

بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها

امید پورحیدری* ، حمزه حسین پور**

چکیده

هدف از انجام این تحقیق، بررسی تأثیر افشای اجباری و اختیاری بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها می‌باشد. روش انجام تحقیق شبه تجربی بوده و جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۸۸ می‌باشد. در این تحقیق برای محاسبه افشای اجباری، از شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است و به منظور محاسبه شاخص افشای اختیاری از چک‌لیستی شامل ۶۰ مورد افشا که شرکت‌ها می‌توانستند به صورت داوطلبانه به افشای آن‌ها بپردازند استفاده گردید. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین افشای اجباری و ارزش بازار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد و با افزایش شاخص کیفیت افشا، ارزش بازار سهام شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. یافته‌های تحقیق همچنین نشان داد که رابطه معناداری بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام وجود ندارد.

کلیدواژه‌ها: افشای اجباری؛ افشای اختیاری؛ ارزش سهام شرکت‌ها.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۸/۲۲، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۱۱/۰۲

* استادیار، دانشگاه شهید باهنر (نویسنده مسئول).

E-mail: opourheidari@uk.ac.ir

** کارشناس ارشد، دانشگاه شهید باهنر.

۱. مقدمه

افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از ابزار مهم مدیران به منظور انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد مالی و هدایت شرکت به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر افراد ذی‌نفع می‌باشد و یکی از دلایل مهم تقاضا برای افشای اطلاعات، مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات است [۱]. اطلاعات مالی، یکی از عناصر بسیار بااهمیت در بازارهای مالی می‌باشد. بازار سرمایه یکی از بازارهایی است که در آن، اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت مؤثر است. به عبارتی، نقصان اطلاعات باعث افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می‌شود. اطلاعات هر چه شفاف‌تر و قابل دسترس‌تر باشد می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیم‌های صحیح‌تری در زمینه تخصیص بهینه منابع شود و در نهایت منجر به رسیدن به کارایی تخصیصی می‌شود که هدف نهایی بازار سرمایه است [۲]. از این رو افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها نقش حیاتی را در کارایی بازار سرمایه ایفا می‌کند.

شرکت‌ها افشای اطلاعات را از طریق انتشار صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش هیأت مدیره، و نظایر آن انجام می‌دهند. علاوه بر این، برخی از شرکت‌ها علاوه بر افشای حداقل اطلاعات براساس استانداردهای مربوط و سایر قوانین و مقررات، به افشای اضافی اطلاعات به صورت اختیاری می‌پردازند. از این رو می‌توان افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها را به دو دسته افشای اجباری و اختیاری تقسیم نمود.

یکی از موضوعات مهمی که در رابطه با افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها مطرح است، پیامدهای اقتصادی افشای اطلاعات می‌باشد. افشای اجباری و اختیاری اطلاعات می‌تواند دارای پیامدهای اقتصادی متعددی باشد که از جمله این پیامدها می‌توان به بهبود نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها و افزایش کاربران و افزایش توان پیش‌بینی استفاده‌کننده از اطلاعات اشاره نمود که این موارد نیز نهایتاً منجر به افزایش ارزش شرکت می‌گردد. هدف از این پژوهش، بررسی اثر افشای اختیاری و افشای اجباری اطلاعات بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به عبارتی، سؤال اصلی تحقیق، این موضوع است که آیا افشای اطلاعات چه به صورت اختیاری و چه به صورت اجباری، بر روی قیمت‌های سهام شرکت‌ها اثر دارد؟ پاسخ به این سؤال می‌تواند مدیران شرکت‌ها را در تعیین میزان ارائه اطلاعات (به ویژه اطلاعات اختیاری) به بازار سرمایه یاری رساند. ساختار بقیه مقاله بدین صورت است که در بخش دوم مبانی نظری تحقیق مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در بخش سوم، پیشینه تحقیق ارائه می‌گردد. در بخش چهارم تا هفتم به ترتیب روش تحقیق، ارائه مدل‌ها و معرفی متغیرهای تحقیق، تجزیه و تحلیل اطلاعات بیان خواهد شد و بخش پایانی نیز نتیجه‌گیری مقاله ارائه می‌شود.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

یکی از هدف‌های اصلی گزارشگری مالی، تأمین اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری است. دستیابی به این هدف مستلزم افشای مناسب اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مربوط می‌باشد. دلیل اصلی نیاز به گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران می‌باشد. در رابطه با پیامدهای اقتصادی افشای اطلاعات تحقیقات گسترده‌ای صورت گرفته است. مطالعات پیرامون افشای اختیاری بر این مبنا استوار است که حتی در یک بازار سرمایه کارا، مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران خارجی دارای اطلاعات بیشتر و درک بهتری در رابطه با عملکرد آینده شرکت هستند. از سوی دیگر براساس شکل نیمه قوی فرضیه بازار کارا، قیمت اوراق بهادار به‌طور کامل و آنی منعکس‌کننده اطلاعات جاری و تاریخی در دسترس عموم است. در چنین شرایطی اگر سرمایه‌گذاران با فرض صحیح بودن قیمت‌ها بر آن‌ها اتکا کنند، لکن به دلیل وجود اطلاعات گمراه‌کننده در قیمت‌ها متحمل زیان گردند، به‌طور منطقی آنان مستحق دریافت خسارات وارده هستند [۱۴].

در این راستا استراتژی افشای اختیاری شرکت، نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی ایفا می‌کند، زیرا عدم تقارن اطلاعات ممکن است موجب ارزش‌گذاری اشتباه شرکت شده و انگیزه‌ای برای تصحیح ارزش‌گذاری اشتباه از طریق افشای بیشتر اطلاعات ایجاد نماید [۱۵].

به‌طور کلی تحقیقات قبلی یا به بررسی رابطه بین سطوح افشای اختیاری و نقدینگی سهام پرداخته‌اند (مانند تحقیق هیلی و همکاران^۱، ۱۹۹۹؛ و لوز و ورکچیا^۲، ۲۰۰۰)، یا رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار داده‌اند (مانند مطالعه بوتوسان و پلاملی^۳، ۲۰۰۲؛ و هیل^۴، ۲۰۰۲) که عموماً با تئوری تأمین مالی مبنی بر اینکه اطلاعات عمومی بیشتر با کاهش هزینه سرمایه و یا افزایش جریان نقدی متعلق به سهام‌داران و یا هر دوی آن‌ها، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، سازگار می‌باشند. اما مطالعات و پژوهش‌های تجربی کمی به‌صورت مستقیم، رابطه بین افشای اختیاری و افشای اجباری با ارزش شرکت را مورد آزمون قرار داده‌اند.

همچنین این نکته ضروری است که در مورد افشای اختیاری، مدیران چنین افشاهایی را زمانی انجام می‌دهند که منافع حاصل از آن بیش از هزینه‌های آن باشد [۱۲]. به‌عنوان مثال، تصمیمات افشای اختیاری مدیران براساس میزان تأثیرگذاری چنین افشاهایی بر هزینه سرمایه، ریسک و کاهش عدم اطمینان درخصوص دورنمای آتی شرکت صورت می‌پذیرد؛ چرا که کیفیت افشای اختیاری به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم از طریق تأثیر بر هزینه حقوق صاحبان سهام و

1. Healy and et al
2. Leuz and Verrecchia
3. Botosan & Plumlee
4. Hail

جریان‌های نقدی ارزش شرکت را تحت‌تأثیر قرار می‌دهد [۱۴]. اما ادبیات مربوط به پیامدهای اقتصادی افشای اجباری محدود بوده و تا حدودی نتایج مربوط به آن دارای دو جنبه بوده است [۱۱، ۶]. اثرات مربوط به مقررات افشای اجباری با توجه به اینکه شرکت‌ها می‌توانند به هزینه‌های تحمیل‌شده در این رابطه به روش‌های مختلفی پاسخ دهند به‌صورت بالقوه پیچیده می‌باشد.

حسن و همکاران^۱ (۲۰۰۹) در مقاله‌ای به بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری و ارزش شرکت در مصر پرداختند. در این مقاله به‌منظور محاسبه ارزش شرکت از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده گردید. همچنین برای محاسبه شاخص افشای اجباری از فهرستی متشکل از ۴۹ مورد افشای اجباری استفاده شد و برای محاسبه افشای اختیاری از فهرستی متشکل از ۲۶ مورد افشای اختیاری استفاده گردید. نتایج حاصل از این تحقیق که با استفاده از روش داده‌های تابلویی استفاده گردیده بود نشان داد که بین افشای اختیاری و ارزش شرکت هیچ‌گونه رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین افشای اجباری و ارزش شرکت، یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد [۹].

چئونگ و همکاران^۲ (۲۰۱۰) در مطالعه خود به بررسی رابطه بین افشای اختیاری و اجباری و ارزش شرکت پرداختند. در این مطالعه به‌منظور محاسبه ارزش شرکت از دو متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و کیو - توبین در مدل‌های جداگانه استفاده گردید. چئونگ و همکاران (۲۰۱۰) در مطالعه خود از رگرسیون خطی چندمتغیره با به‌کار بردن متغیرهای کنترلی، استفاده کردند. یافته‌های آنان نشان داد که بین افشای اختیاری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما بین افشای اجباری و ارزش شرکت رابطه‌ای وجود ندارد.

سیلوا و لیرا آلوز^۳ (۲۰۰۴) در مقاله‌ای رابطه بین افشای اختیاری در اینترنت و ارزش شرکت‌های فعال در آمریکای لاتین را مورد بررسی قرار دادند. شاخص ارزش شرکت در این تحقیق نسبت کیو - توبین بود. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون چندمتغیره نشان داد که بین افشای اختیاری و ارزش شرکت، رابطه معناداری وجود دارد [۱۷].

بوتسان^۴ (۱۹۹۷)، رابطه بین سطح افشا و هزینه سرمایه را مورد بررسی قرار داد. وی در تحقیق خود به این نتیجه رسید که با افزایش در سطح افشای شرکت‌ها، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. همچنین نتایج کنترل متغیرهای بتای بازار و اندازه شرکت نشان داد که بین سطح افشا و هزینه سرمایه با وجود بتای بازار، رابطه منفی افزایش و با در نظر گرفتن اندازه شرکت، کاهش پیدا می‌کند.

1. Hassan and et al
2. Cheung and et al
3. Silva and Lira Alves
4. Botosan

دستگیر و همکاران (۱۳۸۲)، تأثیر میزان افشای اجباری بر هزینه سهام عادی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که افزایش میزان افشا موجب کاهش هزینه سهام عادی می‌شود. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای میزان افشای بیشتر یا ریسک کمتری هستند، دارند [۳].

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه سهام عادی و جاری در شرکت‌های بورسی پرداختند. در تحقیق آن‌ها از شاخص افشا و اطلاع‌رسانی ارائه شده توسط سازمان بورس استفاده شده است. نتایج تحقیق پس از کنترل متغیر اندازه شرکت نشان داد که بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه، رابطه منفی و معناداری مشاهده گردید [۵].

اعتمادی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین افشای اجباری و بازده جاری و سودهای آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در تحقیق آن‌ها شاخص کیفیت و اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران به عنوان شاخص افشای اجباری در نظر گرفته شد. نتایج مطالعه اعتمادی و همکاران (۱۳۹۰) نشان داد که افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها بر سودهای آتی و بازده سهام تأثیرگذار است [۱].

۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

هدف از انجام این تحقیق بررسی رابطه بین افشای اختیاری و اجباری با قیمت‌های سهام می‌باشد و در صدد پاسخگویی به این سؤال است که آیا افشای اختیاری و اجباری اطلاعات توسط شرکت‌ها بر قیمت سهام آن شرکت‌ها اثرگذار است یا خیر؟ در راستای پاسخ به سؤال ذکر شده دو فرضیه زیر را می‌توان مطرح نمود:

فرضیه اول: بین سطح افشای اختیاری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین سطح افشای اجباری و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۴. روش‌شناسی

تحقیق حاضر را می‌توان از نظر هدف، به عنوان تحقیقات کاربردی و از نظر روش، به عنوان تحقیق همبستگی از نوع شبه‌تجربی تلقی نمود. محدوده مکانی تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و محدوده زمانی آن، از سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۸ می‌باشد.

جدول ۱. مراحل انتخاب نمونه نهایی

سال			مراحل انتخاب نمونه
۱۳۸۸	۱۳۸۷	۱۳۸۶	
۴۵۷	۴۵۵	۴۵۳	تعداد کل شرکت‌ها
۵۴	۵۲	۵۲	سرمایه‌گذاری‌ها و سایر واسطه‌های مالی
۱۹۲	۱۸۹	۱۸۶	شرکت‌های دارای وقفه معاملاتی و یا در دسترس نبودن اطلاعات
۳۷	۳۷	۳۷	شرکت‌های دارای پایان سال مالی غیر از ۲۹ اسفندماه
۱۷۴	۱۷۷	۱۷۸	نمونه نهایی در دسترس

جامعه آماری و نمونه. جامعه آماری این تحقیق در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و برای انتخاب نمونه آماری، کلیه شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده‌اند، به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند:

۱. شرکت باید در گروه شرکت‌های واسطه‌گری‌های مالی نباشد.

۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.

۳. وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه نداشته باشند.

۴. داده‌های مورد نیاز شرکت‌ها در بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز در دسترس باشد.

بدین ترتیب، پس از اجرای فرایند نمونه‌گیری، تعداد شرکت‌های نمونه در سال ۸۶ به ۱۷۸ و در سال ۸۷ به ۱۷۷ و در سال ۸۸ به ۱۷۴ شرکت رسیدند. مراحل انتخاب نمونه نهایی در جدول شماره ۱ آورده شده است.

روش گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها. در تحقیق حاضر، داده‌های مورد نیاز شرکت‌ها؛ از پایگاه‌های اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی همانند نرم‌افزار تدبیرپرداز، صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های مجمع عمومی شرکت‌ها استخراج و برای نتیجه‌گیری، مورد مطالعه، بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. داده‌های به‌دست آمده پس از انجام پردازش‌های اولیه در نرم‌افزار اکسل، به‌وسیله نرم‌افزار SPSS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. برای بررسی معنادار بودن کل مدل از آماره F و برای بررسی معنادار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استفاده شده است. همچنین به‌منظور بررسی وجود خودهمبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده شده است.

مدل‌های تحقیق و تعریف عملیاتی متغیرها. در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها از شش مدل زیر استفاده شده است، به طوری که لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام و لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیرهای وابسته، شاخص افشای اختیاری و شاخص افشای اجباری به عنوان متغیرهای مستقل و متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری شرکت، اهرم مالی و رشد شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی می‌باشند. این شش مدل به شرح زیر می‌باشند:

مدل شماره ۱

$$\ln(MV) = \gamma_0 + \gamma_1 VDI + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 LEV + \gamma_4 PROF + \gamma_5 GROWTH + \varepsilon$$

مدل شماره ۲

$$\ln(MV) = \delta_0 + \delta_1 MDI + \delta_2 SIZE + \delta_3 LEV + \delta_4 PROF + \delta_5 GROWTH + \varepsilon$$

مدل شماره ۳

$$\ln(MV) = \varphi_0 + \varphi_1 VDI + \varphi_2 MDI + \varphi_3 SIZE + \varphi_4 LEV + \varphi_5 PROF + \varphi_6 GROWTH + \varepsilon$$

مدل شماره ۴

$$\ln(MB) = \lambda_0 + \lambda_1 VDI + \lambda_2 SIZE + \lambda_3 LEV + \lambda_4 PROF + \lambda_5 GROWTH + \varepsilon$$

مدل شماره ۵

$$\ln(MB) = \phi_0 + \phi_1 MDI + \phi_2 SIZE + \phi_3 LEV + \phi_4 PROF + \phi_5 GROWTH + \varepsilon$$

مدل شماره ۶

$$\ln(MB) = \sigma_0 + \sigma_1 VDI + \sigma_2 MDI + \sigma_3 SIZE + \sigma_4 LEV + \sigma_5 PROF + \sigma_6 GROWTH + \varepsilon$$

که در آن؛ $\ln(MV)$ ، لگاریتم طبیعی ارزش بازار؛ $\ln(MB)$ ، لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ MDI ، شاخص افشای اجباری؛ VDI ، شاخص افشای اختیاری؛ $SIZE$ ، اندازه شرکت؛ LEV ، اهرم مالی؛ $PROF$ ، شاخص سودآوری؛ و $GROWTH$ ، نرخ رشد شرکت می‌باشد. در ادامه، تعریف عملیاتی و نحوه محاسبه هریک از این متغیرها تشریح می‌گردد.

متغیرهای وابسته

لگاریتم طبیعی ارزش بازار $\ln(MV)$. در این تحقیق برای محاسبه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، از ضرب تعداد سهام در دست سهام‌داران در پایان سال مالی برگرفته از گزارش‌های سالانه شرکت در قیمت سهام در چهار ماه بعد از گزارش‌های پایان سال، به‌منظور اطمینان از اینکه قیمت‌ها متأثر از اطلاعات حسابداری افشا شده در گزارش‌های سالانه شده باشند، محاسبه گردیده است و به‌منظور نزدیک نمودن توزیع این متغیر به نرمال و کاهش تأثیر ارزش‌های دارای پراکندگی زیاد از لگاریتم طبیعی استفاده شده است.

لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام $\ln(MB)$. در بسیاری از مطالعات پیشین، لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان ارزش شرکت، مورد استفاده قرار گرفته است (به‌عنوان مثال؛ لینز^۱، ۲۰۰۳). همچنین فاما و فرنچ^۲ (۱۹۹۲) دریافته‌اند که لگاریتم طبیعی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر حسب اندازه و حجم، رابطه معنادارتری نسبت به لگاریتم طبیعی ارزش بازار (که می‌تواند به‌عنوان اندازه شرکت به‌کار رود) در توضیح متوسط بازده قوی‌تر عمل کند. علاوه بر این، برک^۳ (۱۹۹۵) بیان می‌کند که لگاریتم نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در اصل، نسبت به لگاریتم ارزش بازار به تنهایی؛ مقیاس بهتری برای بازده مورد انتظار می‌باشد. لذا در تحقیق حاضر علاوه بر لگاریتم طبیعی ارزش بازار، حقوق صاحبان سهام از لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نیز استفاده گردیده است.

متغیرهای مستقل

شاخص افشای اجباری (MDI). در این پژوهش تعیین شاخص افشای اجباری از دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. شاخص افشای اجباری توسط سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه می‌گردد. باتوجه به اینکه در محاسبه این شاخص، عواملی همچون ارائه اطلاعات مربوط به پیش‌بینی درآمد هر سهم، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی شده ۳، ۶ و ۹ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به پیش‌بینی درآمد هر سهم اولیه و ۶ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه، صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال و تفاوت پیش‌بینی‌ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده در نظر گرفته شده است و به‌طور کلی براساس موارد مطرح‌شده در دستورالعمل اجرایی

1. Lins
2. Fama and French
3. Berk

افشای اطلاعات می‌باشد. لذا مبنای مناسبی برای افشای اجباری اطلاعات خواهد بود. لازم به ذکر است که این دستورالعمل در سال ۱۳۸۶ به تصویب بورس اوراق بهادار تهران رسید و شرکت‌های عضو از آن سال به بعد مکلف به رعایت مفاد آن در رابطه با افشای کامل و به موقع اطلاعات می‌باشند.

شاخص افشای اختیاری (VDI). برای محاسبه میزان افشای اختیاری در هر شرکت، ابتدا چک لیستی از موارد افشای اختیاری با توجه به تحقیقات قبلی، موارد افشای اختیاری در صورت‌های مالی و سایر گزارش‌های شرکت‌های داخلی و خارجی تهیه گردید. سپس با نظرخواهی از صاحب‌نظران مالی، فهرست موارد افشای اختیاری نهایی گردید. چک لیست نهایی متشکل از ۶۰ مورد افشای اختیاری بود. سپس با بررسی صورت‌های مالی سالانه، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های مجامع عمومی، به هر قلم از موارد موجود در چک لیست که توسط شرکت‌ها افشا شده بود، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق گرفت و در نهایت شاخص افشای اختیاری با تقسیم جمع موارد افشا شده به کل مواردی که می‌بایست افشا شود محاسبه گردید. به طور کلی، شاخص افشای اختیاری به صورت زیر محاسبه گردیده است:

$$VDI = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{n} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در این معادله اگر مورد افشا شده باشد، d_i معادل یک در نظر گرفته شده است و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است. حداکثر موارد افشا (n) نیز معادل ۶۰ می‌باشد. جدول شماره ۲ عناوین کلی و عناصر چک لیست افشای اختیاری به کار رفته در تحقیق را نشان می‌دهد.

متغیرهای کنترلی. در رابطه با بررسی رابطه بین افشای اطلاعات و ارزش شرکت، از یکسری متغیرهای کنترلی استفاده گردیده است. برخی از متغیرهای کنترلی که در مطالعات گذشته به منظور تشریح ارزش شرکت مورد استفاده قرار گرفته است شامل اندازه شرکت، سودآوری، اهرم مالی، رشد، ریسک و نوع صنعت بوده است (برای مثال، تحقیق بیک و همکاران^۱، ۲۰۰۴؛ هیلی و همکاران، ۱۹۹۹؛ لانگ و همکاران^۲، ۲۰۰۳؛ و سیلوا و آلوز، ۲۰۰۴). متغیرهای کنترلی مورد استفاده در این تحقیق نیز شامل اندازه شرکت، سودآوری، اهرم مالی و رشد شرکت می‌باشند. در ادامه به معرفی این متغیرها و دلایل استفاده از آن‌ها خواهیم پرداخت.

1. Baek and et al
2. Lang and et al

جدول ۲. عناوین کلی و عناصر چک‌لیست افشای اختیاری

ردیف	عنوان کلی	فهرست موارد افشای اختیاری
۱	اطلاعات عمومی شرکت	<ul style="list-style-type: none"> - خلاصه‌ای از تاریخچه شرکت - نمودار سازمانی و تشریح ساختار سازمانی - آدرس های اداری، آدرس کارخانه و آدرس هایی برای مکاتبه و ارتباط با شرکت - آدرس های وب سایت، آدرس ایمیل، تلفن، فاکس
۲	حاکمیت شرکتی	<ul style="list-style-type: none"> - جزئیاتی در مورد رییس هیئت مدیره (سابقه، میزان تحصیلات، تخصص، تجارب تجاری) - جزئیاتی در مورد سایر اعضای هیئت مدیره (سابقه، میزان تحصیلات، تخصص، تجارب تجاری) - جزئیاتی در مورد مدیر عامل شرکت (سابقه، میزان تحصیلات، تخصص، تجارب تجاری) - فهرستی از مدیران ارشد (غیر از اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل) - تصویر اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل - درصد مالکیت مدیران در شرکت - تعداد جلسات برگزار شده هیئت مدیره و تاریخ آنها
۳	بیان چشم انداز، اهداف و استراتژی های شرکت	<ul style="list-style-type: none"> - تشریح و بیان چشم انداز آتی - بیان اهداف و استراتژی های شرکت - اقدامات انجام شده در طی سال برای دستیابی به اهداف - اقدامات برنامه ریزی شده برای دست یابی در سال های آتی
۴	پیش بینی های شرکت	<ul style="list-style-type: none"> - پیش بینی فروش های آتی - مقایسه پیش بینی فروش های قبلی با فروش های واقعی - پیش بینی سود های آتی - مقایسه پیش بینی های قبلی سود با سود های واقعی - پیش بینی دریافت ها و پرداخت های نقدی برای دوره های آتی - پیش بینی مخارج سرمایه ای - پیش بینی سهم از بازار
۵	اطلاعات مربوط به تحلیل وضعیت مالی و عملیاتی شرکت	<ul style="list-style-type: none"> - نسبت های سودآوری - نسبت های نقدینگی - نسبت های فعالیت - نسبت های ارزیابی بازار - نسبت های اهرمی - فروش سر به سر مربوط به محصولات یا خدمات
۶	تحقیق و توسعه	<ul style="list-style-type: none"> - توضیح پروژه های تحقیق و توسعه - سیاست های شرکت در رابطه با تحقیق و توسعه - موقعیت فعالیت های تحقیق و توسعه - تعداد کارکنان مشغول به کار در تحقیق و توسعه - تشریح توسعه محصولات جدید

ردیف	عنوان کلی	فهرست موارد افشای اختیاری
۷	مدیریت ریسک عمومی	- تشریح و توضیح ریسک کلی و ریسک عمومی شرکت - اطلاعات و جزئیاتی در رابطه با سایر ریسک ها (ریسک نقدینگی، تورم، نرخ بهره و...)
۸	اطلاعات مربوط به کارکنان	- میانگین حقوق هر کارمند - میانگین سن کارکنان - طبقه بندی کارکنان بر اساس وظایف و حوزه فعالیت - طبقه بندی کارکنان از نظر جنسیت و تحصیلات - اطلاعات استخدام کارکنان - سیاست های آموزشی کارکنان - هزینه های انجام شده در رابطه با آموزش - تعداد کارکنان آموزش دیده - حوادث و سوانح و اقدامات ایمنی - مخارج اقدامات ایمنی - جزئیات رفاهی ارائه شده به کارکنان و مدیریت
۹	گزارشهای اجتماعی و زیست محیطی	- سلامتی، ایمنی و کیفیت محصولات - برنامه های کمی و کیفی حفاظت از محیط زیست - برنامه های اجتماعی - کمک های خیریه (حمایت های مالی - صورت ارزش افزوده
۱۰	آماره های کلیدی غیر مالی	- تجزیه و تحلیل کیفی و کمی رقبا - تجزیه و تحلیل کیفی و کمی سهم از بازار محصولات یا خدمات - میزان رشد کمی فروش - تشریح مشتری ها
۱۱	اطلاعات مربوط به بازار	- قیمت سهام و روند آن - حجم مبادلات سهام و روند آن - ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و روند آن - درصد مالکیت سهامداران عمده - نوع مالکیت سهامداران شرکت (حقیقی یا حقوقی بودن مالکان)

اندازه شرکت (SIZE). معمولاً انتظار می رود که شرکت های بزرگتر دارای ارزش بالاتری باشند. در این تحقیق از لگاریتم طبیعی فروش به عنوان اندازه شرکت استفاده گردیده است.

سودآوری (PROF). در رابطه با سودآوری، انتظار می رود که ارزش شرکت ها با سودآوری رابطه مثبتی داشته باشد. چرا که انتظار می رود سرمایه گذاران به شرکت های سودآور توجه بیشتری نشان دهند. همچنین شرکت هایی که سطح سود بالاتری را گزارش می کنند می توانند به عنوان شرکت هایی که دارای ارزش بالاتری هستند تلقی شوند. از این رو سهام داران انتظار

دارند که این سطح از سود، به سود تقسیمی بیشتر در آینده منجر شود. در تحقیق حاضر برای محاسبه سودآوری از نسبت سود قبل از مالیات به فروش خالص استفاده گردیده است.

اهرم مالی (LEV). در رابطه با اهرم، لینز (۲۰۰۳) از بدهی به‌عنوان یک متغیر کنترلی با این رویکرد که امکان دارد اعتباردهندگان قادر باشند مسائل نمایندگی را کاهش دهند استفاده نمود. چرا که انتظار می‌رود اعتباردهندگان به‌عنوان نظارت‌کنندگان بیرونی عمل کنند و در کاهش مسائل نمایندگی نقش داشته باشند. لذا، یک رابطه مثبت بین اهرم و ارزش شرکت پیش‌بینی می‌شود. در این تحقیق برای محاسبه اهرم از نسبت بدهی‌های بلندمدت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده گردیده است.

رشد شرکت (GROWTH). در رابطه با رشد شرکت، می‌توان استدلالی مشابه با استدلال ذکر شده برای سودآوری بیان نمود. انتظار می‌رود شرکت‌های با رشد بالاتر دارای این پیام باشند که در آینده سود تقسیمی بیشتری دارند و بنابراین یک رابطه مثبت بین ارزش شرکت و رشد فروش شرکت، مورد انتظار می‌باشد. در تحقیق حاضر برای محاسبه رشد شرکت از نرخ رشد فروش استفاده گردیده است.

۵. تحلیل داده‌ها

نتایج آمار توصیفی. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق شامل لگاریتم طبیعی ارزش بازار (lnMV)؛ لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (lnMB)؛ شاخص افشای اختیاری (VDI)؛ شاخص افشای اجباری (MDI)؛ اندازه شرکت (SIZE)؛ سودآوری (PROF)؛ اهرم مالی (LEV)؛ و رشد شرکت (GROWTH) می‌باشد که در جدول شماره ۳ آورده شده است. آماره‌های توصیفی این تحقیق شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

عنوان متغیر	علامت اختصاری	میانگین	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	ln(MB)	۰/۳۸۴۵	۰/۶۸۳	۰/۳۴۹۵	-۱/۳۵۰۴	۲/۴۸۱۷
لگاریتم طبیعی ارزش بازار	ln(MV)	۱۲/۵۸	۱/۵۸۵۷	۱۲/۳۹	۹/۰۵۱۹	۱۸/۳۱
شاخص افشای اختیاری	VDI	۳۱/۸۶	۱۴/۱۳	۳۰	۱/۶۷	۷۱/۶۷
شاخص افشای اجباری	MDI	۵۷/۸۵	۲۲/۷۰	۶۱	۴	۹۹
اندازه شرکت	SIZE	۱۲/۹۳	۰/۴۰۰۴	۱۲/۷۹	۹/۱۵۵	۱۸/۲۴۱۷
اهرم مالی	LEV	۰/۲۴۱۰	۰/۴۱۱۰	۰/۱۱۱۶	۰	۴/۳۵۰۴
سودآوری	PROF	۰/۱۸۷۹	۰/۲۱۷۵	۰/۱۵۰۲	-۰/۹۱	-۰/۸۳۷۶
رشد شرکت	GROWTH	۰/۱۵۱۳	۰/۳۹۶۱	۰/۱۲۶۵	-۰/۸۷۶	۴/۸۷

همان طور که در جدول شماره ۳ نشان داده شده است، شرکت‌ها به‌طور متوسط دارای ۳۱/۸۶ درصد افشای اختیاری و ۵۷/۸۵ درصد افشای اجباری می‌باشند. همچنین گستره تغییرات امتیاز افشای اختیاری از حداقل ۱/۶۷ درصد تا حداکثر ۷۱/۶۷ درصد نمایش یافته که در رابطه با امتیاز افشای اجباری بیشترین میزان ۹۹ درصد و کمترین آن ۴ درصد می‌باشد. از نظر میانه، افشای اختیاری ۳۰ درصد و افشای اجباری ۶۱ درصد را در کل سال‌ها نشان می‌دهد. مقایسه نتایج این تحقیق با مطالعات پیشین (کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۸۸) نشان می‌دهد که امتیاز افشای اختیاری محاسبه‌شده در این تحقیق تقریباً مشابه تحقیقات قبلی می‌باشد [۴].

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها. در این بخش آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل‌های شش‌گانه رگرسیون مورد آزمون قرار می‌گیرند. نتایج حاصل از آزمون مدل اول در جدول شماره ۴ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌شود، آماره F نشان‌دهنده معناداری کل رگرسیون برآزش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد می‌باشد. همچنین آماره دوربین و واتسون نشان می‌دهد که بین متغیرهای مدل، خودهمبستگی وجود ندارد و ضریب تعیین تعدیل شده ($AdjR^2$) مدل نشان می‌دهد که حدود ۷۵/۶ درصد از تغییرات ارزش بازار سهام توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. ضریب متغیر و آماره t متغیر افشای اختیاری (VDI) به ترتیب معادل ۰/۲۷۲ و ۰/۳۰۲ می‌باشد که نشان می‌دهد که بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام رابطه معناداری وجود ندارد و افشای اختیاری تأثیری بر ارزش شرکت ندارد.

جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون مدل (۱)

عنوان	علامت پیش‌بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	+/-	۰/۲۳۴	۰/۵۹۲	۰/۵۵۴
VDI	+	-۰/۲۷۲	-۱/۰۳۲	۰/۳۰۲
SIZE	+	۰/۸۲۲	۳۰/۴۰۹	۰/۰۰۰
LEV	+	-۰/۱۵۰	-۱/۷۰۵	۰/۰۸۹
PROF	+	۲/۴۸۵	۱۴/۱۷۰	۰/۰۰۰
GROWT	+	-۰/۱۵۷	-۱/۶۹۸	۰/۰۹۰
AdjR2	۰/۷۵۶		آماره F	۲۶۲/۷۱۰
دوربین	۱/۶۷		مقدار P	۰/۰۰۰

در جدول شماره ۵ نتایج حاصل از آزمون مدل دوم آورده شده است. مدل دوم تأثیر افشای اجباری بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار می‌داد. همان‌طور که در جدول شماره ۵ ملاحظه می‌شود آماره F نشان‌دهنده معناداری کل رگرسیون برآزش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد می‌باشد. در این مدل نیز آماره F نشان‌دهنده معنادار بودن کل رگرسیون می‌باشد و آماره

دوربین واتسون نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین متغیرهای مدل می‌باشد. همان‌گونه که در جدول شماره ۵ مشاهده می‌گردد، ضریب متغیر افشای اجباری (MDI) معادل $0/003$ و آماره t متغیر ذکر شده $1/637$ می‌باشد. در نتیجه می‌توان گفت بین شاخص افشای اجباری و ارزش بازار سهام در این مدل رابطه معناداری وجود ندارد. لازم به ذکر است که علامت شاخص افشای اجباری با علامت پیش‌بینی شده آن سازگار می‌باشد. همچنین متغیرهای اندازه شرکت، و سودآوری در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد معنادار می‌باشند و علامت آن‌ها با علامت پیش‌بینی شده سازگار می‌باشد، اما متغیر اهرم مالی و رشد معنادار نمی‌باشد.

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون مدل (۲)

عنوان متغیر	علامت پیش‌بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	+/-	$0/122$	$0/298$	$0/766$
MDI	+	$0/003$	$1/637$	$0/102$
SIZE	+	$0/819$	$30/792$	$0/000$
LEV	+	$-0/154$	$-1/757$	$0/080$
PROF	+	$2/350$	$12/905$	$0/000$
GROWTH	+	$-0/145$	$-1/573$	$0/116$
AdjR ²	$0/753$		آماره F	$257/641$
دوربین واتسون	$1/705$		مقدار P	$0/000$

به منظور بررسی تأثیر هم‌زمان افشای اختیاری و افشای اجباری بر ارزش شرکت از مدل شماره ۳ استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون مدل سوم در جدول شماره ۶ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۶ ملاحظه می‌شود، آماره F نشان می‌دهد که کل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. ضریب متغیر افشای اختیاری (VDI) و افشای اجباری (MDI) به ترتیب معادل $-0/402$ و $0/003$ می‌باشد و آماره t مربوط به متغیرهای ذکر شده به ترتیب برابر $-1/461$ و $1/988$ است که باتوجه به سطح معناداری متغیر افشای اجباری (معادل $0/047$) می‌توان گفت در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد بین افشای اجباری و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین علامت متغیر افشای اجباری با علامت پیش‌بینی شده آن سازگار می‌باشد که به معنای آن است که با افزایش میزان افشای اجباری ارزش بازار سهام شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. باتوجه به سطح معناداری متغیر افشای اختیاری (VDI) (معادل $0/145$) می‌توان گفت بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد که بین متغیرهای مدل، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

جدول ۶. نتایج حاصل از مدل (۳)

عنوان متغیر	علامت پیش‌بینی شده	ضریب متغیر	آماره t	سطح
مقدار ثابت	+/-	۰/۰۴۴	۰/۱۰۷	۰/۹۱۵
VDI	+	-۰/۴۰۲	-۱/۴۶۱	۰/۱۴۵
MDI	+	۰/۰۰۳	۱/۹۸۸	۰/۰۴۷
SIZE	+	۰/۸۳۲	۲۹/۵۹۸	۰/۰۰۰
LEV	+	-۰/۱۴۵	-۱/۶۵۴	۰/۰۹۹
PROF	+	۲/۳۶۵	۱۲/۹۸۱	۰/۰۰۰
GROWTH	+	-۰/۱۵۶	-۱/۶۹۶	۰/۰۹۱
AdjR2	۰/۷۵۷		آماره F	۲۳۱/۶۴۳
دوربین واتسون	۱/۷۰۹		مقدار P	۰/۰۰۰

در مدل‌های چهارم تا ششم نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. در جدول شماره ۷ نتایج حاصل از آزمون مدل چهارم آورده شده است. مدل چهارم تأثیر افشای اختیاری بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار می‌داد. همان‌طور که در جدول شماره ۷ ملاحظه می‌شود آماره F در این مدل حاکی از معنادار بودن کل رگرسیون در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد است.

در این مدل ضریب متغیر و آماره t افشای اختیاری (VDI) به ترتیب معادل ۰/۱۲۵ و ۰/۵۹۲ می‌باشد که نشان می‌دهد در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد (سطح معناداری متغیر ۰/۵۵۴ می‌باشد) بین افشای اختیاری و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، به‌عنوان شاخص ارزش بازار سهام، رابطه معناداری وجود ندارد و افشای اختیاری تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. علامت این متغیر با علامت پیش‌بینی شده سازگار می‌باشد. همان‌طور که در جدول شماره ۷ ملاحظه می‌شود، از بین متغیرهای کنترلی، تنها متغیر سودآوری که در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد است معنادار می‌باشد و سایر متغیرهای کنترلی معنادار نیستند.

جدول ۷. نتایج حاصل از آزمون مدل (۴)

عنوان متغیر	علامت	ضریب متغیر	آماره t	سطح
مقدار ثابت	+/-	۰/۵۶۶	۲/۱۴۰	۰/۰۳۳
VDI	+	۰/۱۲۵	۰/۵۹۲	۰/۵۵۴
SIZE	+	-۰/۰۳۷	-۱/۷۵۲	۰/۰۸۰
LEV	+	-۰/۱۱۳	-۱/۵۹۸	۰/۱۱۱
PROF	+	۰/۸۵۶	۵/۵۹۵	۰/۰۰۰
GROWTH	+	۰/۹۶	۱/۳۱۴	۰/۱۸۹
AdjR2	۰/۱۹۱		آماره F	۲۰/۰۸۱
دوربین واتسون	۲/۱۰۲		مقدار P	۰/۰۰۰

در جدول شماره ۸ نتایج حاصل از آزمون مدل پنجم آورده شده است. مدل پنجم تأثیر افشای اجباری بر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، به‌عنوان شاخص ارزش بازار سهام را مورد بررسی قرار می‌داد. همان‌طور که در جدول شماره ۵ ملاحظه می‌شود آماره F در جدول شماره ۸ بیانگر معنادار بودن کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹ درصد بوده و آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد که بین متغیرهای مدل، خودهمبستگی وجود ندارد. همان‌گونه که در جدول شماره ۸ مشاهده می‌گردد، ضریب متغیر افشای اجباری (MDI) معادل ۰/۰۰۳ و آماره t متغیر ذکر شده ۲/۱۹۶ می‌باشد. همچنین سطح معناداری برابر ۰/۰۲۹ می‌باشد. در نتیجه می‌توان گفت در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد بین شاخص افشای اجباری و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و با افزایش میزان افشای اجباری ارزش شرکت‌ها افزایش می‌یابد. در واقع باتوجه به اینکه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام یکی از شاخص‌های ارزش شرکت می‌باشد، می‌توان اینگونه استدلال نمود که با افزایش میزان افشای اجباری، اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران برای ارزیابی دقیق‌تر سهام شرکت‌ها فراهم می‌گردد و آنان می‌توانند ارزیابی دقیق‌تری در این زمینه داشته باشند. لازم به ذکر است که علامت شاخص افشای اجباری با علامت پیش‌بینی‌شده آن سازگار می‌باشد.

جدول ۸. نتایج حاصل از آزمون مدل (۵)

عنوان متغیر	علامت	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	+/-	۰/۳۳۶	۱/۱۷۰	۰/۲۴۳
MDI	+	۰/۰۰۳	۲/۱۹۶	۰/۰۲۹
SIZE	+	-۰/۰۲۸	-۱/۳۳۳	۰/۱۸۳
LEV	+	-۰/۱۰۶	-۱/۵۱۳	۰/۱۳۱
PROF	+	۰/۷۴۸	۴/۷۱۱	۰/۰۰۰
GROWTH	+	۰/۰۹۷	۱/۳۳۹	۰/۱۸۴
AdjR2	۰/۱۹۸		آماره F	۲۰/۸۸۱
دوربین واتسون	۲/۱۱۸		مقدار P	۰/۰۰۰

به‌منظور بررسی تأثیر هم‌زمان افشای اختیاری و افشای اجباری بر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، به‌عنوان شاخص ارزش بازار سهام، از مدل شماره ۶ استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون مدل ششم در جدول شماره ۹ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۹ ملاحظه می‌شود، آماره F نشان می‌دهد که کل رگرسیون برازش‌شده در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. ضریب متغیر افشای اختیاری (VDI) و افشای اجباری (MDI) به‌ترتیب معادل ۰/۰۰۳ و ۰/۰۰۳ می‌باشد و آماره t مربوط به متغیرهای ذکر شده

به ترتیب برابر ۰/۰۱۳ و ۲/۰۹۲ است که باتوجه به سطح معناداری متغیر افشای اجباری (معادل ۰/۰۳۷) می‌توان گفت در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد بین افشای اجباری و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به‌عنوان شاخص ارزش بازار سهام، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین علامت متغیر افشای اجباری با علامت پیش‌بینی‌شده آن سازگار می‌باشد که به معنای آن است که با افزایش میزان افشای اجباری ارزش بازار سهام شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. باتوجه به سطح معناداری متغیر افشای اختیاری (VDI) (معادل ۰/۹۸۹) می‌توان گفت بین افشای اختیاری و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، به‌عنوان شاخص ارزش بازار سهام، رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد که بین متغیرهای مدل، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

جدول ۹. نتایج حاصل از آزمون مدل (۶)

عنوان متغیر	علامت	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	+/-	۰/۳۳۷	۱/۱۵۵	۰/۲۴۹
VDI	+	۰/۰۰۳	۰/۰۱۳	۰/۹۸۹
MDI	+	۰/۰۰۳	۲/۰۹۲	۰/۰۳۷
SIZE	+	-۰/۰۲۸	-۱/۲۶۲	۰/۲۰۸
LEV	+	-۰/۱۰۶	-۱/۵۰۸	۰/۱۳۲
PROF	+	۰/۷۴۸	۴/۶۹۰	۰/۰۰۰
GROWTH	+	۰/۰۹۷	۱/۳۳۲	۰/۱۸۷
AdjR2	۰/۲۰۸		آماره F	۱۷/۸۶۱
دوربین واتسون	۲/۱۱۸		مقدار P	۰/۰۰۰

به‌طور کلی نتایج حاصل از آزمون‌های فوق نشان می‌دهد که بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد، بنابراین فرضیه اول تحقیق رد می‌شود و می‌توان گفت سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران توجه چندانی به اطلاعات افشای اختیاری شرکت‌ها ندارند و به‌نظر می‌رسد که آن‌ها را چندان سودمند نمی‌یابند. نتایج این فرضیه با یافته‌های مطالعه حسن و همکاران (۲۰۰۹) همسو است اما با مطالعه چئونگ و همکاران (۲۰۱۰) و سیلوا و آلوز (۲۰۰۴) سازگار نیست. همچنین نتایج، نشان‌دهنده یک رابطه معنادار بین افشای اجباری و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام می‌باشد که حاکی از تأیید فرضیه دوم تحقیق می‌باشد و نشان می‌دهد که شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی محاسبه‌شده توسط بورس اوراق بهادار تهران بر روی ارزش بازار و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. نتایج فرضیه دوم با

یافته‌های مطالعه اعتمادی و همکاران (۱۳۹۰) همسو است. اما با مطالعه حسن و همکاران (۲۰۰۹) و چئونگ و همکاران (۲۰۱۰) سازگار نیست.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها یکی از منابع مهم و ارزشمند اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر ذی‌نفعان در جهت تصمیم‌گیری‌های اقتصادی و به‌صورت آگاهانه می‌باشد. از جمله مهم‌ترین آثار افشای اطلاعات را می‌توان ارزش‌گذاری صحیح قیمت سهام شرکت‌ها و افزایش نقدشوندگی سهام دانست. بنابراین، انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاران به محتوای اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌ها توجه داشته باشند و از آن اطلاعات در جهت قیمت‌گذاری صحیح اوراق بهادار استفاده کنند. همان‌طور که در بخش قبل نشان داده شد، بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری مشاهده نگردید. اما بین افشای اجباری و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری مشاهده گردید. این موضوع نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران، سهام‌داران و تحلیل‌گران در بورس اوراق بهادار تهران به محتوای اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌ها که ارائه آن اطلاعات توسط نهادهای ناظر و سیاست‌گذار نظیر سازمان بورس اوراق بهادار الزامی شده است، توجه می‌کنند. در واقع سرمایه‌گذاران، سهام‌داران و تحلیل‌گران شاخص افشای اطلاعات ارائه‌شده توسط بورس را به‌عنوان پیامی از کیفیت بالاتر اطلاعات در نظر می‌گیرند و ارزش بیشتری برای شرکت‌های با شاخص افشای بالاتر قائل می‌شوند.

بنابراین با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران به‌جای ارزیابی و تحلیل اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌ها صرفاً به شاخص کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بورس توجه می‌کنند پیشنهاد می‌گردد سازمان بورس اوراق بهادار تهران در محاسبه شاخص مزبور، علاوه بر در نظر گرفتن زمان افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها، مواردی همچون افشای اختیاری اطلاعات و محتوای اطلاعات افشا شده را نیز مورد توجه قرار دهد. در این راستا می‌توان با وضع قوانین و مقررات لازم در جهت الزامی نمودن افشای برخی از اطلاعات که به‌صورت اختیاری توسط شرکت‌ها ارائه می‌گردند و در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان می‌توانند مؤثر واقع شوند، اقدام نمود. همچنین پیشنهاد می‌گردد که سهام‌داران و سایر استفاده‌کنندگان علاوه بر در نظر گرفتن شاخص افشا و کیفیت اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار و اطلاعاتی که به‌صورت الزامی توسط شرکت‌ها ارائه شده است، به سایر اطلاعات اضافی افشاشده توسط شرکت‌ها نیز در تحلیل‌ها و ارزیابی خود توجه نمایند.

منابع

۱. اعتمادی، حسین، امیرخانی، کورش و رضایی، محبت (۱۳۹۰). "محتوای ارزشی افشای اجباری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۳: ۲۳۵-۲۵۲.
۲. تجویدی، الناز (۱۳۸۷). "شفافیت و کارایی بازار سرمایه. *مجله حسابداری*"، ۱۹۶: ۳۴-۴۳.
۳. دستگیر، محسن و بزاززاده، حمیدرضا (۱۳۸۲). "تأثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی". *تحقیقات مالی*، ۱۶: ۱۳-۱۰۳.
۴. کاشانی‌پور، محمد و رحمانی، علی و پارچینی پارچین، سیدمهدی (۱۳۸۸). "رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیر موظف". *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵۷: ۸۵-۱۰۰.
۵. ستایش، محمد حسین و کاظم نژاد، مصطفی و ذولفقاری، مهدی (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹: ۵۵-۷۴.
6. Bushee, B. J., and Leuz, C (2005). Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from the OTC bulletin board. *Journal of Accounting and Economics*. 39: 233-264.
7. Yan-Leung, C., Ping, J. and Weiqiang, T., (2010). A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies. *J. Account. Public Policy*. 29: 259-280
8. Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *Journal of European Accounting Review*. 11: 741-773.
9. Hassan, O, Romilly P., Giorgioni G., and Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*. 44: 79-102.
10. Healy, P.M., Hutton, A.P., and Palepu, K.G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Journal of Contemporary Accounting Research*. 16: 485-520
11. Healy, P., and Palepu, K. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of The Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economics*, 3: 405-440.
12. Heitzman, S., Wasley, C. and Zimmerman, J. (2008). The Joint Effects of Materiality Thresholds and Voluntary Disclosure Incentives on Firms' Disclosure Decisions. <http://ssrn.com>. 1-52.
13. Leuz, C., and Verrecchia, R.E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*. 38: 91-124
14. Plumlee, M., D. Brown., and S. Marshall. (2008). The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value. <http://ssrn.com>. pp. 1-64.
15. Ronen, J., and Yaari, V. (2001). Incentives for Voluntary Disclosure. *Journal of Financial Markets*. 4: 1-76.
16. Shin, Y. (2002). The Effect of Product Market Competition on Corporate Voluntary Disclosure Decisions. <http://ssrn.com>. 1-47.
17. Silva, W.M., and Alves, L.A. (2004). The voluntary disclosure of financial information on the internet and the firm value effect in companies across Latin

America. (Working Paper, Universidad Navarra Barcelona), *13th International Symposium on Ethics, Business and Society*, (January), <http://ssrn.com/abstract=493>.