

افشا و ارزش شرکت: شواهدی از بازار سرمایه نوظهور ایران

حسین اعتمادی^۱

رضا حصارزاده^۲

مهدی محمدآبادی^۳

آمنه بذرافشان^۴

تاریخ پذیرش: ۹۰/۱۲/۱۲

تاریخ دریافت: ۹۰/۱۰/۱۸

چکیده

تحقیق حاضر با هدف تعیین چگونگی تاثیر افشا بر ارزش شرکت صورت گرفته است. بدین منظور اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ بررسی شده است. با بهره‌گیری از رگرسیون چندگانه و تحلیل داده‌های ترکیبی و کنترل عواملی همچون اندازه دارایی‌ها، سودآوری، اهرم و رشد، نتایج حاکی از آن است که بین افشا و ارزش شرکت رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. در این پژوهش برای کمی نمودن متغیر افشا از رتبه‌هایی که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به شرکت‌ها اختصاص یافته، استفاده شده است. این نتایج با پیش‌بینی‌های تئوری مالی مبنی بر اینکه افشای بهتر، از طریق کاهش هزینه سرمایه شرکت یا افزایش جریان‌های نقدی متعلق به سهامداران، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، همخوانی دارد.

واژه‌های کلیدی: افشا، ارزش شرکت، هزینه سرمایه، پیامدهای اقتصادی.

۱- دانشیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس

۲- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تربیت مدرس (مستول مکاتبات) Reza_Hesarzadeh@yahoo.com

۳- دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

۴- دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه الزهرا

۱- مقدمه

گزارشگری مالی و افشا ابزار مهمی برای مدیریت جهت انتقال اثربخش اطلاعات به افراد برون سازمانی می باشد. در ادبیات موجود، فرضیه ها و نظریه های متعددی در رابطه با افشا بیان شده و بارها به پیامدهای اقتصادی افشا و اثرات مثبت آن اشاره شده است. به اعتقاد بوتاسان (۱۹۹۷) افشای بیشتر اطلاعات می تواند موجب کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه افزایش ارزش شرکت شود. براساس تئوری علامت دهی، شرکت ها به منظور دستیابی به منابع محدود سرمایه با هم در رقابت هستند. اگر شرکت به لحاظ گزارشگری مالی خوشنام باشد و در مورد فعالیت های خود اطلاعات بیشتری اعلام و افشا نماید توانایی بیشتری در جذب سرمایه خواهد داشت چراکه اعتماد سرمایه گذاران را به خود جلب خواهد کرد. گزارشات قابل اتکا و بموقع باعث می شود که افراد بتوانند به درستی چشم اندازهای آتی شرکت را ارزیابی نمایند. این امر باعث کاهش ریسک سرمایه گذاری و همچنین نرخ بازده مورد انتظار شده و بالتبع کاهش هزینه سرمایه را به دنبال خواهد داشت.

افشای داوطلبانه اطلاعات باعث می شود عدم تقارن اطلاعات بین شرکت و بازار کاهش یابد و در نتیجه تعداد بیشتری از سهام شرکت مورد معامله قرار گیرد. به این ترتیب توان نقدشوندگی سهام افزایش یافته و موجب جلب توجه نهادهای سرمایه گذاری بزرگ خواهد شد. با ادامه این امر، شرکت می تواند بدون اینکه ناگزیر شود قیمت ها را کاهش دهد، حجم بزرگی از سهام خود را به فروش برساند. بنابراین با افزایش تقاضا، قیمت سهام شرکت بالا رفته و ارزش بازار شرکت نیز افزایش می یابد (دایاموند و ورکچیا، ۲۰۱۰).

طبق تئوری نمایندگی به دلیل تضاد منافع میان مدیر و مالک، مالکان در پی انعقاد قراردادهایی جهت

کمینه نمودن این تضاد منافع هستند. برای نظارت بر قراردادهای نمایندگی باید شرکت مخارجی متحمل شود که این امر می تواند سبب کاهش پاداش مدیران شود. بنابراین مدیران برای کمینه کردن هزینه های نظارت بر نمایندگی، این انگیزه را پیدا می کنند تا اطلاعات حسابداری را به شکل قابل اتکا و بموقع در اختیار افراد برون سازمانی قرار دهند. بنابراین افشای بیشتر اطلاعات می تواند منجر به کاهش مخارج نظارت بر نمایندگی شده و جریان های نقدی که به سهامداران تعلق می گیرد را افزایش دهد و خواهناخواه ارزش شرکت افزایش یابد (لانگ و همکاران، ۲۰۰۱). حال این سوال برای ما مطرح می شود که آیا افشای بیشتر در بازار سرمایه ایران نیز چنین پیامدهای مثبتی را به همراه دارد. به این منظور در تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین افشا و ارزش شرکت خواهیم پرداخت.

ادامه مقاله به شرح زیر سازماندهی شده است. بخش دو دیدی کلی از بورس اوراق بهادار ایران و قوانین گزارشگری مالی آن ارائه می کند. بخش سه به ادبیات جاری و فرضیات تحقیق می پردازد. جمع آوری داده ها و منابع اطلاعاتی و هم چنین معیارهای افشا و ارزش شرکت در بخش چهار ارائه می شود. بخش پنج به بحث پیرامون نتایج حاصل از یک تحلیل تک متغیره و یک مدل رگرسیونی چند متغیره که در این تحقیق پیشنهاد شده می پردازد. در نهایت نتایج و پیشنهادات در بخش شش ارائه می گردد.

۳- مرور ادبیات و پیشینه پژوهش

گزارش سالانه در ایران، ابزار اصلی و رسمی افشای مالی برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس باید قوانین و مقررات بازار اوراق بهادار را به صورت عام و مقررات مربوط به ناشران

و مقررات انضباطی مربوطه پیگیری می‌گردد. بر اساس بند ۲ ماده ۴۹ آن اشخاص خاصی ممکن است به حبس تعزیری از یک‌ماه تا شش‌ماه یا به جزای نقدی معادل یک تا سه برابر سود به‌دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم گردند. علاوه بر این سازمان بورس می‌تواند شرکت‌های خاصی را از عضویت در بورس معلق یا حذف نماید.

برخی از افشاهای غیر مالی همچون تغییر در ترکیب اعضاء هیئت‌مدیره، تعیین و تغییر نمایندگان اشخاص حقوقی و تغییر مدیرعامل ناشر تصمیمات مجامع عمومی ناشر تا حدی الزامی است. با وجود این تصمیم‌گیری در باره سطح جزئیاتی که شرکت در نظر دارد برای عموم افشا کند با خودش است. مقرراتی برای افشاهای محیطی در دستورالعمل پیش گفته وجود ندارد.

با تفکیک مالکیت منابع شرکت از مدیریت آن، افشای شرکت بطور بالقوه به عنوان ابزاری مهم در تعامل بین مدیریت و سرمایه‌گذاران بیرونی نمود یافته است. تقاضا برای افشای شرکت ممکن است ناشی از مشکل عدم تقارن اطلاعات و تضادهای نمایندگی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران بیرونی باشد (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). اعتقاد بر این است که افشای بیشتر می‌تواند این مشکلات را تعدیل نماید. اطلاعات بیشتر منطقیاً باید ابهام مربوط به عملکرد آتی شرکت را کاهش دهد و مبادلات را تسهیل نماید. انتظار می‌رود اطلاعات بیش‌تر نقدینگی سهام را از طریق کاهش هزینه‌های معاملات و افزایش تقاضا برای سهام افزایش دهد. علاوه بر این مورد انتظار است که افشای بیشتر، ابهام مربوط به تخمین بازده‌های سهام را کاهش دهد. در نتیجه در شرایط ثابت بودن سایر عوامل، نرخ بازده لازم برای سرمایه‌گذاران به منظور حفظ سهام شرکت کاهش، هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت کاهش و ارزش شرکت افزایش خواهد یافت. علاوه بر

اوراق بهادار را به صورت خاص رعایت نمایند. بر اساس مفاد ماده هفت بخش اول از فصل سوم دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات، شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار^۱ ناشر بورسی مکلف است صورت‌های مالی سالانه حسابرسی شده، گزارش هیئت‌مدیره به مجامع و اظهار نظر حسابرس در مورد آن، اطلاعات و صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای سه، شش و نه ماهه حسابرسی نشده، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای شش ماهه حسابرسی شده، برنامه‌های آتی مدیریت و پیش‌بینی عملکرد سالانه و پیش‌بینی عملکرد حسابرسی شده در سایر مواردی که منجر به تغییر با اهمیت در پیش‌بینی عملکرد می‌گردد را مطابق استانداردهای حسابداری و یا فرم‌هایی که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه می‌شود، ظرف مهلت‌های مقرر تهیه و افشا نماید.

آنها ملزم شده‌اند که نسخه‌هایی از صورت‌های مالی سالانه و میان‌دوره‌ای را از طریق سیستم جامع اطلاع‌رسانی ناشران؛ شبکه کدال^۲، در اختیار حسابرسان معتمد سازمان بورس و کارشناسان آن سازمان قرار دهند. شرکت‌ها در تهیه صورت‌های مالی شان ملزم‌اند استانداردهای حسابداری ایران را رعایت نمایند. سازمان بورس، صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده و گزارشات حسابرسان را بررسی می‌کند تا از رعایت به موقع و کامل استاندارد های حسابداری و حسابرسی ایران اطمینان حاصل کند. در موارد عدم رعایت، از شرکت‌ها درخواست می‌شود که اطلاعات مفقوده را منتشر کنند. اگر یک شرکت در برآورده کردن این درخواست کوتاهی کند بر اساس ماده ۲۰ بخش سوم فصل سوم دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات، در صورت عدم رعایت هر یک از مواد دستورالعمل، موضوع مطابق با فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

جهانگیرعلی (۲۰۱۰) نشان می دهد با افزایش میزان افشا ارزش شرکت افزایش می یابد. نتایج مطالعاتی که در بازار سرمایه ایران انجام شده نیز نشان می دهد که رابطه منفی میان کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود (نوروش و حسینی، ۱۳۸۷) و همچنین بین میزان افشا و هزینه سهام عادی وجود دارد (دستگیر و بزاززاده، ۱۳۸۲).

۳- فرضیه پژوهش

بنابراین از آنجایی که در اغلب موارد ادبیات تحقیق از یک رابطه مثبت میان افشا و ارزش شرکت خبر می دهد و با توجه به نتایج پژوهش های انجام شده در ایران، فرضیه تحقیق به شرح زیر تدوین می شود:

بین ارزش شرکت و افشا رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۴- مدل پژوهش و متغیرهای آن

مطالعه حاضر به بررسی رابطه بین ارزش شرکت و افشا می پردازد. رابطه مذکور به دو روش بررسی می شود. در ابتدا، از یک تحلیل تک متغیره استفاده می شود و ضرایب همبستگی بین ارزش شرکت و شاخص های افشا تخمین زده می شود. سپس، یک تحلیل چندمتغیره انجام می شود و ارزش شرکت بر شاخص های افشا و سایر متغیرهای کنترلی برازش می شود.

در این تحقیق برخی از متغیرهای کنترلی پیشنهاد شده در مطالعات قبلی به منظور توضیح ارزش شرکت بکار گرفته شده است (هیلی و همکاران، ۱۹۹۹؛ لانگ و همکاران، ۲۰۰۳؛ بیک و همکاران، ۲۰۰۴؛ سیلوا و الوز، ۲۰۰۴). این متغیرها شامل اندازه دارایی ها، سودآوری، اهرم و رشد می باشد. انتظار می رود شرکت های نسبتاً بزرگ (بر حسب اندازه دارایی ها)

این ادعا شده که افشای بیشتر می تواند از طریق افزایش جریان های نقد واقعی که در نتیجه کاهش در مشکلات نمایندگی به سهامداران تعلق می گیرد بر ارزش شرکت تاثیر بگذارد. باور عمومی بر آن است که افشای بیشتر میزان جریان های نقدی را که مدیران و سهامداران برای کاهش ریسک لازم خواهند داشت، کاهش دهد (لانگ و همکاران، ۲۰۰۳؛ لامبرت و همکاران، ۲۰۰۷)، در نتیجه هزینه های نظارتی پایین تر می شود. بنابراین افشای بیشتر ممکن است جریان های نقدی که سهامداران دریافت می کنند را افزایش دهد (کافی، ۱۹۹۹؛ استالز، ۱۹۹۹)

در مقابل عده ای معتقدند که با افزایش میزان و کیفیت افشا، ارزش شرکت کاهش می یابد. به اعتقاد آنها افشای اطلاعات بیشتر به بازار سرمایه ممکن است شرکت را در یک وضعیت نامطلوب رقابتی قرار دهد با این فرض که این اطلاعات برای رقبا مربوط باشد. از طرفی این امکان وجود دارد که یک تمایل عمیق و ریشه دار در جهت رازداری در فرهنگ شرکتی کشور وجود داشته باشد. بنابراین سرمایه گذاران ممکن است مقاصد شرکت را زمانی که اطلاعات بیشتری برای بازار سرمایه بدون هیچگونه الزام برای انجام آن فراهم می کند بد تفسیر نمایند. در این حالت افشای اطلاعات بیش تر می تواند موجب ایجاد ابهام در چشم انداز آتی شرکت شود و در نتیجه، ارزش شرکت را کاهش دهد (واگنهایمر، ۲۰۰۴؛ حسن و همکاران، ۲۰۰۹).

درحالیکه حسن و همکارانش (۲۰۰۹) شواهدی مبنی بر وجود یک رابطه منفی میان سطح افشا و ارزش شرکت ارائه نمودند نتایج تحقیقات چن و همکاران (۲۰۰۱)، گلب و زاروین (۲۰۰۲)، لانگ و همکاران (۲۰۰۳)، سیلوا و آلوز (۲۰۰۴)، بیک و همکاران (۲۰۰۴) و محمود الاکرا و محمود

نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی است. اهرم، لگاریتم طبیعی نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی است. رشد، لگاریتم طبیعی نسبت فروش در سال جاری به فروش سال قبل می باشد. در این پژوهش برای کمی نمودن متغیر افشا از فهرست امتیاز افشای شرکت و شفافیت سازمان بورس و اوراق بهادار استفاده شده است.

۵- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش، توصیفی از نوع همبستگی است. جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری با پنج شرط مورد تعدیل قرار گرفت. شرکت هایی در جامعه آماری قرار گرفتند که شرایط زیر در مورد آنها صدق کند:

طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ شاخص افشا و سایر اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد، بانک ها و شرکت های سرمایه گذاری به واسطه فعالیت خاص کنار گذاشته شدند، به دلیل یکنواختی بیشتر سال مالی آنها به پایان اسفند ختم شود، بین سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ تغییر سال مالی نداشته باشند.

با توجه به مجموعه شرایط فوق، ۵۷۲ سال شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. کلیه اطلاعات مورد نیاز از طریق سایت های بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار تدبیرپرداز و ره آوردنوبین و فهرست امتیاز افشای شرکت و شفافیت سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج گردیده است.

در نهایت، با وجود در اختیار داشتن اطلاعات مقطعی و سری زمانی، از تحلیل داده های ترکیبی استفاده شده است. این نوع تحلیل دارای چند مزیت نسبت به تحلیل های سنتی داده های مقطعی یا سری زمانی است. داده های ترکیبی معمولاً مشاهدات

ارزش های شرکت بالاتری نیز داشته باشند (برک، ۱۹۹۵). با مد نظر قرار دادن سودآوری، انتظار می رود در شرایط بازار ایران، ارزش شرکت یک رابطه مثبت با سودآوری داشته باشد زیرا احتمالاً سرمایه گذاران در ایران به ارقام سود توجه بسیاری دارند. علاوه بر این شرکت هایی که سطوح بالاتر سود را گزارش می نمایند می توانند به عنوان شرکت های با ارزش بیشتر دیده شوند زیرا سرمایه گذاران انتظار دارند سطح بالاتر سود، منجر به سودهای تقسیمی بیشتر در آینده شود.

از آنجایی که انتظار می رود اعتباردهندگان به عنوان ناظران خارجی، یک نقش نظارتی مهم را در کاهش مشکلات نمایندگی مدیریتی بازی کنند یک رابطه مثبت بین اهرم و اندازه شرکت مورد انتظار است. در مورد متغیر رشد نیز، همین مطلب صادق است. سهامداران خرد، که عموماً سرمایه گذاران حرفه ای محسوب نمی شوند، در بازار فراوان هستند. از اینرو انتظار می رود که شرکت های با رشد بالاتر در ایران بتوانند رشد سریع سود تقسیمی را در آینده علامت بدهند و بنابراین یک همبستگی مثبت بین ارزش شرکت و رشد فروش ممکن است مورد انتظار باشد.

این متغیرهای مستقل همراه با آثار آن ها بر متغیر وابسته در مدل رگرسیون چندگانه زیر خلاصه شده است:

$$\text{Firm value} = f(\text{asset size (+)}, \text{profitability (+)}, \text{leverage (+)}, \text{growth (+)}, \text{disclosure (+/-)})$$

ارزش شرکت، لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی است. اندازه دارایی ها، لگاریتم طبیعی نسبت ارزش دفتری کل دارایی ها در پایان سال مالی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی می باشد. سودآوری، لگاریتم طبیعی

۴) پیش بینی حسابرسی شده (در مجموع شامل دو گزارش قابل ارسال) با ضریب تاثیر ۱/۲۵

۵) سپس میانگین امتیازهای موارد فوق الذکر؛ سه آیتم برنامه زمان بندی پرداخت سود؛ گزارش فعالیت هیئت مدیره به مجمع و صورت های مالی حسابرسی شده سالانه مدنظر قرار گرفته (حداقل ۱۰ روز قبل از مجمع سالیانه شرکت باید ارسال گردد) و به ازای هر روز تاخیر در ارسال دو امتیاز منفی از مجموع امتیازهای محاسبه شده در بالا از شرکت کسر خواهد گردید.

قسمت دوم) قابلیت اتکا با ضریب تاثیر ۱/۳ از امتیاز کل:

۱) میانگین درصد مغایرت فی مابین پیش بینی های ارائه شده در ابتدای هر دوره سه ماهه با عملکرد واقعی شرکت (در مجموع شامل ۴ گزارش قابل ارسال) محاسبه می گردد.

۲) مجموع اعداد بدست آمده از محاسبات مرحله اول و دوم بعد از اعمال ضرایب عددی بین صفر تا ۱۰۰ بوده که بر اساس ترتیب ایجاد شده از بیشترین امتیاز تا کمترین امتیاز معرف رتبه شرکت از لحاظ افشا می باشد.

۶-۲- ارزش شرکت

لگاریتم طبیعی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MTBR) در مطالعات اخیر به عنوان معیار ارزش شرکت بکار رفته است (لینز، ۲۰۰۳). درحقیقت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTBR) نشان می دهد که آیا اوراق بهادار با تقسیم ارزش بازار سهام منتشره بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بیشتر یا کمتر قیمت گذاری شده اند. اگر نسبت بیشتر از (کمتر از) یک

بیشتری در اختیار پژوهش گر قرار می دهد، بنابراین درجه آزادی را افزایش و هرگونه مشکلات هم خطی میان متغیرهای توضیحی را کاهش می دهد. به این ترتیب موجب بهبود دقت برآورد می شود. از طرفی استفاده از آنها تاثیر هرگونه مشکل متغیرهای حذف شده که ممکن است ایجاد شود را کاهش می دهد (هسائو، ۱۹۸۶).

۶- متغیرهای پژوهش

۶-۱- سطح افشا

همان طور که بیان گردید در این پژوهش برای کمی نمودن متغیر افشا از فهرست امتیاز افشای شرکت و شفافیت سازمان بورس و اوراق بهادار استفاده شده است. رتبه های داده شده به شرکت ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار (به جزء شرکت های واسطه گری مالی که عمدتاً به خرید و فروش اوراق بهادار می پردازند از افشای اطلاعات موردنظر در بند ۷ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان مستثنی می باشند) از دو قسمت زیر تشکیل شده است:

قسمت اول) به موقع بودن با ضریب تاثیر ۲/۳ از امتیاز کل:

بر اساس فصل سوم بخش اول ماده هفت دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان امتیاز مربوطه از ۴ قسمت زیر تشکیل گردیده است:

۱) عملکرد واقعی حسابرسی نشده (در مجموع شامل

چهار گزارش قابل ارسال) با ضریب ۰/۷۵

۲) پیش بینی حسابرسی نشده (در مجموع شامل

چهار گزارش قابل ارسال) با ضریب یک

۳) عملکرد واقعی میان دوره ای حسابرسی شده (در

مجموع شامل یک گزارش قابل ارسال) با ضریب

تاثیر ۱/۲۵

باشد بنابراین شرکت بیشتر (کمتر) ارزش گذاری شده است.

برای هدف مطالعه جاری، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به روش زیر اندازه گیری شده است. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصلضرب تعداد سهام منتشره در پایان سال مالی که از گزارشات سالانه شرکت ها بدست آمده در متوسط قیمت سهام برای شش ماه بعد از پایان سال مالی، به منظور اطمینان حاصل کردن از اینکه قیمتها، اطلاعات حسابداری افشا شده گزارشات سالانه شرکت ها را منعکس کرده اند بدست می آید. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، ارزش دفتری در پایان سال مالی است. از آنجاییکه اندازه دارایی ها و سودآوری، اهرم و رشد چولگی و کشیدگی بالایی نشان می دهد به منظور کاهش تاثیر مقادیر پرت و نزدیک تر کردن توزیع این مقادیر به توزیع نرمال، یک تبدیل لگاریتم بکار رفته است.

نگاره ۱ آماره های توصیفی متغیرها را ارائه می کند. همانگونه که مشاهده می شود قدرمطلق ضریب چولگی و ضریب کشش اغلب متغیرها بیش از ۰/۵ است که بیانگر نامتقارن بودن توزیع آنها می باشد.

۷- تحلیل داده ها و نتایج پژوهش

۷-۱- تحلیل تک متغیره

از آنجایی که فرض نرمال بودن برای اغلب متغیرها رد شده است، آزمون همبستگی-ناپارامتریک به منظور تعیین رابطه بین ارزش شرکت و سطوح افشا و کنترل اینکه آیا هم خطی مشکل حادی می باشد یا خیر بکار رفته است. نتایج ماتریس همبستگی اسپیرمن در نگاره ۲ ارائه شده است. این نگاره همبستگی بین ارزش شرکت و افشا و همچنین همبستگی سایر متغیرهای توضیحی را نشان می دهد. نتایج نشان می دهد که افشا همبستگی مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. از این رو نتایج با تئوری های اشاره شده در

بخش مقدمه همخوانی دارد.

با این حال، برای نتیجه گیری درباره رابطه بین ارزش شرکت و سطح افشا، تحلیل نتایج حاصل از یک رگرسیون چندگانه که تاثیر سایر متغیرهای موثر بر ارزش شرکت را کنترل می کند مناسب است. تمام متغیرهای توضیحی همبستگی معنادار با ارزش شرکت دارند. همبستگی میان متغیرهای توضیحی هیچگونه مشکل هم خطی حادی را نشان نمی دهد. با این وجود هم خطی بالقوه را با بهره گیری از عامل تورم واریانس (VIF) و ضرایب تولرانس آزمون می کنیم. این مقادیر برای هر متغیر کنترلی در مدل های رگرسیون چندگانه محاسبه شده اند. با برازش رگرسیون از هر یک از متغیرهای کنترلی روی سایر متغیرهای کنترلی در تک تک مدل های رگرسیون چندگانه (نتایج در اینجا ارائه نشده است) بیشترین VIF، ۱/۵۶۵ و کمترین ضریب تولرانس ۰/۶۳۹ می باشد. این نتایج تایید می کند که هم خطی نمی تواند در تحلیل بعدی مسئله ساز باشد.

۷-۲- تحلیل چندمتغیره

به منظور فراهم کردن تحلیلی جامع تر از رابطه بین افشا و ارزش شرکت، با انجام تحلیل چندمتغیره برای کنترل سایر متغیرهایی که انتظار می رود بر ارزش شرکت اثر بگذارند یعنی اندازه دارایی ها، سودآوری، اهرم و رشد فروش اجرا شده است. روش برآورد مورد استفاده، روش حداقل مربعات با داده های ترکیبی می باشد. در ابتدا به آزمون مفروضات رگرسیون می پردازیم. یکی از مفروضات رگرسیون خطی، نرمال بودن توزیع خطاها می باشد. با توجه به نتایج آماره ها، میانگین خطاها بسیار نزدیک به صفر^(۱۰-۲۸۲) و انحراف معیار آنها بسیار نزدیک به یک (۰/۹۹۶) می باشد که نشانگر نرمال بودن توزیع خطاها است. آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف به

منظور بررسی نرمال بودن متغیر وابسته (ارزش شرکت) مقدار $1/554$ ($P\text{-value} = 0/016$) را نشان می دهد. به این ترتیب فرض نرمال بودن متغیر ارزش شرکت رد می گردد. از این رو به منظور نزدیک تر کردن توزیع این متغیر به توزیع نرمال، در پژوهش حاضر از تبدیل لگاریتم استفاده شده است.

جدول (نگاره) ۱- آمار توصیفی متغیرهای مربوط به تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	ضریب چولگی	ضریب کشت
ارزش شرکت	۱/۱۷۷	۱/۰۹۸	۲/۸۱۱	-۰/۲۹۰	۰/۳۴۷	-۰/۴۴۲
اندازه دارایی ها	۱/۶۸۶	۱/۶۰۳	۲/۷۳۲	۰/۸۵۴	۰/۴۸۶	۰/۹۰۲
سودآوری	-۰/۴۹۲	-۰/۴۰۱	۱/۳۷۸	-۲/۷۸۲	-۰/۸۷۹	۳/۶۸۳
اهرم	-۱/۲۹۶	-۱/۲۲۴	۰/۶۳۸	-۳/۲۰۴	-۱/۳۸۴	۶/۲۸۸
رشد	۰/۱۹۱	۰/۱۶۷	۰/۷۲۱	-۰/۳۵۵	۲/۲۲۶	۴/۲۱۵

جدول (نگاره) ۲- مقادیر ضرایب همبستگی اسپیرمن

کیفیت افشا	رشد	اهرم	سودآوری	اندازه دارایی ها	ارزش شرکت
۰/۳۰۳ ۰/۰۰۰**	۰/۱۸۵ ۰/۰۰۰**	۰/۲۰۹ ۰/۰۰۰**	۰/۵۶۲ ۰/۰۰۰**	۰/۳۵۴ ۰/۰۰۰**	۱
۰/۰۰۵ ۰/۹۰۶	۰/۱۰۸ ۰/۰۱۰**	۰/۵۰۲ ۰/۰۰۰**	۰/۳۴۶ ۰/۰۰۰**	۱	۰/۳۵۴ ۰/۰۰۰**
۰/۲۰۶ ۰/۰۰۰**	۰/۰۸۵ ۰/۰۴۳*	۰/۱۲۴ ۰/۰۰۰**	۱	۰/۳۴۶ ۰/۰۰۰**	۰/۵۶۲ ۰/۰۰۰**
۰/۰۱۶ ۰/۷۰۷	۰/۰۷۷ ۰/۰۶۴	۰/۱۲۴ ۰/۰۰۳**	۱	۰/۵۰۲ ۰/۰۰۰**	۰/۲۰۹ ۰/۰۰۰**
۰/۱۲۶ ۰/۰۰۳**	۱	۰/۰۷۷ ۰/۰۴۳*	۰/۰۸۵ ۰/۰۴۳*	۰/۱۰۸ ۰/۰۱۰**	۰/۱۸۵ ۰/۰۰۰**
۱	۰/۱۲۶ ۰/۰۰۳**	۰/۰۱۶ ۰/۷۰۷	۰/۲۰۶ ۰/۰۰۰**	۰/۰۰۵ ۰/۹۰۶	۰/۳۰۳ ۰/۰۰۰**

* در سطح خطای ۵٪ معنادار است. ** در سطح خطای ۱٪ معنادار است.

نمایند مقدار این آماره $1/296$ می باشد که با توجه به ضرایب موجود در ادبیات تحقیق، تاحدی قابل قبول است.

نگاره ۳ نتایج برآورد تحلیل چندمتغیره را نشان می دهد. اندازه دارایی ها و سودآوری رابطه مثبت و

برای بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین- واتسون بهره گیری شده است. چنانچه این آماره بین $1/5$ و $2/5$ قرار گیرد فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته شده و امکان استفاده از رگرسیون وجود دارد. همانگونه که در جدول مشاهده می

همانگونه که در نگاره ۳ ملاحظه می شود، افشا با ارزش شرکت رابطه مثبت (۰/۱۱۰) و معنادار دارد. R^2 تعدیل شده، معیاری برای سنجش قدرت تبیین مدل رگرسیون است و مقدار ۰/۳۴۰ موید این مطلب است که نسبت به ضرایب موجود در ادبیات تحقیق ضریب مناسبی می باشد. مدل رگرسیون نیز در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار می باشد (۵۹/۹۳۲ = آماره F).

معناداری با ارزش شرکت دارند درحالیکه رشد و اهرم رابطه مثبت اما بی معنی با ارزش شرکت دارند. شاید بتوان گفت وضعیت با ثبات در بازار کشور از نگاه سرمایه گذاران، ارزشمندتر باشد. شرکت های بزرگ و با سود بالاتر اگرچه بر خلاف شرکت های در حال رشد، معمولاً دارای بازده کمتری می باشند، لکن شواهد تحقیق، حاکی از ارزش گذاری بالاتر برای شرایط با ثبات تر می باشد.

جدول (نگاره) ۳- نتایج حاصل از رگرسیون

Firm value = $\beta_0 + \beta_1 \text{ disclosure} + \beta_2 \text{ asset size} + \beta_3 \text{ profitability} + \beta_4 \text{ leverage} + \beta_5 \text{ growth}$			
P-value	آماره t	ضرایب	متغیرهای مستقل
۰/۴۵۵	۰/۷۴۸	۰/۱۲۵	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۷/۳۱۴	۰/۰۱۱	افشا
۰/۰۰۰	۵/۸۶۲	۰/۴۰۲	اندازه دارایی ها
۰/۰۰۰	۹/۶۷۰	۰/۲۶۲	سودآوری
۰/۵۹۵	۰/۵۳۱	۰/۰۱۶	اهرم
۰/۱۱۲	۱/۵۹۲	۰/۰۹۵	رشد
آماره = ۱/۲۹۶ "دوربین- واتسون"			
P-value = ۰/۰۰۰ و F آماره = ۵۹/۹۳۲			
$R^2 = ۰/۳۴۰$ تعدیل شده			
آماره کولموگروف اسمیرنوف = ۱/۵۵۴ و P-value = ۰/۰۱۶			

و افشا بود. سپس، با بهره گیری از رگرسیون چندگانه و تحلیل داده های ترکیبی و کنترل عواملی نظیر کنترل اندازه دارایی ها، سودآوری، اهرم و رشد فروش نشان داده شد که افشای بموقع تر و قابل اتکاتر اثر مستقیمی بر ارزش شرکت دارد.

این یافته مطابق با پیش بینی های تئوری مالی است که اظهار می دارد افشای بهتر از طریق کاهش هزینه سرمایه شرکت یا افزایش جریان های نقدی متعلق به سهامداران، به افزایش ارزش شرکت منتهی می شود. افشای بیشتر اطلاعات سبب کاهش عدم تقارن اطلاعات گردیده که این امر می تواند موجب

۸- نتیجه گیری و بحث

هدف از انجام این پژوهش، بررسی رابطه بین افشا و ارزش شرکت بود. شناخت علمی تاثیر افشا روی ارزش شرکت می تواند از اهمیت ویژه ای به خصوص از منظر عوامل انگیزشی برای شرکت ها برخوردار باشد. به این منظور شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ مورد مطالعه قرار داده شد. در ابتدا، پس از تحلیل تک متغیره، ضرایب همبستگی بین ارزش شرکت و افشا محاسبه شد. نتایج این مرحله حاکی از یک رابطه مثبت و معنادار بین ارزش شرکت

- 7) Chen, J.P., Chen, C.S., Su, X. (2001). Is Accounting Information Value Relevant in the Emerging Chinese Stock Market? Companies earnings announcements. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, 1-22.
- 8) Coffee, J.C. (1999). The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications. (Working Paper 144, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies), (February), available on the Internet at <http://ssrn.com/abstract=142833100> O.A.G. Hassan et al. / *The International Journal of Accounting* 44 (2009) 79-102
- 9) Gelb, D.S., Zarowin, D., (200). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7, 33-52.
- 10) Hassan, O. A. G., Romilly, P., Giorgioni, G. & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *International Journal of Accounting*, 44, 79-102.
- 11) Al-Akra, M & Jahangir Ali, M. (2010). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East- The case for Jordan. Forums Being Presented at the 2010 AFAANZ Conference.
- 12) Diamond, D. & Verrecchia, E, 1991. "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 46(4), pages 1325-59, September.
- 13) Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- 14) Hsiao, C. (1986). *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press.
- 15) Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- 16) Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, 41(2), 17-345.
- 17) Silva, W. M, Alves, la. L.,(2004). The Voluntary disclosure of financial information on the internet and the firm value effect in the companies across Latin
- جلب اعتماد افراد برون سازمانی شود. به این ترتیب نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران کاهش و تقاضا برای سهام شرکت افزایش و در نتیجه ارزش شرکت افزایش می یابد. از طرف دیگر این نتیجه با یافته های مطالعات تجربی سیلوا و آلوز (۲۰۰۴)، بیک و همکاران (۲۰۰۴) و محمود الاکرا و محمود جهانگیرعلی (۲۰۱۰) نیز سازگار می باشد. نتایج تحقیقات آنها حاکی از وجود رابطه مثبت میان کیفیت افشا و ارزش شرکت بود. از دیگر نتایج تحقیق پیش رو این است که اندازه دارایی ها و سودآوری یک رابطه مثبت و معنادار با ارزش شرکت دارند. البته اهرم و رشد هم رابطه مثبتی با ارزش شرکت داشتند اما این رابطه به لحاظ آماری معنادار نبود. از این رو به مدیران شرکت ها پیشنهاد می گردد تا با افشای هرچه بیشتر اطلاعات مورد نیاز بازار سرمایه از مزایای اقتصادی آن بهره برند.

فهرست منابع

- ۱) دستگیر، محسن و بزاززاده، حمیدرضا (۱۳۸۲). "تاثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی". *مجله تحقیقات مالی*. شماره ۱۶. ۸۳-۱۰۳.
- ۲) نوروش، ایرج و حسینی، سیدعلی (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین کیفیت افشا (قابلیت اتکا و بموقع بودن)". *مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی*. دوره ۱۵. شماره ۵۵. ۱۱۷-۱۳۴.
- ۳) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران- انتشارات سازمان بورس و اوراق بهادار.
- 4) Baek, J., Kang, J., & Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265-313.
- 5) Berk, J. B. (1995). A critique of size-related anomalies. *Review of Financial Studies*, 8(2), 275-286.
- 6) Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323-349.

- American. Working Paper, Universidad Navarra Barcelona
- 18) Stulz, R. M. (1999). Globalization of equity markets and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12, 8–25.
- 19) Wagenhofer, A. (2004). Accounting and economics: What we learn from analytical models in financial accounting and reporting. In C. Leuz, D. Pfaff, & A. Hopwood (Eds.), *The Economics and Politics of Accounting* Oxford: OUP.

یادداشت‌ها

^۱ . در اجرای بندهای ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ و ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب آذرماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی، این دستورالعمل در ۳ فصل، ۲۱ ماده و ۹ تبصره در تاریخ ۱۳۸۶/۰۵/۰۳ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید.

^۲ . www.codal.ir