

رابطه تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امید پورحیدری^۱، رحیم عرب آبادی^۲

چکیده: هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی رابطه تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری مدیران است، به خصوص بررسی اینکه کاهش قیمت سهام، مدیران را به افشای اطلاعات حفظ شده قبلی (پیش بینی های مدیریت) تحریک می کند یا خیر. جامعه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده و دوره زمانی آن از سال ۱۳۸۱ تا سال ۱۳۹۰ است. نتایج نشان می دهد که هنگام کاهش بزرگتر قیمت سهام، احتمال افشای اخبار (خوب یا بد) بیشتر است، ولی ارتباطی بین بزرگی افزایش قیمت سهام و احتمال افشای اخبار (خوب یا بد) وجود ندارد. به طور کلی، این پژوهش نشان می دهد که مدیران برای حداکثرسازی قیمت سهام شرکت خود، اخبار خوب را افشا و اخبار بد را حفظ می کنند، اما کاهش قیمت سهام ناشی از یک رویداد عمومی، مانند اعلامیه سود و زیان، می تواند مدیر را به افشای اخبار بد حفظ شده تحریک کند؛ چراکه با کاهش بزرگتر قیمت سهام، ممکن است از نظر مدیر اخبار دیگر بد نبوده و چه بسا اکنون اخبار خوب تلقی شود.

واژه های کلیدی: اعلامیه سود و زیان، افشای اختیاری، پیش بینی های مدیریت، تغییر قیمت سهام، حفظ اخبار بد.

۱. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، ایران

۲. کارشناس ارشد رشته حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۲/۰۷/۰۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۲/۱۲/۰۳

نویسنده مسئول مقاله: رحیم عرب آبادی

E-mail: r.arababadi@yahoo.com

مقدمه

در مدل های نظری افشا، معمولاً فرض می شود که مدیران قیمت سهام شرکت خود را با افشای اخبار خوب، حداکثر کرده و هرگاه که احساس کنند با عدم افشا یا تأخیر افشای اخبار بد، قیمت سهام بالاتر می رود، از افشای آنها خودداری می کنند (دای، ۱۹۸۵ و ورکچیا، ۱۹۸۳). انگیزه های مدیران برای حداکثرسازی قیمت سهام، می تواند ناشی از عواملی مانند اختیار خرید سهام، افزایش سرمایه، ارتباطات شغلی مدیران و... باشد. به سبب این انگیزه ها، احتمالاً مدیران مایل به افشای اخبار خوب بوده و از افشای اخبار بد خودداری می کنند. همچنین خودداری از افشای اخبار بد از سوی مدیران، می تواند به این دلیل باشد که اخبار منفی در آینده تأثیر کمتری بر قیمت سهام بگذارد (هاروی و راجگیال، ۲۰۰۵)، یا اینکه به طور شخصی از حساب قیمت نفع ببرند؛ زیرا هرچه قیمت سهام بالاتر باشد، از دیدگاه سهامداران و دیگر استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری، مدیریت وظیفه اش را بهتر انجام داده است.

مطالعات بازار سرمایه، به طور گسترده تأثیر افشا بر قیمت سهام را تجزیه و تحلیل کرده اند که از آن جمله می توان به پژوهش های ایزدی نیا (۱۳۷۶)، حسنی و حسینی (۱۳۸۹)، ابراهیمی و سعیدی (۱۳۸۹)، اعتمادی، حصارزاده، محمدآبادی و بذرافشان (۱۳۹۱)، پورحیدری و حسین پور (۱۳۹۱)، پونال و ویمایر (۱۹۸۹) و هاتون (۲۰۰۳) اشاره کرد؛ در حالیکه پژوهش پیش رو عکس این موضوع، یعنی تأثیر قیمت سهام بر افشا را نشان می دهد. همچنین مطالعات گذشته عمدتاً بر انگیزه های مدیران برای افشای اخبار بد، مانند ریسک دعوی حقوقی، دریافت اختیار خرید سهام با قیمتی کمتر، توزیع کاهش قیمت در طول دوره و... متمرکز بوده و کمتر به انگیزه های حفظ اخبار بد پرداخته اند که برای نمونه می توان پژوهش های کازنیک (۲۰۰۰)، اسکینر (۱۹۹۴)، کافلان (۱۹۸۵)، وسباچ (۱۹۸۸)، کوتر (۲۰۰۶)، ماتسوموتو (۲۰۰۲) و ریچاردسون (۲۰۰۴) را نام برد. بنابراین با توجه به اهمیت موضوع، این پژوهش در تکمیل نظریه های موجود، درک ما از موضوع تجربی عدم افشای مدیریت را افزایش می دهد. از سویی، مطالعات پیشین در زمینه آزمون موضوع حفظ اخبار بد، به جای استنتاج این عدم افشا از ویژگی های شرکت های افشا کننده (یا چک لیست افشای اختیاری)، از زمان بندی و تأثیر کوتاه مدت بازار بر افشا استفاده کرده اند که مطالعه حاضر، اسلتن (۲۰۱۲)، آنیلوسکی، فنچ و اسکینر (۲۰۰۷) و کوتاری، شو و ویسوکو (۲۰۰۹) در این دسته مطالعات قرار دارند.

در این پژوهش فرض می شود که مدیران اخبار خوب را افشا و اخبار بد را حفظ می کنند (افشای ناقص)، لذا این پرسش مطرح می شود، مدیری که از این راهبرد پیروی می کند، در مواجهه با یک تغییر در قیمت بازار سهام، چه واکنشی نشان خواهد داد؟ بسط نتایج این است که

مدیران اخبار خوب را افشا و اخبار بد را حفظ می‌کنند، اما هنگام تغییر در قیمت سهام ممکن است اخبار بد حفظ‌شده را نیز افشا کنند.

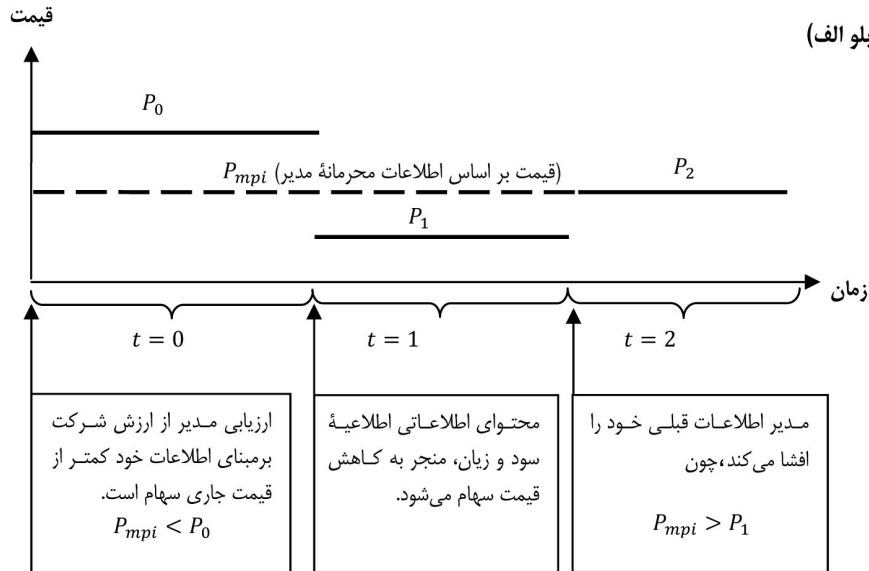
پیشینه نظری پژوهش

افشای اختیاری اخبار خوب

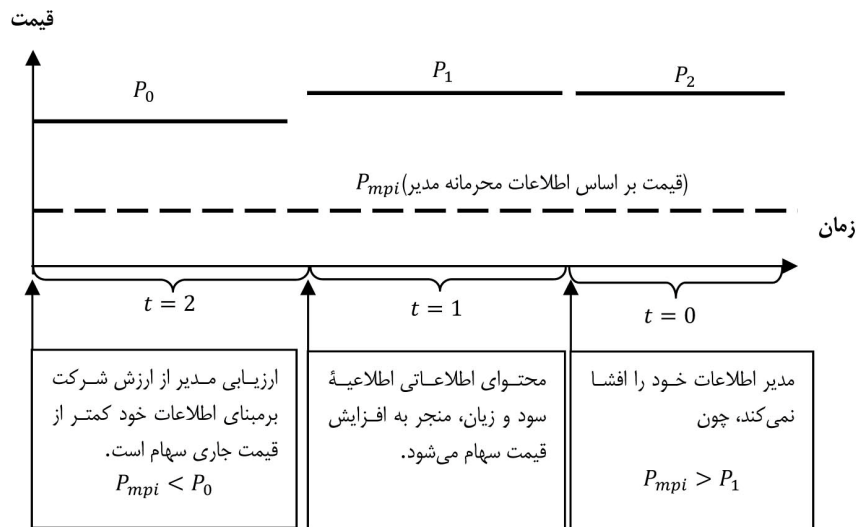
منشأ چارچوب نظری افشای اختیاری بر مدل گروسمن (۱۹۸۱) و میلگرم (۱۹۸۱) استوار است. در این مدل فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران همواره شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر را به بقیه شرکت‌ها ترجیح می‌دهند. از این رو سایر شرکت‌ها برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران مجبورند که کیفیت افشای خود را ارتقا دهند (عدم افشای اطلاعات توجیهی ندارد)، اما ورکچیا (۱۹۸۳) و دای (۱۹۸۵) هر کدام عامل دیگری به این مدل افزودند تا بعضی شرکت‌ها موضوع عدم افشای خود را توجیه کنند. ورکچیا (۱۹۸۳) عامل هزینه‌های اختصاصی افشا را در نظر گرفت و دای (۱۹۸۵) عامل بی‌اهمیت بودن خبر را به این مدل افزود. ورکچیا و دای، هریک با ایجاد تعادل بین دلایل افشا و عدم افشا، نشان دادند که مدیران ارزیابی خود را از ارزش واقعی شرکت با یک ارزش آستانه مقایسه کرده و بعد تصمیم به افشا یا عدم افشای اطلاعات می‌گیرند. در عمل بدین معناست که هنگام دریافت اطلاعات، مدیران بین دو قیمت سهام (قیمت در نتیجه افشای خبر و دیگری قیمت ناشی از عدم افشای آن) یکی را انتخاب می‌کنند. در زمان تعادل بین افشا و عدم افشا، ارزش آستانه قیمت جاری سهام است. اگر انتشار اخبار باعث کاهش قیمت جاری سهام شود، مدیران اخبار را حفظ می‌کنند، از این رو همواره بعضی مدیران اخبار افشا نشده دارند. رویکرد تجربی این پژوهش استفاده از یک شوک در قیمت سهام، برای بررسی واکنش مدیر به این تغییر، از طریق افشا یا عدم افشای اطلاعات است. اخبار خوب (بد) اخباری تعریف می‌شوند که قیمت سهام را بالاتر (پایین‌تر) از قیمت جاری سهام شرکت نشان می‌دهند. فرض می‌شود مدیران اخبار خوب را زودتر و اخبار بد را با تأخیر به سرمایه‌گذاران اعلام می‌کنند، هنگامی که یک شوک منفی به قیمت سهام وارد شود، بعضی از اخبار حفظ‌شده قبلی - که قبلاً بر ارزشی پایین‌تر از قیمت جاری دلالت می‌کردند - اکنون با توجه به قیمت جدید سهام، اخبار خوب محسوب شده و در نتیجه افشا می‌شوند، اما هنگام یک شوک مثبت (افزایش قیمت)، احتمالاً مدیر اخبار حفظ‌شده را افشا نمی‌کند؛ زیرا در صورت افشا قیمت سهام کاهش می‌یابد (اسلتن، ۲۰۱۲).

شکل ۱ چارچوب نظری این مطالعه رویدادی را نشان می‌دهد.

تابلو الف)



تابلو ب)



شکل ۱. نمودار تغییرات قیمت سهام و افشای اخبار خوب

پیش از تغییر قیمت بازار (t_0)، بعضی مدیران از قبل اطلاعاتی دارند که هنوز افشا نشده است. از آنجا که اخبار منفی حفظ شده‌اند، قاعدتاً قیمت بر اساس اطلاعات محرمانه مدیر (P_{mpi}) باید از قیمت زمان قبل از تغییر (P_0) کمتر باشد. در هر دو نمودار در زمان t_1 ، قیمت بازار به P_1 منتقل می‌شود. تابلوی «الف» شکل ۱، یک کاهش و تابلوی «ب» یک افزایش در قیمت سهام، در نتیجه انتشار اطلاعات سود و زیان را به تصویر می‌کشند. وقتی که قیمت بازار سهام کاهش یابد؛ به طوری که قیمت جدید (P_1) کمتر از قیمت بر اساس اخبار حفظ‌شده قبلی (P_{mpi}) شود، اخبار بدی که قبلاً حفظ شده بودند، اکنون افشای آنها می‌تواند موجب جبران کاهش قیمت تا سطح قیمت P_{mpi} شود. بنابراین در زمان کاهش قیمت (t_2)، مدیر در واکنش به کاهش قیمت، اخبار بد قبلی (اخبار خوب فعلی) را افشا می‌کند. در نتیجه قیمت جدید بازار P_{mpi} خواهد بود (تابلوی الف شکل ۱). وقتی که قیمت افزایش می‌یابد، مدیرانی که اطلاعات حفظ‌شده قبلی را دارند (به دلیل $P_{mpi} < P_0 < P_1$)، اخبار را همچنان حفظ خواهند کرد (به دلیل $P_{mpi} < P_0$) و قیمت نهایی P_2 در سطح P_1 باقی خواهد ماند (تابلوی ب شکل ۱).

برای سهولت در تجزیه و تحلیل‌ها، اطلاعات مدیر تحت تأثیر رویداد عمومی که باعث ایجاد تغییر در قیمت سهام می‌شود، قرار نمی‌گیرد (P_{mpi} در نمودار جابه‌جا نمی‌شود). به هر حال این نکته حائز اهمیت است که حتی اگر انتشار صورت سود و زیان، اطلاعات محرمانه مدیر را تغییر دهد، فرضیه پژوهش بر افشای اخبار افشا نشده قبلی دلالت دارد تا افشای اطلاعات جدید. اطلاعات ایجاد شده از طریق رویداد عمومی، نه تنها برای مدیران، بلکه برای سرمایه‌گذاران نیز آشکار است. از آنجا که تغییر قیمت سهام، ارزش مورد انتظار سرمایه‌گذاران از این اخبار را منعکس می‌کند، افشای متعاقب اطلاعات ناشی از رویداد عمومی، تأثیری بر قیمت سهام ندارد.

افشای اختیاری اخبار بد

در مدل‌های ورکچیا و دای، به اثر ریسک دعاوی حقوقی بر افشای اختیاری اخبار بد توجه نشده است. بنابراین در این مدل‌ها، مدیر همواره اخبار بد را برای حداکثرسازی قیمت سهام حفظ می‌کند. ادبیات گذشته نشان می‌دهد که کاهش‌های بزرگ قیمت سهام، ریسک دعاوی حقوقی را افزایش می‌دهد، مانند مطالعه فرانسویس، فیلیپیک و اسکیر (۱۹۹۴) و اینکه ریسک بالاتر دعاوی حقوقی، مدیران را وادار به افشای اخبار بد می‌کند، در این زمینه نیز می‌توان به مطالعه اسکیر (۱۹۹۴)، هفلین، سویرامان و زانگ (۲۰۰۳)، بوشی، ماتسوموتو و میلر (۲۰۰۴) و فیلد، لوری و شو (۲۰۰۵) اشاره کرد.

پیشینه تجربی پژوهش

اسماعیل زاده و شعربافی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه افشای اطلاعات اختیاری و نرخ بازده سهام پرداختند. با توجه به داده های پژوهش، رابطه معناداری بین کیفیت افشا و بازده سهام وجود نداشت. اعتمادی، حصارزاده، محمدآبادی و بذرافشان (۱۳۹۱) با بهره گیری از رگرسیون چندگانه و کنترل عواملی چون اندازه دارایی ها، سودآوری، اهرم و رشد، به بررسی چگونگی تأثیر افشا بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که بین افشا و ارزش شرکت رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد.

پورحیدری و حسین پور (۱۳۹۱) در پژوهش خود، تأثیر افشای اجباری و اختیاری بر ارزش شرکت را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که بین افشای اجباری و ارزش بازار سهام شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد، اما بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام رابطه معناداری دیده نمی شود.

حسینی و حسینی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه سطح افشای اطلاعات حسابداری و نوسان های قیمت سهام پرداختند. با توجه به داده های جمع آوری شده، این نتیجه حاصل شد که درکل بین سطح افشای اطلاعات حسابداری و نوسان های قیمت سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

رحیمی اسفه سالاری و زارعی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر تغییرات افشای اختیاری بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش میزان افشای اختیاری منجر به افزایش ضرایب سود عملیاتی غیرعادی و خالص دارایی های عملیاتی (به منزله ارزش شرکت) می شود و کاهش میزان افشا، لزوماً به کاهش ضرایب سود عملیاتی غیرعادی و خالص دارایی های عملیاتی منجر نمی شود. بنابراین، ممکن است مدیران برای پنهان کردن بیش نمایی ارزش شرکت از سرمایه گذاران، به کاهش میزان افشا اقدام کنند.

اسلتن (۲۰۱۲) تأثیر تغییرات قیمت سهام بر افشای اختیاری را در آمریکا بررسی کرد. نتایج وی نشان داد که هنگام کاهش های بزرگتر قیمت سهام، احتمال افشای اطلاعات خوب مدیران بیشتر است، ولی ارتباط معناداری بین احتمال افشای اطلاعات خوب و بزرگی افزایش در قیمت سهام وجود ندارد.

آنیلوسکی، فنج و اسکینر (۲۰۰۷) با بررسی بازده های سهام دریافتند که بازده های مثبت سهام طی دوره سه ماهه اتفاق افتاده و بازده های منفی، به سمت پایان دوره سه ماهه سوق یافته اند که اگر روند بازده ها ناشی از افشا باشد، این یافته با انتشار دیرتر اخبار بد نسبت به اخبار خوب سازگار است. سوباسی (۲۰۱۱) به بررسی واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و اخبار بد و انگیزه های مدیر به حفظ اخبار بد پرداخت. وی به این نتیجه رسید که تأثیر اخبار بد روی قیمت سهام بیشتر از

اخبار خوب است. همچنین مدیران برای جلوگیری از کاهش شدید قیمت سهام در روز اطلاعات سود و زیان، اخبار بد را زودتر افشا می‌کنند.

کوتاری، شو و ویسوک (۲۰۰۹) در پی پاسخ به این سؤال بودند که آیا مدیران از افشای اخبار نامطلوب خودداری می‌کنند؟ شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که به‌طور متوسط مدیران افشای اخبار بد را به تأخیر می‌اندازند و انگیزه‌های مدیریت برای حفظ اخبار بر انگیزه‌های افشای مدیریت غلبه دارد. همچنین سرمایه‌گذاران در مقابل افشای اخبار بد، بیشتر از اخبار خوب واکنش نشان می‌دهند. آنها چنین استدلال کردند که چون اخبار خوب زود افشا می‌شوند، بنابراین برای سرمایه‌گذاران غیرمنتظره نخواهد بود.

مطالعه اسکینر (۱۹۹۴ و ۱۹۹۷) و دیگر مطالعات در زمینه ریسک دعوای حقوقی، از این استدلال حمایت می‌کند که اهرم‌های قانونی سرمایه‌گذاران، یک انگیزه قوی به مدیران می‌دهد که خبرهای بد را زود گزارش کنند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش با توجه به میزان کاهش یا افزایش در قیمت سهام، در مورد اطلاعات سود و زیان و همچنین خوب یا بد بودن اخبار مطرح شده در واکنش به تغییر قیمت سهام، به شرح زیر هستند:

فرضیه اول: بین بزرگی کاهش در قیمت سهام و تمایل به افشای اختیاری اخبار خوب رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین بزرگی افزایش در قیمت سهام و تمایل به افشای اختیاری اخبار خوب رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین بزرگی کاهش در قیمت سهام و تمایل به افشای اختیاری اخبار بد رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین بزرگی افزایش در قیمت سهام و تمایل به افشای اختیاری اخبار بد رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر مبنای هدف، از نوع کاربردی و بر مبنای روش، از نوع همبستگی است. روش مد نظر برای انجام این پژوهش توصیفی و از نوع رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته)، در

حوزه مطالعات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، از طریق مدل چندجمله‌ای لاجیت^۱ (رابطه ۱) با احتساب مقادیر زیر آزموده شده‌اند:

۰ = شرکت‌های بدون پیش‌بینی؛

۱ = شرکت‌های با پیش‌بینی خوب؛

۲ = شرکت‌های با پیش‌بینی بد.

$$\begin{aligned} \text{Forecast} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Neg. change} \times \text{Abs change} \\ & + \beta_2 \text{Neg. change} \times \text{Size} + \beta_3 \text{Pos. change} \\ & \times \text{Abs change} + \beta_4 \text{Pos. change} \times \text{Size} + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{رابطه ۱}$$

که در آن:

Forecast: پیش‌بینی سود هر سهم؛

Neg. change × *Abs change*: معرف درصد کاهش قیمت سهام؛

Neg. change × *Size*: اثر متقابل متغیر موهومی کاهش قیمت و اندازه شرکت؛

Pos. change × *Abs change*: معرف درصد افزایش قیمت سهام؛

Pos. change × *Size*: اثر متقابل متغیر موهومی افزایش قیمت و اندازه شرکت است.

متغیرهای پژوهش

پیش‌بینی: متغیر موهومی است، اگر شرکت طی حداکثر هفت روز پس از اعلامیه سود و زیان، حداقل یک پیش‌بینی سود هر سهم ارائه دهد، مقدار آن ۱ و در غیر این صورت برابر با ۰ است. **پیش‌بینی خوب (Good forecast):** متغیر موهومی است، اگر پیش‌بینی برابر با ۱ و اختلاف قیمت در روزهای ۰ و ۱ اطلاعاتی سود هر سهم مثبت باشد، برابر با ۱ بوده و در غیر این صورت ۰ است.

پیش‌بینی بد (Bad forecast): متغیر موهومی است، اگر پیش‌بینی برابر با ۱ و اختلاف قیمت در روزهای ۰ و ۱ اطلاعاتی سود هر سهم منفی باشد، برابر با ۱ خواهد بود و در غیر این صورت ۰ است.

درصد تغییر قیمت (Change): درصد تغییر قیمت در روزهای ۱-، ۰ و ۱، هنگام تاریخ اعلامیه سود و زیان شرکت که از جمع دو عدد زیر تقسیم بر ۲ ضرب در ۱۰۰ به دست می‌آید:
 قیمت روز ۰ منهای قیمت روز ۱- تقسیم بر قیمت روز ۱-؛
 قیمت روز ۱ منهای قیمت روز ۰ تقسیم بر قیمت روز ۰؛

قدر مطلق درصد تغییر قیمت (Abs change): قدر مطلق درصد تغییر قیمت. **کاهش قیمت (Neg×change):** متغیر موهومی است، اگر درصد تغییر قیمت منفی باشد، برابر با ۱ بوده و در غیر این صورت ۰ است.

افزایش قیمت (Pos×chang): متغیر موهومی است، اگر درصد تغییر قیمت مثبت باشد، مقدار آن ۱ است و در غیر این صورت ۰ خواهد بود.

اندازه شرکت (Size): برای محاسبه آن از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ در بورس فعال بوده‌اند. در این پژوهش نیاز به نمونه‌گیری از دو گروه وجود دارد: گروه اول؛ شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی سود هر سهم، بعد از رویداد اطلاعیه سود و زیان و گروه دوم؛ شرکت‌های بدون ارائه پیش‌بینی سود هر سهم، بعد از رویداد اطلاعیه سود و زیان. گفتنی است که نمونه‌گیری به صورت سال - شرکت (پنل)^۱ نیست، بلکه غیر ساختاری^۲ است. برای تعیین نمونه گروه اول، این گونه عمل شده است که اطلاعیه سود و زیان کلیه شرکت‌ها (دوره‌ای و سالانه) طی ۱۰ سال به تعداد ۱۴۷۲۸ مورد، در نظر گرفته شده‌اند، سپس اگر شرکتی از تاریخ انتشار اطلاعیه سود و زیان مربوط به خود حداکثر تا هفت روز^۳، دست‌کم یک پیش‌بینی سود هر سهم ارائه کرده باشد، این شرکت خاص در این رویداد خاص، نمونه اولیه از شرکت‌های ارائه‌کننده پیش‌بینی لحاظ می‌شود که تعداد ۱۳۴۵ مورد رویداد - شرکت خاص به دست آمد، این مطلب به این معنی است که یک شرکت ممکن است در یک سال چند بار انتخاب شود، ولی در سال‌های دیگر جزء نمونه نباشد. از این رو انتخاب داده‌ها ساختار خاصی ندارد. از این تعداد نمونه، فقط ۳۸۹ مورد قیمت‌های روزانه در مورد اطلاعیه سود و زیان برای تعیین درصد تغییر در قیمت سهام و در مورد اطلاعیه پیش‌بینی سود هر سهم برای تعیین خوب یا بد بودن خبر، موجود بود. خلاصه‌ای از ویژگی‌های مورد نظر رویداد اطلاعیه سود و زیان برای گروه اول به شرح زیر است:

۱. فاصله زمانی بین تاریخ اطلاعیه سود و زیان و پیش‌بینی سود هر سهم، حداکثر هفت روز باشد.

1. Panel

2. Unstructured

۳. برای حصول اطمینان از معقول بودن رابطه تغییر قیمت ناشی از اطلاعیه سود و زیان و ارائه پیش‌بینی، این معیار در نظر گرفته شده است. چون که هر چه فاصله زمانی بین این دو رویداد بیشتر شود، ممکن است رویدادها یا عوامل دیگر غیر از اطلاعیه سود و زیان، بر تصمیم ارائه پیش‌بینی سود هر سهم اثر گذاشته باشد.

۲. قیمت‌ها در روزهای ۱-، ۰ و ۱ مربوط به اطلاعات سود و زیان و روزهای ۰ و ۱ مربوط به اطلاعات پیش‌بینی سود هر سهم موجود باشد.

جدول ۱. نمونه‌گیری شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی

کل اطلاعات سود (زیان) شرکت‌ها	۱. فاصله بین تاریخ اطلاعات سود (زیان) و اطلاعات PEPS حداکثر هفت روز باشد	۲. اطلاعاتی که قیمت‌ها در روز ۱-، ۰ و ۱ مربوط به آنها موجود باشد (نمونه نهایی)	سال
۳۴۲	۳۸	۱۷	سال ۹۰ تا ۸/۱۷
۱۷۱۱	۱۷۷	۵۵	سال ۸۹
۱۸۶۲	۱۹۰	۷۵	سال ۸۸
۸۵۸	۷۷	۲۴	سال ۸۷
۱۶۸۷	۲۳۴	۷۶	سال ۸۶
۱۷۲۰	۲۴۷	۶۴	سال ۸۵
۱۶۵۱	۱۴۶	۳۳	سال ۸۴
۱۲۸۶	۹۱	۱۶	سال ۸۳
۱۴۳۹	۹۷	۱۸	سال ۸۲
۲۲۷۲	۴۸	۷	سال ۸۱
۱۴۷۲۸	۱۳۴۵	۳۸۹	جمع کل

برای تعیین نمونه گروه دوم (شرکت‌های بدون ارائه پیش‌بینی)، از بین ۱۳۳۸۳ (۱۳۴۵-۱۴۷۲۸) مورد اطلاعات سود و زیان، آنهایی که متعلق به شرکت‌های تعیین شده در نمونه‌گیری گروه اول (شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی)^۱ و دارای ویژگی‌های زیر بودند، همانند نمونه قبل به صورت غیر ساختاری (رویداد شرکت) انتخاب شدند. ویژگی‌های مورد نظر عبارتند از:

۱. حداکثر تا ۳۰ روز پس از تاریخ اطلاعات سود و زیان، پیش‌بینی‌ای ارائه نداده باشند^۲.
 ۲. قیمت‌های اطلاعات سود و زیان در روزهای ۱-، ۰ و ۱ موجود باشند.
- در نهایت تعداد ۱۱۱ مورد برای نمونه گروه دوم به دست آمد.

۱. از آنجاکه در گروه اول انتخاب شده، احتمال داشتن قیمت روزانه بیشتر است. همان‌طور که در نمونه قبل مشاهده شد، قیمت‌های روزانه در تاریخ‌های پیرامون اطلاعات سود و زیان برای اکثر شرکت‌ها وجود نداشت و شرکت‌هایی که فعال‌تر بودند و قیمت‌های روزانه بیشتری داشتند، انتخاب شدند.

۲. طبق قانون، پیش‌بینی عملکرد سالانه شرکت اصلی و تلفیقی گروه بر اساس عملکرد سه‌ماهه، شش‌ماهه و نه‌ماهه، حداکثر باید ۳۰ روز پس از پایان مقاطع سه‌ماهه، ارائه شود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در جدول ۲، شرکت‌ها به دو گروه طبقه‌بندی شده‌اند: شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی و شرکت‌هایی بدون ارائه پیش‌بینی. معیار طبقه‌بندی این بوده است که شرکت‌ها از تاریخ اطلاعیه سود و زیان، حداکثر تا هفت روز پس از آن، دست‌کم یک پیش‌بینی سود هر سهم ارائه داده باشند. آمار توصیفی جدول ۲ نشان می‌دهد که شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی، بزرگتر از شرکت‌های بدون ارائه پیش‌بینی بوده‌اند و در نسبت بیشتری از آنها کاهش قیمت (۰/۵۶۸) دیده می‌شود، اما در نسبت بیشتری از شرکت‌های بدون ارائه پیش‌بینی، افزایش قیمت (۰/۷۸۴) وجود دارد؛ یعنی به‌طور متوسط مدیران در مقابل کاهش قیمت، واکنش بیشتری نشان داده و سریع‌تر خبر (خوب یا بد) منتشر می‌کنند، اما هنگام افزایش قیمت، واکنش کمتری از طریق تأخیر در افشای اخبار نشان می‌دهند.

جدول ۲. آمار توصیفی تمایل به ارائه پیش‌بینی

شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی			شرکت‌های بدون ارائه پیش‌بینی			
انحراف معیار	میانگین	میانگین	انحراف معیار	میانگین	میانگین	
۱/۵۵۴	۱۳/۰۳۴	۱۳/۲۲۲	۱/۵۰۹	۱۲/۷۳۹	۱۲/۹۸۱	لگاریتم طبیعی ارزش بازار
-۰/۴۹۶	۱	-۰/۵۶۸	-۰/۴۱۴	۰	-۰/۲۱۶	کاهش قیمت
-۰/۴۹۶	۰	-۰/۴۳۲	-۰/۴۱۴	۱	-۰/۷۸۴	افزایش قیمت
	۳۸۹			۱۱۱		حجم نمونه

جدول ۳، آمار توصیفی دو گروه از شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی را نشان می‌دهد: شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی خوب و شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی بد. همان‌طور که در جدول ۳ نشان داده شده است، شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی بد، بزرگتر از شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی خوب هستند و نسبت بیشتری از آنها در نتیجه انتشار اطلاعیه سود و زیان، کاهش قیمت (۰/۷۸۱) داشته‌اند. همچنین در نسبت بیشتری از شرکت‌های ارائه‌دهنده پیش‌بینی خوب، افزایش قیمت (۰/۶۱۴) دیده می‌شود.

جدول ۳. آمار توصیفی نوع پیش بینی

شرکت های ارائه دهنده پیش بینی			شرکت های بدون ارائه پیش بینی			
انحراف معیار	میانگین	میانگین	انحراف معیار	میانگین	میانگین	
۱/۵۵۷	۱۳/۲۵۹	۱۳/۳۹۹	۱/۵۳۹	۱۲/۹۰۲	۱۳/۰۷۳	لگاریتم طبیعی ارزش بازار
-۰/۴۱۵	۱	-۰/۷۸۱	-۰/۴۸۸	۰	-۰/۳۸۶	کاهش قیمت
-۰/۴۱۵	۰	-۰/۲۱۹	-۰/۴۸۸	۱	-۰/۶۱۴	افزایش قیمت
	۱۷۸			۲۱۱		حجم نمونه

نتایج آزمون فرضیه ها

در رابطه با فرضیه های اول و دوم، در پی بررسی رابطه بزرگی کاهش یا افزایش قیمت سهام بر تمایل به افشای پیش بینی خوب (پیش بینی که انتشار آن باعث افزایش قیمت سهام شود) بودیم. جدول ۴ نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل متغیرهای پژوهش برای تمایل به افشای پیش بینی خوب را نشان می دهد. با توجه به ضریب متغیر درصد کاهش قیمت (۱/۷۶۴) و سطح معناداری (۰/۰۰۱۶)، فرضیه اول پژوهش تأیید می شود و می توان گفت که با کاهش بزرگتر در قیمت سهام، مدیران به افشای پیش بینی (افشای اختیاری) خوب، تمایل بیشتری دارند.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه های اول و دوم

$$Forecast = \beta_0 + \beta_1 Neg. change \times Abs change + \beta_2 Neg. change \times Size + \beta_3 Pos. change \times Abs change + \beta_4 Pos. change \times Size + \varepsilon$$

عنوان متغیر	علامت اختصاری	ضریب	انحراف معیار	سطح معناداری
مقدار ثابت	—	-۰/۰۱۴	۱/۰۷۷	-۰/۹۸۹
درصد کاهش قیمت	Neg.change×Abs change	۱/۷۶۴	-۰/۵۵۸	-۰/۰۰۱۶
اندازه شرکت هنگام کاهش قیمت	Neg.change×Size	-۰/۰۰۳	-۰/۰۸۵	-۰/۹۷۱
درصد افزایش قیمت	Pos.change×Abs change	-۰/۰۴۳	-۰/۰۵۱	-۰/۴۰۷
اندازه شرکت هنگام افزایش قیمت	Pos.change×Size	-۰/۰۲۲	-۰/۰۸۳	-۰/۷۸۸
سطح معناداری = ۰/۰۰۰	آماره راست نمایی = ۳۳/۲۵۰	ضریب تعیین = ۰/۰۸		

طبق جدول ۴، ضریب متغیر درصد افزایش قیمت ۰/۰۴۳ و سطح معناداری آن ۰/۴۰۷ به دست آمده است، در نتیجه فرضیه دوم رد می شود.

در رابطه با فرضیه‌های سوم و چهارم، در پی بررسی تأثیر کاهش یا افزایش قیمت سهام بر تمایل به افشای پیش‌بینی بد (پیش‌بینی که انتشار آن باعث کاهش قیمت سهام شود) بودیم. جدول ۵ نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل متغیرهای پژوهش برای تمایل به ارائه پیش‌بینی بد را نشان می‌دهد. در این جدول، ضریب متغیر کاهش قیمت ۱/۵۵۸ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۴ به دست آمده است، در نتیجه فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود. با توجه به علامت بین کاهش قیمت و تمایل به افشای پیش‌بینی، می‌توان گفت که با تغییر منفی‌تر قیمت سهام، احتمال اینکه مدیران پیش‌بینی‌های اخبار بد را افشا کنند، بیشتر خواهد بود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

$$Forecast = \beta_0 + \beta_1 Neg. change * Abs change + \beta_2 Neg. change * Size + \beta_3 Pos. change * Abs change + \beta_4 Pos. change * Size + \varepsilon$$

عنوان متغیر	علامت اختصاری	ضریب	انحراف معیار	سطح معناداری
مقدار ثابت		-۲/۴۶۰	۱/۲۲۳	۰/۰۴۴
درصد کاهش قیمت	Neg.change*Abs change	۱/۵۵۸	۰/۵۴۷	۰/۰۰۴
اندازه شرکت هنگام کاهش قیمت	Neg.change*Size	۰/۲۴۳	۰/۰۹۴	۰/۰۰۹
درصد افزایش قیمت	Pos.change*Abs change	۰/۰۶۴	۰/۰۸۴	۰/۴۴۸
اندازه شرکت هنگام افزایش قیمت	Pos.change*Size	۰/۱۱۲	۰/۰۹۳	۰/۲۲۹
ضریب تعیین = ۰/۳۰۲	سطح معناداری = ۰/۰۰۰	آماره راست‌نمایی = ۱۱۶		

در جدول ۵، ضریب متغیر افزایش قیمت ۰/۰۶۴ و سطح معناداری آن ۰/۴۴۸ است، در نتیجه فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج فرضیه اول نشان داد که بین کاهش قیمت سهام و تمایل به افشای اختیاری اخبار خوب، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه با این موضوع می‌تواند سازگار باشد که عملکرد ضعیف سود و سهام، خطر از دست دادن شغل را برای مدیران به همراه دارد. از این رو مدیران بایستی برای کاهش احتمال ارزیابی کمتر از میزان واقعی شرکت و توضیح علت عملکرد ضعیف سود، به افشای اطلاعات بپردازند (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). همچنین می‌توان گفت که مدیران با استعداد، دارای انگیزه زیادی برای پیش‌بینی اختیاری درآمدها به منظور آشکار کردن توانایی و

استعداد خود هستند. یادآوری این نکته لازم است که برای قبول یا رد دلیل بیان شده، مدارکی وجود ندارد.

فرضیه دوم پژوهش مربوط به رابطه بین افزایش قیمت سهام و افشای اختیاری اخبار خوب است. نتایج آزمون این فرضیه نشان داد که هیچ‌گونه رابطه معناداری بین افزایش قیمت سهام و افشای اخبار خوب، وجود ندارد. در توضیح این نتیجه می‌توان گفت که احتمالاً هنگامی که مدیریت از جایگاه اعتباری خوبی برخوردار است، بازار فعالیت‌های وی را مورد حمایت قرار می‌دهد، حتی اگر خبرهای جدیدی منتشر نکند. از سوی دیگر، اگر تأخیر در ارائه اطلاعات یا محدود کردن دسترسی به اطلاعات مفید دارای منافع مالی باشد، شرکت‌ها انگیزه‌ای برای پنهان کردن اطلاعات خواهند داشت و به گفته ویش و انات و کافمن (۱۹۹۹) «دسترسی» به اطلاعات، گروگانی برای کسب منافع مالی محدود محسوب می‌شود.

نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد که با تغییر منفی‌تر قیمت سهام، احتمال اینکه مدیران پیش‌بینی‌های اخبار بد را افشا کنند، بیشتر خواهد بود. دلیل این امر را می‌توان این‌گونه بیان کرد که با کاهش قیمت سهام، ریسک دعاوی حقوقی افزایش می‌یابد. از این رو با افزایش ریسک دعاوی حقوقی، مدیران تمایل بیشتری به افشای اخبار بد خواهند داشت. این نتیجه با یافته‌های هفلین (۲۰۰۳) و بوشی (۲۰۰۴)، مطابقت دارد. همچنین، برخی محققان، مانند سوپاسی (۲۰۱۱)، معتقدند پیش‌افشاگری اخبار بد سودمند است؛ زیرا کاهش قیمت سهام را بین تاریخ‌های مختلف پخش می‌کند و از این راه موجب کاهش احتمال بررسی و تفحص برای تعیین صحت ادعاها می‌شود.

درنهایت، نتایج فرضیه چهارم نشان داد که رابطه معناداری بین افزایش قیمت سهام و افشای اخبار بد وجود ندارد. این یافته با یافته‌های کافلان (۱۹۹۹) و سباچ (۱۹۸۸) مبنی بر حداکثرسازی قیمت سهام از طریق تأخیر در افشای اخبار بد، مطابقت دارد.

پیشنهاد‌های کاربردی

با توجه به نتایجی که از این پژوهش به‌دست آمد، پیشنهاد‌های کاربردی زیر ارائه می‌شود:

- نتایج نشان می‌دهد که مدیران در زمان افزایش قیمت سهام، اخبار بد را حفظ و افشای آن را به تأخیر می‌اندازند. لذا به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که از طریق ایجاد مشوق‌هایی برای افشای زودتر اخبار یا از طریق حمایت و تقویت فعالیت‌های طبیعی بازار، مانند حمایت از تحلیل‌گران مالی و مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری و آموزش کارگزاران و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه، زمینه را برای تحریک مدیران به افشای سریع‌تر اخبار بد فراهم کنند. همچنین

به سرمایه‌گذاران و سایر بازیگران بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، به موضوع افشای کمتر در زمان افزایش قیمت، توجه کنند.

۲. نتایج نشان داد که در زمان کاهش قیمت احتمال افشای اخبار خوب نیز وجود دارد که این گزارش‌ها ممکن است خوش‌بینانه باشند (آزمون‌های اضافی در این پژوهش نشان می‌دهد که مدیران برای جبران کاهش قیمت سهام، پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه ارائه می‌کنند). بنابراین، پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار با وضع قوانین سخت‌گیرانه، از جمله الزام شرکت‌ها به ارائه اظهار نظر کلی حسابرس نسبت به منطقی بودن پیش‌بینی‌ها، وضع استانداردهای مربوط به افشا و امثال آن، مانع از افشای گزارش‌های ضعیف مدیران شوند. همچنین به سرمایه‌گذاران و سایر بازیگران بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، به موضوع گزارش‌های خوش‌بینانه در زمان کاهش قیمت، توجه کنند.

۳. با توجه به ریسک دعاوی حقوقی مطرح در تحلیل فرضیه سوم، به مدیران واحدهای تجاری، به منظور حفظ منافع خود و شرکت و مصون ماندن از طرح دعاوی حقوقی، پیشنهاد می‌شود اخبار بد را همانند اخبار خوب، زود افشا کنند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده

۱. پیشینه پژوهش به بررسی انگیزه‌های مدیران برای حفظ اخبار یا افشای آن (خصوصاً به سرمایه‌گذاران) محدود شده است و شواهد اندکی در مورد عواملی وجود دارد که مدیران را تحریک می‌کند تا اخبار حفظ شده را افشا کنند. پیشنهاد می‌شود در زمینه عوامل محرک افشا مانند تأثیر ریسک دعاوی حقوقی بر افشا و... تحقیق شود؛
۲. این مطالعه بر اطلاعیه سود و زیان تمرکز دارد، اما پیشنهاد می‌شود اثر رویدادهای دیگر غیر از اطلاعیه سود و زیان که موجب ایجاد شوک در قیمت سهام می‌شود نیز، بررسی شود؛
۳. بررسی میزان اتکای سرمایه‌گذاران بر افشای اطلاعات در صورت‌های مالی؛
۴. بررسی میزان صحت و درستی و دقت در افشای اطلاعات منتشر شده.

منابع

ابراهیمی، م. و سعیدی، ع. (۱۳۸۹). تأثیر متغیرهای حسابداری و ویژگی‌های شرکت بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۶۲): ۱-۱۶.

اعتمادی، ح.؛ حصارزاده، ر.؛ محمدآبادی، م. و بذرافشان، آ. (۱۳۹۱). افشا و ارزش شرکت: شواهدی از بازار سرمایه نوظهور ایران. *فصلنامه حسابداری مدیریت*، ۵ (۱۳): ۶۷-۶۷.

اسماعیل‌زاده، ع. و شعربافی، م. (۱۳۸۹). افشای اطلاعات اختیاری و ارتباط آن با نرخ بازده سهام در شرکت‌های سرمایه‌گذاری. فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت، ۱ (۳): ۸۲-۶۹.

ایزدی‌نیا، ن. (۱۳۷۶). تأثیر تدابیر افشای مالی بر قیمت سهام. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۶ (۲۲): ۱۳۰-۱۱۲.

پورحیدری، ا. (۱۳۸۹). بررسی عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷ (۶۰): ۴۰-۲۳.

پورحیدری، ا. و حسین‌پور، ح. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها. فصلنامه چشم‌انداز مدیریت مالی، ۲ (۵): ۲۸-۹.

حسینی، م. و حسینی، س. م. ب. (۱۳۸۹). بررسی رابطه سطح افشای اطلاعات حسابداری و نوسانات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. پژوهشنامه اقتصاد کسب‌وکار، ۱ (۲): ۸۴-۷۵.

رحمانی، ع.؛ بشیری‌منش، ن. و شاه‌رخی، س. س. (۱۳۹۱). بررسی اثر انتشار پیش‌بینی سود بر ضریب واکنش سود آینده. مجله دانش حسابداری، ۳ (۱۰): ۵۰-۲۹.

رحیمی اسفه‌سالاری، د. و زارعی، ع. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر تغییرات افشای اختیاری بر ارزش شرکت. اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، مؤسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی
خوارزمی، تاریخ ۱۳۹۲/۶/۲۵. http://www.civilica.com/Paper-FNCAM01-FNCAM01_263.html

قائم‌ی، م.؛ بیات، ع.؛ اسکندرلی، ط. (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۸ (۶۵): ۱۳۰-۱۱۵.

Aboody, D. & Kasznik, R. (2000). CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting & Economics*, 29 (1): 73-100.

Anilowski, C., Feng, M., & Skinner, D. J. (2007). Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1): 36-63.

Bushee, B. J., & Leuz, C. (2005). Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from the OTC bulletin board. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2): 233-264.

- Coughlan, A.T. & Schmidt, R.M. (1985). Executive compensation, managerial turnover, and firm performance: An imperical investigation. *Journal of accounting and Economics*, 7(1): 43-66.
- Dye, R.A. (1985). Disclosure of nonpropriety information. *Journal of Accounting Research*, 23(1): 123-145.
- Easton, P.D. and Zmijewski, M.E. (1989). Cross-Sectional variation in the stock market response to Accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 117-141.
- Field, L., Lowry, M., Shu, S. (2005). Does disclosure deter or trigger litigation? *Journal of Accounting and Economics*, 39(): 487-507.
- Francis, J., Philbrick, D., & Schipper, K. (1994). Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 11(1): 25-37.
- Grossman, S. (1981). An introduction to the theory of rational expectations under asymmetric information. *Review of Economic Studies*, 48(4): 461-483.
- Gutharie, J., Petty, R. & Ricceri, F. (2006). The voluntary reporting of intellectual capital: comparing evidence from Hong Kong and Australia. *Journal of Intellectual Capital*, 7 (2): 254-71.
- Harvey, G., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1): 3-73.
- Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of The Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economics*, 3 (1): 405-440.
- Heflin, F., subramanyam, K. R., & Zhang, Yuan. (2003). Regulation FD and the financial information environment: Early evidence. *The Accounting Review*, 78(1): 1-37.
- Hutton, A.P., Miller, G.S. & Skinner, D.J. (2003). The role of supplementary statements with management forecasts. *Journal of Accounting Reaserch*, 41(5): 867-890.
- Kothary, S.P., Shu, S. & Wysocki, P. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47(1): 241-276.

- Matsomoto, D.A. (2002). Incentives of Management to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 77 (3): 483-514.
- Milgrom, P. (1981). Good news and bad news: representation theorem and applications. *Bell. Journal of Economics*, 12 (2): 380-391.
- Palmrose, Z., Richardson, V. & Scholz, S. (2004). Determinants of market reactions restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1): 59-89.
- Pownall, G. & Waymire, G. (1989). Voluntary disclosure credibility and securities prices: Evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 27(2): 227-245.
- Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32(1): 8-61.
- Skinner, D. J. (1997). Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics*, 23(3): 249-289.
- Sletten, E. (2012). The effect of stock price on discretionary disclosure. *Review of Accounting Studies*, 17(1): 96-133.
- Subasi, M. (2011). Asymmetric stock price reaction to good vs. bad news disclosure: Manager's incentives to withhold bad news. *FMA Annual Meeting*, University of Missouri at Columbia, July 7, 2011.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1): 179-194
- Warner, J. B. (1988). Stock prices, event prediction, and event studies: An examination of top management restructurings. *Journal of Financial Economics*, 20(1): 461-492.
- Weisbach, M.S. (1988). Outside directors CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 431-460.