <sup>2</sup>	p-value	آماره F	p-value	آماره t	ضرایب استاندارد شده	مقدار برآورد شده	ضرایب
۲/۲۷۴	۰/۱۷۴	۰/۰۰۰	۲۸/۳۶۷	۰/۶۶۸	-۰/۴۲۹	-	-۰/۲۳۶	مقدار ثابت
				۰/۰۰۰	۵/۶۰۶	۰/۲۵۷	۰/۰۱۵	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۵/۳۸۶	۰/۲۴۴	۰/۱۸۹	اندازه
				۰/۰۰۰	-۳/۶۷۱	-۰/۱۶۸	-۱/۵۶۵	اهرم مالی



## بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه‌های فرعی اول، دوم، سوم و چهارم نشان می‌دهد، رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشای اطلاعات یک سال خاص و کلیه معیارهای عملکرد (حسابداری و بازار) همان سال وجود دارد. بنابراین، فرضیه اصلی اول، مبنی بر وجود رابطه معنادار بین کیفیت افشا و عملکرد جاری تأیید می‌شود. به بیان دیگر، شرکت‌های دارای کیفیت افشای بالاتر، دارای عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشای پایین‌تر هستند. نتایج از آزمون این فرضیه با یافته‌های لانگ و لاندلم (۱۹۹۳)، لانگ و لاندلم (۱۹۹۶)، هیلی و همکاران (۱۹۹۹)، گلب و زاروین (۲۰۰۰) و چی (۲۰۰۹) مطابقت دارد و با یافته‌های جنسن و همکاران (۲۰۰۳) که وجود رابطه معکوس و معنادار بین کیفیت افشا و عملکرد را تأیید کردند، منطبق نیست. نتایج آزمون این فرضیه، یافته‌های پژوهش‌های دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۲)، ستایش و همکاران (۱۳۹۰)، دیاموند و ورچیا (۱۹۹۹)، باتاسن (۱۹۹۷) و براون و هایلجیست (۲۰۰۷) مبنی بر وجود رابطه معکوس و معنادار بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه را نیز تأیید می‌کند؛ زیرا یکی از شیوه‌هایی که کیفیت افشای بالاتر باعث بهبود عملکرد می‌شود، کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه بهبود عملکرد است. نتایج آزمون فرضیه‌های فرعی پنجم، ششم، هفتم و هشتم نشان می‌دهد، رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشای یک سال خاص و کلیه معیارهای عملکرد آتی (سال بعد) وجود دارد. بنابراین، فرضیه اصلی دوم، مبنی بر وجود رابطه معنادار بین کیفیت افشا و عملکرد آتی تأیید می‌شود. به بیان دیگر، شرکت‌های دارای کیفیت افشای بالاتر، دارای عملکرد آتی بهتری نسبت به شرکت‌های با کیفیت افشای پایین‌تر هستند. نتایج آزمون این فرضیه با یافته‌های لانگ و لاندلم (۱۹۹۳)، لانگ و لاندلم (۱۹۹۶)، هیلی و همکاران (۱۹۹۹)، گلب و زاروین (۲۰۰۰) و چی (۲۰۰۹) مطابقت دارد و با یافته‌های جنسن و همکاران (۲۰۰۳) که وجود رابطه معکوس و معنادار بین کیفیت افشا و عملکرد را تأیید کردند، منطبق نیست. نتایج آزمون این فرضیه، یافته‌های پژوهش ستایش و همکاران (۱۳۹۰) مبنی بر وجود رابطه معکوس و معنادار بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه آتی را نیز تأیید می‌کند؛ زیرا یکی از روش‌هایی که کیفیت افشای بالاتر باعث بهبود عملکرد می‌شود، کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه بهبود عملکرد است. افزون بر این، در کلیه فرضیه‌های پژوهش، وجود رابطه معنادار بین متغیرهای کنترلی اندازه و هرم مالی با معیارهای عملکرد تأیید شد. با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، در ارزیابی و پیش‌بینی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران عامل کیفیت افشا را در نظر داشته باشند؛ زیرا به نظر می‌رسد، مورد یادشده از دسته مواردی است که بر عملکرد جاری و آتی شرکت‌ها مؤثر است.

همچنین پیشنهاد می‌شود، سازمان بورس و اوراق بهادار بیش از پیش بر بهبود کیفیت اطلاعات ارائه‌شده توسط شرکت‌ها مبادرت ورزد؛ زیرا نتایج این پژوهش گواه بر اهمیت این موضوع است.

## منابع

۱. بزرگ‌اصل، م. (۱۳۸۵). حسابداری میانه، صورت‌های مالی. چاپ دوم. تهران: سازمان حسابرسی - مدیریت تدوین استانداردها.
۲. تالانه، ع. هجران کش‌راد، ح. (۱۳۹۰). بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و نیمه قوی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲، ۶۴-۸۷.
۳. حساس یگانه، ی. خیرالهی، م. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و شفافیت. حسابدار، ۲۰۳، ۷۴-۷۹.
۴. حساس یگانه، ی. نادى قمی، و. (۱۳۸۷). نقش شفافیت در اثربخشی حاکمیت شرکتی. حسابدار، ۱۷۹، ۳۲-۳۷.
۵. دستگیر، م. بزاززاده، ح. (۱۳۸۲). تأثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی. تحقیقات مالی، ۱۶، ۱۰۳-۸۳.
۶. ستایش، م. کاظم‌نژاد، م. ذوالفقاری، م. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹، ۷۴-۵۵.
۷. کاشانی‌پور، م. رحمانی، ع. پارچینی پارچین، م. (۱۳۸۸). رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۷، ۸۵-۱۰۰.
۸. مشکى، م. (۱۳۹۰). تعیین عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌های بورسی با استفاده از روش گستاورهای تعمیم یافته و حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی. مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۶۰، ۹۱-۱۱۹.
۹. نمازی، م. شوشتری، ز. (۱۳۷۴). بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، ۸۷، ۸۲-۱۰۴.
۱۰. نمازی، م. کرمانی، ا. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۳، ۸۳-۱۰۰.
۱۱. نوروش، ا. حسینی، س. ع. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین کیفیت افشا (به موقع بودن و قابلیت اتکا) و مدیریت سود. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۵، ۱۱۷-۱۳۴.
12. Amihud, Y & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249.

13. Ball, R & Kothari, S.P & Robin A.(2000). The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earning. *Journal of Accounting and Economics*; 29, 1-51.
14. Barth, M.E & Schipper, K.(2008). Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*; 2, 173-190.
15. Botosan, C. A.( 1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 3, 323-349.
16. Brown, S & Hillegiest, S.A.(2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12, 443-477.
17. Bushman, R.M & Smith, A. J.(2003). Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 65-87.
18. Chi L.C. (2009). Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. *Expert Systems with Applications*, 36, 11198-11203
19. Dhaliwal, D. S & Spicer, B. H & Vickrey D.(1979). The Quality of Disclosure and the Cost of Capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 6(2), 245-266.
20. Diamond, D. W & Verrecchia, R. E.(1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
21. Espinosa, M & Trombetta, M. (2007). Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Spanish Continuous Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (10), 1371-1392.
22. Foster G. (1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall Inc.
23. Gelb, D & Zarowin, P.(2000). *Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices*. Working Paper, New York University, New York.
24. Gill, M. S & Vijay, T. S & Jha, S.(2009). Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: A Survey of Literature. *The IUP Journal of Corporate Governance*, VIII, 1, 7-21.

25. Healy, P & Hutton, A & Palepu K.(1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16, 485–520.
26. Jensen, M. R, & Marshall B. B & Pugh W. N. (2006). Does quantity reflect quality? Financial disclosure size and future performance. *Managerial Finance*; 32 (1), 39-50.
27. Karamanou, I & Vafeas, N. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earning Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453-486.
28. Kothari S. P. (2000). *The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market*. Presented at Building an Infrastructure for Financial Stability Conference (Federal Reserve Bank of Boston); 89-102.
29. Kumar J.(2003). *Does Ownership Structure Influence Firm value? Evidence form India*. Working paper; [Online]. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
30. Lang, M. H & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31, 246–271.
31. Lang, M. H & Lundholm, R. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analysts Behavior. *The Accounting Review*, 71(4), 467-492.