

فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی - سال یازدهم - شماره ۴۲ - تابستان ۱۳۹۳
ص ص ۸۹-۱۱۵

بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شکراله خواجوی*
وحید علیزاده طلائی**

چکیده

مدیران شرکت‌ها برای این‌که سرمایه‌گذاران را در مورد چشم‌اندازهای آتی و اهداف و استراتژی‌های شرکت آگاه سازند، دست به افشای داوطلبانه اطلاعات می‌زنند. ارائه‌ی اطلاعات داوطلبانه مالی و غیرمالی در مورد شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش نقدشوندگی سهام و در نتیجه بهبود وضعیت مالی شرکت می‌شود. از این رو در پژوهش حاضر، رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. در این راستا، تأثیر اندازه شرکت، اهرم مالی، قیمت و حجم معاملات سهام نیز کنترل شده است. برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای داوطلبانه، از چک‌لیست بوتوسان (۱۹۹۷) که توسط کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۸) تعدیل شده است، مورد استفاده قرار گرفت که شامل ۷۱ شاخص در شش بخش کلی پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج مهم تاریخی، آماره‌های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی و بحث و تحلیل مدیریت است. همچنین متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از مدل ونکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) اندازه‌گیری شده است. برای آزمون فرضیه پژوهش رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی مورد استفاده قرار گرفته است. یافته‌های بررسی ۱۲۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ بیانگر آن است که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. واژه‌های کلیدی: سطح افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی، نقدشوندگی، بازار سرمایه.

* دانشیار حسابداری دانشگاه شیراز

** دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه شیراز vahid_alizadeh7@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۴/۲۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۹/۱۸

مقدمه

اگرچه استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان دو ساز و کار نهادی باعث تعدیل شکاف اطلاعاتی^۱ بین مدیران و مالکان می شود، اما این شکاف اطلاعاتی را به صورت کامل از بین نمی برد (هیلی^۲ و پالپو^۳، ۱۹۹۳: ۹). از این رو افشای داوطلبانه می تواند به کاهش شکاف اطلاعاتی و بهبود اعتبار گزارشگری مالی (همان: ۵)، و نیز درک نقش اطلاعات حسابداری در ارزش گذاری شرکت و تامین مالی آن، کمک کند (کر^۴، ۲۰۰۱: ۴۴۲).

پژوهش های اخیر نشان دادند که افشای داوطلبانه بیشتر، باعث افزایش ارزش شرکت و کاهش هزینه تامین مالی می شود (آرنس و همکاران^۵، ۲۰۰۹: ۱۵۴۹). همچنین، اکثر مطالعات پیشین به این نتیجه رسیدند که افشای داوطلبانه بیشتر باعث کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت ها و سرمایه گذاران می شود (دیاموند^۶ و ورچیا^۷، ۱۹۹۱: ۱۳۴۸).

مطالعات بر روی عوامل تعیین کننده افشای داوطلبانه به گونه عمده در ایالات متحده آمریکا و دیگر کشورهای توسعه یافته انجام شده است (برای مثال: مالون و همکاران^۸، ۱۹۹۳؛ رافورنیر^۹، ۱۹۹۵ و لانگ^{۱۰} و لاندلم^{۱۱}، ۱۹۹۶). شرکت هایی که به صورت داوطلبانه اطلاعاتی را که به وسیله مراجع قانونگذار اجباری برای ارائه آن اطلاعات وجود ندارد، ارائه می کنند، تلاش می کنند که به توقعات ذینفعان بازار شکل دهند و از این رو به واسطه افشای اطلاعات اضافی از شرایط معامله با این افراد منفعت می برند (مدهانی^{۱۲}، ۲۰۰۹: ۶۵).

افزایش سطح افشای اطلاعات از سه طریق می تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر

1- Information Gap
2- Healy
3- Palepu
4- Core
5- Orens et al.
6- Diamond
7- Verrecchia
8- Malone et al.
9- Raffournier
10- Lang
11- Lundholm
12- Madhani

بگذارد. اول، افشای اطلاعات بیشتر سرمایه گذار را از جستجو برای کشف اطلاعات محرمانه و سوداگری بر مبنای آن، بازمی‌دارد. زیرا با افشای اطلاعات، شکاف اطلاعاتی یا همان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران کاهش می‌یابد. دوم، افشای اطلاعات در بازار مانع انجام معاملات مولد ثروت برای یک عده برخوردار از اطلاعات محرمانه می‌شود و در نتیجه، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، رفاه تمام سرمایه گذاران افزایش می‌یابد. سوم، به طور کلی سطح افشای اطلاعات، با میزان معاملات صورت گرفته توسط هر دو گروه، دارندگان اطلاعات عمومی و دارندگان اطلاعات محرمانه، ارتباط مثبت دارد (براون^۱ و هایلیجیست^۲، ۲۰۰۷: ۴۴۴).

چارچوب نظری پژوهش

با توجه به فرایند افشای اطلاعات، سرمایه گذاران (معامله‌گران) با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی روبرو هستند. این مشکل زمانی به وجود می‌آید که یکی از طرفین معامله دارای اطلاعاتی بیش از طرف مقابل باشد (گراهام و همکاران^۳، ۲۰۰۳: ۵). عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه گذاران ممکن است موجب ارزشگذاری اشتباه شرکت شده و انگیزه‌ای برای تصحیح ارزش گذاری اشتباه از طریق افشای بیشتر اطلاعات ایجاد نماید (شین^۴، ۲۰۰۲: ۲). حاصل افشای داوطلبانه اطلاعات نیز، کاهش شرایط عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعاتی است و باعث افزایش اطمینان سرمایه گذاران به مدیریت شرکت می‌شود (دی^۵، ۱۹۹۸: ۲۷۵).

کاهش شرایط عدم اطمینان، نیاز به نظارت بر فعالیت‌های مدیریت را کاهش می‌دهد و متعاقباً باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (گیتزمن^۶ و ترومبتا^۷، ۲۰۰۳: ۱۹۰). همچنین، افشای داوطلبانه، به طور بالقوه، باعث کاهش دستکاری سود می‌شود و بنابراین قیمت‌های سهام شرکت بازتابی قابل اتکا از

1- Brown
2- Hillegeist
3- Graham et al.
4- Shin
5- Dye
6- Gietzmann
7- Trombetta

وضعیت مالی شرکت ارائه خواهند کرد (گیگلر^۱، ۱۹۹۴: ۲۳۵). اما، افشای داوطلبانه علاوه بر داشتن مزایای تجاری، باعث تحمیل هزینه‌هایی نیز بر شرکت می‌شود. در همین راستا، نظریه افشای داوطلبانه بیان می‌کند که مدیران، در صورت فزونی منافع افشا بر هزینه‌های آن، اطلاعاتی از شرکتی را که تحت مدیریت خود دارند، افشا خواهند نمود (هیتزمن و همکاران^۲، ۲۰۱۰: ۱)؛ بنابراین مدیران باید میان مزایای افشای اطلاعات در بازار سرمایه و هزینه‌های این انتشار، تعادلی برقرار نمایند.

ارائه‌ی داوطلبانه اطلاعات زمانیکه "اخبار خوب"^۳ گزارش می‌شود، محتمل‌تر است. شاید شرکت‌ها علاقه‌ای به افشای داوطلبانه اطلاعات در سال‌های مالی که سود شرکت تنزل پیدا کرده است یا کمتر از پیش‌بینی تحلیل‌گران مالی است، نداشته باشند (لانگ^۴ و لاندلهلم^۵، ۲۰۰۰: ۶۳۷). به هر حال، ممکن است شرکت‌ها به منظور محدود کردن برداشت نامطلوب سرمایه‌گذاران و ایجاد آگاهی در مورد چشم‌اندازهای آتی شرکت، دست به افشای داوطلبانه بزنند (بارث و همکاران^۶، ۲۰۰۷: ۷). ارائه‌ی اطلاعات داوطلبانه در مورد شناسایی، اندازه‌گیری و افشای ارقام حسابداری در صورت‌های مالی باعث جذب سرمایه‌گذاران می‌شود و به طور مؤثری به بهبود وضعیت مالی و چهره مدیریتی شرکت کمک می‌کند (یاتریدیس^۷ و آلكساکیس^۸، ۲۰۱۲: ۷۴).

اطلاعات حسابداری در بازار سرمایه دو نقش کلی ایفا می‌کند (فاستر^۹، ۱۹۸۶: ۳۰۰):
 ۱. نقش سرمایه‌گذار فردی^{۱۰}: تمرکز این نقش بر انتخاب پرتفویی از اوراق سهام، بدهی یا سایر ابزارهای سرمایه‌گذاری برای یک فرد، شرکت یا مؤسسه است.
 ۲. نقش تجمعی (گروهی) در بازار^{۱۱}: تمرکز این نقش بر قیمت‌گذاری تعادلی اوراق

1- Gigler
 2- Hietzman et al.
 3- Good News
 4- Lang
 5- Lundholm
 6- Barth et al.
 7- Iatridis
 8- Alexakis
 9- Foster
 10- Individual Investor Role
 11- Aggregate Market Role

سهام، بدهی یا سایر ابزارهای سرمایه گذاری است. این نقش، شامل قیمت گذاری نسبی و مطلق اوراق سهام، بدهی یا سایر ابزارهای سرمایه گذاری می باشد. حدود عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران را می توان به عنوان احتمال این که یک سفارش خرید یا فروش خاص، ناشی از وجود یک سرمایه گذار با اطلاعات خصوصی باشد، توصیف کرد (براون و هایلیجیست، ۲۰۰۷: ۴۴۶). بنابراین، به منظور حفظ منافع سهامداران و سایر افراد ذینفع، افشای داوطلبانه اطلاعات ضرورت یافته و از سه جنبه زیر حائز اهمیت است (حساس یگانه و نادى قمى، ۱۳۸۵: ۳۷):

۱. صورت های مالی گمراه کننده و اطلاعاتی که حقایق با اهمیت آن حذف شده است، در اختیار سرمایه گذاران قرار نخواهد گرفت.
۲. با فرض کارایی بازار در حالت نیمه قوی، سرمایه گذاران خرد از طریق قیمت منصفانه اوراق بهادار که بیانگر کلیه اطلاعات عمومی افشا شده است، مورد حمایت قرار می گیرند.
۳. افشای عمومی و باکیفیت اطلاعات، شرایط نظارت عالی بر عملکرد را فراهم می کند.

هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، سرمایه گذاران بازار سرمایه، برای تحمل ریسک اطلاعات، خواستار بهره بالاتری خواهند بود. در نتیجه، به منظور کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعات و به دست آوردن قیمت های عادلانه برای فرصت های سرمایه گذاری، مدیران باید افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت به سرمایه گذاران و اعتباردهندگان را مد نظر قرار دهند.

شرکت هایی که سطح بالایی از افشای داوطلبانه را فراهم می آورند، شکاف اطلاعاتی را بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه کاهش می دهند. این به همی سرمایه گذاران درباره اینکه معاملات سهام با یک قیمت "عادلانه"^۱ صورت می گیرند، اطمینان بیشتری می دهد و در نتیجه نقدشوندگی سهام بهبود می یابد. از این رو لیوز^۲ و ورچیا (۲۰۰۰) نشان دادند که شرکت های با سطح افشای داوطلبانه بالاتر، دارای

1- Fair
2- Leuz

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتری در بازار سرمایه هستند و در نتیجه نقدشوندگی سهام بالاتری دارند.

پیشینه پژوهش

دیاموند و ورچیا (۱۹۹۱) به بررسی رابطه بین افشا، نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت‌های آمریکایی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که افشای اطلاعات عمومی جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، می‌تواند از طریق جذب تقاضای فزاینده سرمایه‌گذاران بزرگ برای افزایش نقدشوندگی سهام، هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد.

ماتوسی و همکاران^۱ (۲۰۰۴) با بررسی یک نمونه مشتمل بر ۴۰ شرکت از بازار سهام تونس طی سال ۲۰۰۱ به این نتیجه رسیدند که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (نقدشوندگی) و میزان افشا یک رابطه منفی معنادار وجود دارد. پترسن^۲ و پلنبرگ^۳ (۲۰۰۶) به بررسی تأثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های صنعتی بورس کپنهاگ پرداختند. تجزیه و تحلیل و نتایج گزارش شده در این پژوهش بر مبنای یک صنعت برای دوره‌ی ۴ ساله از سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ بود که شامل ۳۶ شرکت صنعتی بازار بورس دانمارک می‌شد. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که بین افشای داوطلبانه و معیارهای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد. همچنین، در این پژوهش نشان داده شد که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نسبت گردش، معیارهای اندازه‌گیری مناسبی برای عدم تقارن اطلاعاتی هستند.

هاگارد و همکاران^۴ (۲۰۰۸) در پژوهشی به بررسی رابطه بین بهبود افشای داوطلبانه و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام پرداختند. دوره‌ی زمانی پژوهش از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۹۵ و شامل ۲۰۸۴ سال - شرکت بود. نتیجه این بود که بهبود سطح افشای داوطلبانه منجر به کاهش نوسان قیمت سهام می‌شود. همچنین سیاست‌های افشای شرکت‌ها

1- Matoussi

2- Petersen

3- Plenborg

4- Haggard et al.

باعث تأثیر مثبت بر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و بازده سهام آن شرکت‌ها می‌شود. آرمسترانگ و همکاران^۱ (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه پرداختند. دوره‌ی زمانی این تحقیق از سال ۱۹۷۶ تا ۲۰۰۵ بود و دارای ۱۷۹۲ شرکت در نمونه خود بود. نتایج این پژوهش نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی با هزینه سرمایه، زمانیکه بازار ناقص است، رابطه مثبت معناداری دارد ولی در بازارهای رقابتی چنین رابطه‌ای مشاهده نمی‌شود.

فو و همکاران^۲ (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر دفعات گزارشگری مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداختند. نمونه شامل ۷۶۵۴ سال - شرکت طی دوره‌ی ۱۹۵۱ تا ۱۹۷۳ بود. یافته‌های این پژوهش نشان داد که افزایش در دفعات گزارشگری مالی با کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه شرکت‌ها همراه است. همچنین تغییرات اجباری در تعدد گزارشات مالی نیز حاکی از نتایج مشابهی بود.

اویار^۳ و کیلیچ^۴ (۲۰۱۲) به بررسی قابلیت ایجاد ارزش توسط افشای داوطلبانه پرداختند. آن‌ها ۱۲۹ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بازار بورس استانبول را برای سال مالی ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان داد که فعالان بازار سرمایه به افشای داوطلبانه توسط شرکت‌ها عکس‌العمل نشان می‌دهند. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که افشای داوطلبانه بیشتری ارائه می‌کنند، نزد سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری دارند و این باعث افزایش ارزش این شرکت‌ها می‌شود.

فخاری و فلاح محمدی (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، میزان افشا از طریق چک‌لیستی که بر مبنای افشای اختیاری و استانداردهای الزامی سازمان حسابرسی تنظیم گردیده، اندازه‌گیری شده است. یافته‌های بررسی ۱۱۲ شرکت در سال ۱۳۸۶ حاکی از آن است که ارتباط معکوس و معناداری بین افشای اطلاعات و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد.

1- Armstrong et al.

2- Fu et al.

3- Uyar

4- Kilic

احمدپور و عجم (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش ۳۴۶ مورد اعلان سود برآوردی شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۱ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌ها، تأثیر معنی‌داری بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی ندارد.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف پرداختند. در این راستا ۲۳۹ شرکت تولیدی در سال ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفت. افشای اختیاری توسط ۷۱ شاخص تعیین گردید. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مدل پژوهش، ۲۰ درصد از تغییرات افشای اختیاری را تبیین می‌کند. با این وجود، رابطه معناداری بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف یافت نشد.

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس تهران پرداختند. جامعه مورد بررسی شامل ۵۹ شرکت در طی بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۳ است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین میزان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط معناداری وجود دارد و کاهش کیفیت سود منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود.

خدای‌پور و محرومی (۱۳۹۱) تأثیر افشای داوطلبانه را بر مربوط بودن سود هر سهم بررسی کردند. جامعه مورد بررسی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۸۹ می‌باشد. نتایج بیانگر این بود که افشای داوطلبانه اثر معناداری بر مربوط بودن سود هر سهم ندارد. یک دلیل مهم برای این نتیجه‌گیری، می‌تواند ناتوانی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از گزارشهای مالی در استفاده از اطلاعات حسابداری افشا شده باشد.

روش پژوهش

این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع شبه‌تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد.

افزون بر این، امکان دستکاری متغیرهای مستقل وجود ندارد (نمازی، ۱۳۸۹: ۳۵).

فرضیه‌ی پژوهش

در این قسمت در خصوص دستیابی به اهداف پژوهش و بر اساس مبانی نظری و پیشینه، فرضیه پژوهش به شرح زیر طراحی و تدوین شده است:
فرضیه پژوهش: رابطه معناداری بین سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی آن‌ها وجود دارد.

تعریف متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها، به سه گروه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی تقسیم می‌شوند که در ادامه کلیه این متغیرها تشریح می‌شود.

متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش، سطح افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت‌ها است که در بخش مبانی نظری به تشریح ماهیت و چگونگی تأثیر آن بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها پرداخته شد.

سطح افشای داوطلبانه بر اساس شاخص‌های پیشنهادی توسط بوتوسان^۱ (۱۹۹۷) که برگرفته از نظرات کمیته جنکینز بود، اندازه‌گیری می‌شود. در مدل بوتوسان، شاخص‌های مورد استفاده از طریق گزارشات راهبری شرکتی و نیز ارقام رتبه‌بندی شرکت‌های آمریکایی استخراج شده بود. به دلیل فقدان موارد مذکور در ایران، و با توجه به این که سازمان حسابرسی کتابچه‌ای تحت عنوان قالب نمونه گزارشگری منتشر نموده و شرکت‌ها در تهیه و گزارش اطلاعات به شاخص‌های مندرج در آن تکیه می‌کنند، این امر امکان افشای اطلاعات داوطلبانه در متن صورت‌های مالی را محدود نموده است. لذا برای استخراج شاخص‌های افشای داوطلبانه اطلاعات به گزارش فعالیت هیات مدیره شرکت‌ها اتکا گردید (کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۸۸: ۸۹). نهایتاً، برای اندازه‌گیری سطح

افشای داوطلبانه، چک لیست تعدیل شده‌ی بوتوسان که توسط کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸) تنظیم شده بود، مورد استفاده قرار گرفت. شاخص‌ها پس از بررسی از نظر الزامی نبودن مطابق استانداردهای حسابداری یا قانونی در شش بخش کلی (شامل ۷۱ شاخص) به شرح ذیل تعیین گردیدند:

پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج تاریخی مهم، آماره‌های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی، بحث و تحلیل مدیریت. اجزای تشکیل دهنده و نحوه امتیازدهی هر کدام در ادامه ارائه شده است. امتیاز افشای داوطلبانه از تقسیم مجموع امتیاز حاصله از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می‌آید.

شاخص‌های افشای داوطلبانه:

پیشینه اطلاعاتی (BGI)^۱: خلاصه‌ای از فعالیت‌ها - بیان اهداف یا طرح‌ها - بیان کلی استراتژی‌ها یا اقدامات انجام شده در طی سال برای دستیابی به اهداف - اقدامات برنامه ریزی شده برای دست‌یابی در سال‌های آتی - برنامه زمانی برای دستیابی به اهداف - محیط رقابتی - تاثیر رقابت بر سودهای جاری - تاثیر رقابت بر سودهای آتی - توصیف کلی شرکت - محصولات یا خدمات اصلی تولید شده - مشخصه‌های ویژه آن‌ها - بازارهای اصلی - مشخصه‌های ویژه آن‌ها - تشریح کارخانجات / انبارها - ساختار سازمانی - چارت سازمانی مدیریت.

خلاصه‌ای از عملکرد تاریخی (SHR)^۲: نسبت‌های سوددهی - نسبت‌های ساختار مالی - نسبت‌های نقدینگی - نسبت‌های دیگر - پیش‌بینی سود هر سهم - سنجش فروش‌ها - سنجش سود عملیاتی - سنجش سود خالص.

آماره‌های کلیدی غیرمالی (KNFS)^۳: میانگین حقوق هر کارمند - میانگین سن کارکنان کلیدی - سهم از بازار محصولات یا خدمات اصلی - واحدهای فروش رفته مربوط به محصولات یا خدمات اصلی - قیمت فروش هر واحد مربوط به محصولات

1- Background Information

2- Summary of Historical Results

3- Key Non-Financial Statistics

یا خدمات اصلی - میزان رشد در واحدهای فروش رفته مربوط به محصولات یا خدمات اصلی - فروش سر به سر مربوط به محصولات یا خدمات اصلی - زمان انجام تولید یا تحویل - تشریح روش‌ها یا فوت و فن تولید - تشریح مشتری‌ها. اطلاعات بخش‌ها (SEGI)^۱: تشریح - دارایی‌ها - بدهی‌ها یا تامین مالی - استهلاک - سود عملیاتی - سرمایه‌گذاری - تحقیق و توسعه. اطلاعات پیش‌بینی (PRI)^۲: مقایسه پیش‌بینی‌های قبلی سود با سودهای واقعی - مقایسه پیش‌بینی‌های قبلی فروش‌ها با فروش‌های واقعی - تاثیر فرصت‌های موجود بر فروش‌ها یا سودهای آتی تاثیر پوشش ریسک شرکت بر فروش‌ها یا سودهای آتی - پیش‌بینی سهم از بازار - پیش‌بینی گردش وجه نقد - پیش‌بینی مخارج سرمایه‌ای - پیش‌بینی مخارج تحقیق و توسعه - پیش‌بینی سودهای آتی - پیش‌بینی فروش‌های آتی. بحث و تحلیل مدیریت (MD&A)^۳: توضیحاتی در خصوص تغییر در فروش‌ها - توضیحاتی در خصوص تغییر در درآمد عملیاتی - توضیحاتی در خصوص تغییر در بهای تمام شده کالای فروش رفته - توضیحاتی در خصوص تغییر در بهای تمام شده کالای فروش رفته به عنوان درصدی از فروش‌ها - توضیحاتی در خصوص تغییر در سود ناخالص - توضیحاتی در خصوص تغییر در سود ناخالص به عنوان درصدی از فروش‌ها - توضیحاتی در خصوص تغییر در هزینه‌های اداری و تشکیلاتی - توضیحاتی در خصوص تغییر در هزینه بهره یا درآمد بهره - توضیحاتی در خصوص تغییر در سود خالص - توضیحاتی در خصوص تغییر در موجودی کالا - توضیحاتی در خصوص تغییر در حساب‌های دریافتی - توضیحاتی در خصوص تغییر در مخارج سرمایه‌ای - توضیحاتی در خصوص تغییر در مخارج تحقیق و توسعه - توضیحاتی در خصوص تغییر در سهم از بازار - تفسیر نسبت‌های سوددهی - تفسیر نسبت‌های ساختار مالی - تفسیر نسبت‌های نقدینگی - تفسیر دیگر نسبت‌ها - تفسیر پیش‌بینی سود هر سهم. توضیحاتی در خصوص سیستم وزنی:

پیشینه اطلاعاتی (BGI): به هر قلم گزارش شده یک امتیاز و در صورت کمی

1- Segments Information

2- Projected Information

3- Management Discussion and Analysis

بودن نیز یک امتیاز دیگر تعلق می‌گیرد.

خلاصه‌ای از عملکرد تاریخی (SHR): در مورد نسبت‌ها و پیش بینی سود هر سهم، اگر اطلاعات دوره آخر (X) باشد یک امتیاز و نیز دوره (X-1) باشد یک امتیاز دیگر و امتیاز اضافی دیگر در صورتی که (X-2) باشد، تعلق می‌گیرد. برای فروش‌ها، درآمد عملیاتی و سود خالص، اگر با اشاره به (X-2) باشد یک امتیاز تعلق می‌گیرد. آماره‌های کلیدی غیرمالی (KNFS): دو امتیاز برای هر کدام از اطلاعات گزارش شده تعلق می‌گیرد.

اطلاعات بخش‌ها (SEGI): یک امتیاز به هر یک از اقلام گزارش شده تعلق می‌گیرد. اطلاعات پیش بینی (PRI): موارد کیفی اقلام ۱ و ۲ یک امتیاز و اقلام ۳ الی ۱۰ دو امتیاز و یک امتیاز برای اقلام کمی و یک امتیاز به اقلام ۹ الی ۱۰ برای اشاره به بخش (های) اصلی.

بحث و تحلیل مدیریت (MD&A): موارد کیفی اقلام ۱ الی ۱۴ یک امتیاز و یک امتیاز نیز به موارد کمی به استثنای فروش و درآمد عملیاتی تعلق می‌گیرد. دو قلم، اگر به بخش‌های اصلی اشاره شود یک و اگر بر مبنای سرجمع باشد نیم امتیاز تعلق می‌گیرد. اقلام ۱۵ الی ۱۹ اگر نسبت‌های X لحاظ شود یک و اگر روند نیز بررسی شود یک امتیاز اضافی تعلق می‌گیرد.

امتیاز افشای داوطلبانه از تقسیم مجموع امتیاز حاصله از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می‌آید.

متغیر وابسته

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش متغیر عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است.

عدم تقارن اطلاعاتی

برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، مدلی که ونکاتش^۱ و

چیانگ^۱ (۱۹۸۶) برای تعیین دامنه‌ی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند، مورد استفاده قرار می‌گیرد. در پژوهشی که فو و همکاران (۲۰۱۲) انجام دادند، برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی، از این مدل بهره‌گرفته شده است. در ایران نیز قائمی و وطن‌پرست (۱۳۸۴)، احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵) و خوش‌طینت و یوسفی‌اصل (۱۳۸۶) در پژوهش خود از این مدل استفاده کردند.

مدل یاد شده به شرح ذیل است: (ونکاتش و چیانگ، ۱۹۸۶: ۱۰۹۲).

$$\text{SPREAD}_{it} = (\text{AP}-\text{PB}) \times 100 / (\text{AP}+\text{PB}) \div 2 \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن:

SPREAD: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام،

t: سال مورد بررسی،

i: شرکت مورد بررسی،

AP(Ask Price): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام i در دوره‌ی t،

BP(Bid price): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره‌ی t، است.

طبق مدل بالا، هرچه دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. در آزمون فرضیه‌ها، قدر مطلق عدد حاصل از این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مسأله پژوهش مؤثرند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون به شرح زیر تعیین شدند:

۱. اندازه شرکت: با افزایش در اندازه شرکت، ریسک مربوط به شرکت کاهش می‌یابد و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت کمتر می‌شود. بر طبق پژوهش بوتوسان (۱۹۹۷)، اندازه شرکت یکی از عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه شرکت است. همچنین، شرکت‌های بزرگتر اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند و این باعث

- کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود (آتیاس^۱ و بامبر^۲، ۱۹۹۴؛ کایرنی^۳، ۲۰۰۳؛ کیم و ورچیا، ۱۹۹۱؛ اوتاما^۴ و کریدی^۵، ۱۹۹۷). اندازه شرکت به وسیله لگاریتم طبیعی فروش سالانه محاسبه خواهد شد.
۲. اهرم مالی: به حد و اندازه‌ای که یک شرکت از طریق وام یا استقراض، تأمین مالی نموده است، دلالت دارد. یکی از مهم‌ترین مقیاس‌های اهرم، نسبت بدهی است که از تقسیم بدهی‌ها به دارایی‌ها به دست می‌آید (بزرگ‌اصل، ۱۳۸۵: ۸۵). پژوهش‌گرانی چون، کامران و همکاران^۶ (۲۰۰۸)، جورج و همکاران^۷ (۲۰۰۹) و لین و مینگ^۸ (۲۰۰۹)، در پژوهش‌های خود از این نسبت به عنوان اهرم مالی استفاده کرده‌اند.
۳. قیمت سهام: این متغیر با استفاده از قیمت سهام در پایان سال مالی شرکت‌ها محاسبه می‌شود. پژوهش‌های بسیاری از جمله برنچ^۹ و فریید^{۱۰} (۱۹۷۷)، فابوزی^{۱۱} (۱۹۷۹)، هفلین^{۱۲} و شاو^{۱۳} (۲۰۰۰)، جنینگز و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۲)، کوتری^{۱۵} و لاوکس^{۱۶} (۱۹۹۵) و استول^{۱۷} (۱۹۷۸) به رابطه‌ی غیرمستقیم قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعاتی اشاره کرده‌اند. این پژوهش‌ها نشان دادند که برای سهام با قیمت پایین‌تر، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، بیشتر است (ونکاتش و چیانگ، ۱۹۸۶).
۴. حجم معاملات سهام: این متغیر به صورت لگاریتم طبیعی حجم معامله در روز اعلان سود محاسبه می‌شود. این متغیر در پژوهش‌هایی همچون ولکر^{۱۸} (۱۹۹۵)،

1- Atiase
 2 - Bamber
 3- Cairney
 4- Utama
 5- Cready
 6- Cameran et al.
 7- George
 8- Ming
 9- Branch
 10- Freed
 11 - Fabozzi
 12- Heflin
 13- Shaw
 14- Jenings et al.
 15- Kothare
 16- Laux
 17- Stoll
 18- Welker

کاناگرتنام و همکاران^۱ (۲۰۰۷) و همچنین جیانگ و همکاران^۲ (۲۰۱۱)، به عنوان متغیر کنترلی برای عدم تقارن اطلاعاتی، کنترل شده است.

جامعه‌ی آماری، روش نمونه‌گیری و محدوده‌ی زمانی

با توجه به محدودیت اطلاعات، دوره‌ی مورد مطالعه از سال ۱۳۸۲ تا پایان ۱۳۹۰ و جامعه‌ی آماری پژوهش حاضر تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از نمونه‌گیری آماری استفاده نمی‌شود؛ اما شرایط زیر برای انتخاب نمونه در نظر گرفته شده است:

۱. به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
 ۲. طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ تغییر سال مالی و توقف عملیات نداشته باشد.
 ۳. اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت‌ها به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.
 ۴. تا پایان سال مالی ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 ۵. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختار-های راهبری شرکتی در آن‌ها متفاوت است.
- بر اساس معیارهای بالا، نمونه آماری پژوهش ۱۲۲ شرکت را در بر می‌گیرد.

روش گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. برای نگارش و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری به گونه عمده از مجلات تخصصی داخلی و خارجی، و برای گردآوری سایر داده‌ها و

1- Kanagaretnam et al.

2- Jiang

اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق صورت‌های مالی موجود در سایت سازمان بورس و اوراق بهادار و نرم‌افزار تدبیرپرداز ۲ گردآوری شده است. برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر از آمار توصیفی (شامل میانگین، انحراف معیار و ...) و آمار استنباطی (ضریب تعیین و رگرسیون خطی چندمتغیره و ...) استفاده شده است. لازم به ذکر است که متغیرهای این پژوهش با نرم‌افزار Excel نسخه ۲۰۰۷ محاسبه و سپس تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش، به همراه نتایج آن نیز با توجه به خروجی‌های به دست آمده از نرم‌افزارهای Stata نسخه ۱۲، Minitab نسخه ۱۶، Spss نسخه ۲۰ و Eviews نسخه ۷ انجام می‌شود.

یافته‌ها

جدول شماره ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
عدم تقارن اطلاعاتی	۱۰۹۸	۳۳/۹۳۸۹۵	۲۵/۵۶۶۱۷	۲۰۰	۰/۰۰۰۰	۳۱/۰۳۵۹۳
سطح افشای داوطلبانه	۱۲۲	۰/۳۳۲۶۴۰	۰/۳۲۸۳۵۸	۰/۵	۰/۱۳۴۳۲۸	۰/۰۷۵۶۶۳
اندازه شرکت	۱۰۹۸	۱۲/۶۳۹۶۷	۱۲/۵۰۶۰۹	۱۷/۸۰۸۸۸	۹/۱۵۵۴۶۲	۱/۲۸۲۵۲۹
اهرم مالی	۱۰۹۸	۰/۶۴۹۲۱۶	۰/۶۵۲۲۷۳	۱/۹۴۱۰۳۱	۰/۰۷۵۴۹۲	۰/۱۹۱۷۰۵
حجم معاملات سهام	۱۰۹۸	۲۵۱۰۵۳/۸	۱۱۰۱۷/۵۰	۲۰۸۵۲۵۳۵	۵	۱۱۲۴۳۴۸/۷۵
قیمت سهام	۱۰۹۸	۶۳۲۶/۱۲۰	۳۵۰۵	۸۸۱۰۰	۱۴۳	۸۷۶۵/۶۱۹

به منظور آزمون نرمال بودن متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعاتی) و جمله خطا از آزمون Jarque-Bera در نرم‌افزار Eviews7 استفاده شده است. اگر احتمال آماره کمتر از ۵٪ باشد، فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن جمله خطا و متغیر وابسته رد می‌شود. احتمال آماره داده‌های اولیه کمتر از ۰/۰۰۵ است که حاکی از نرمال نبودن متغیر

وابسته است که با نرمال سازی با استفاده از تبدیل جانسون (Johnson) در نرم افزار 16- Minitab به ۰/۱۹۷ افزایش یافت. همچنین، احتمال آماره Jarque-Bera پس از نرمال سازی، به ۰/۷۰۰۶۴۴ افزایش یافت که فرضیه مبنی بر نرمال بودن جمله خطا و متغیر وابسته پذیرفته می شود.

بر اساس آزمون های ریشه واحد تلفیقی، چنانچه معناداری آماره آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد، متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا هستند. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون ها در جدول شماره ۲ ارائه شده است. همان طور که ملاحظه می شود، کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی با توجه به هر چهار آزمون ایم، پسران و شین، دیکی فولر تعدیل یافته، فلیپس - پرون و نیز لوین، لین و چو در دوره پژوهش پایا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، شرکت های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود.

جدول ۲. نتایج حاصل از آزمون های ریشه واحد تلفیقی

آزمون متغیرهای پژوهش	آماره آزمون	ایم، پسران و شین	فلیپس - پرون	دیکی فولر تعدیل یافته	لوین، لین و چو
عدم تقارن اطلاعاتی	آماره آزمون	-۵/۴۴۴۲	۸۲۰/۰۷۲	۵۴۹/۳۲۹	-۳۲/۸۴۷۳
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
سطح افشای داوطلبانه	آماره آزمون	-۳/۱۷۵۷	۹۹/۸۹۸۸	۷۴/۶۴۳۶	-۳۱/۴۴۵۳
	معناداری	۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	آماره آزمون	-۱/۷۴۵۶	۴۲۹/۸۶۷	۳۶۳/۸۲۲	-۲۲/۸۱۷۸
	معناداری	۰/۰۴۰۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	آماره آزمون	-۱/۹۱۶۸	۴۶۳/۱۰۸	۳۶۵/۸۹۱	-۲۲/۷۳۲۸
	معناداری	۰/۰۲۷۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
حجم سهام	آماره آزمون	-۱۸/۷۰۹۴	۷۷۷/۹۴۱	۵۷۹/۹۴۳	-۲۹۳/۵۲۲
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
قیمت سهام	آماره آزمون	-۵/۲۸۵۲	۶۸۵/۲۱۳	۴۹۴/۴۲۳	-۴۲/۵۳۹۸
	معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

برای آزمون فرضیه، متغیر وابسته یعنی عدم تقارن اطلاعاتی به همراه متغیر مستقل (سطح افشای داوطلبانه) و متغیرهای کنترلی (اهرم مالی، اندازه شرکت، حجم معاملات سهام و قیمت سهام در پایان سال) مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج مربوط به آزمون انتخاب نوع مدل در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون انتخاب نوع مدل فرضیه اصلی دوم

معناداری	آماره آزمون	آزمون
۰/۰۳۴۳	۲/۰۸۸۷۶۷	آزمون چاو
۰/۰۲۷۹	۱۲/۵۵۳۵۲۵	آزمون هاسمن
۰/۰۰۴۴	۸/۰۹۹۹۷۷	آزمون بروش-پاگان

با توجه به جدول شماره ۳ مدل اثرات ثابت برای فرضیه انتخاب می‌شود. نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت، در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. مدل فرضیه اصلی دوم (متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی)

معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
۰/۴۷۰۸	۰/۷۲۱۴۴۳	۰/۴۲۳۷۷۲	۰/۳۰۵۷۲۸	سطح افشای داوطلبانه
۰/۳۸۵۷	۰/۸۶۷۸۹۰	۰/۰۳۶۳۵۴	-۰/۰۳۱۵۵۱	اندازه شرکت
۰/۱۷۹۵	۱/۳۴۳۱۰۰	۰/۰۳۲۱۴۳	۰/۰۴۳۱۷۱	اهرم مالی
۰/۰۹۸۳	۱/۶۵۴۸۷۸	۰/۰۳۳۳۹۱	۰/۰۵۵۲۵۸	حجم معاملات سهام
۰/۴۳۳۰	۰/۷۸۴۳۱۷	۰/۰۳۵۷۷۰	۰/۰۲۸۰۵۵	قیمت سهام
۰/۲۷۰۰	-۱/۱۰۳۵۶۶	۰/۳۱۰۷۸۵	-۰/۳۴۲۹۷۲	مقدار ثابت
آماره وزنی				
-۰/۰۲۰۵۳۱		میانگین متغیر وابسته	۰/۰۲۴۲۲۶	ضریب تعیین
۱/۰۱۵۲۱۱		انحراف معیار متغیر وابسته	۰/۰۱۲۰۰۵	ضریب تعیین تعدیل شده
۱۰۵۶/۶۱۲		مجموع مجذورات باقیمانده‌ها	۱/۰۰۸۹۲۶	خطای معیار باقیمانده‌ها
۱/۸۲۶۹۵۹		آماره دوربین-واتسون	۱/۹۸۲۳۹۲	آماره F
			۰/۰۱۹۲۸۳	معناداری آماره F

همان‌طور که در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری

مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه H_0 که همان معنادار نبودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۰۲۴۲۲۶ است. یعنی تقریباً ۲/۴٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. در توجیه پایین بودن ضریب تعیین در این فرضیه از پژوهش، می‌توان چنین استدلال کرد که متغیرهایی از قبیل کیفیت افشا (ولکر، ۱۹۹۵)، کیفیت سود (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۱) و محافظه‌کاری (لافوند^۱ و واتز^۲، ۲۰۰۶) نیز می‌توانند عوامل مؤثر دیگری بر هزینه سرمایه سود انباشته شرکت‌ها هستند که می‌توانند در کنار متغیرهای مستقل این مدل، تا حدود زیادی تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی را توضیح دهند.

نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین - واتسون نیز با توجه به این که آماره دورین - واتسون باید بین ۱/۷ و ۲/۳ باشد و آماره بدست آمده مربوط به دورین - واتسون مدل ۱/۸۲۶۹۵۹ است و در این دامنه قرار دارد، بیانگر نبود خطاهای خودهمبستگی مدل است. با توجه به نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرها در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌شود، مقدار معناداری آماره t (با اطمینان ۰/۹۵) مربوط به متغیر مستقل بیانگر این است که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود ندارد. با این وجود، سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی بیانگر این است که بین متغیر حجم معاملات سهام و عدم تقارن اطلاعاتی در سطح معناداری ۱۰٪، رابطه مثبت معنادار وجود دارد. بنابراین، با توجه به معنادار نبودن متغیر مستقل، فرضیه پذیرفته نمی‌شود.

استنباط کلی از یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در شرکتهای مورد بررسی در این پژوهش افشای داوطلبانه اطلاعات به طور جدی از طرف سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار نگرفته است و به دلیل فقدان تحلیل‌گران مالی، میزان افشای داوطلبانه شرکت‌ها نتوانسته است میزان عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار سرمایه به طور قابل توجهی تغییر دهد. از طرفی دیگر، میانگین سطح افشای داوطلبانه شرکت‌های پذیرفته

1- Lafond

2 - Watts

شده در بازار بورس ایران (جدول ۱) که در بهترین حالت امتیاز نسبی ۰/۵ از ۱ کسب کرده‌اند، نشان می‌دهد که سطح افشای داوطلبانه این شرکت‌ها به حدی پایین است که نمی‌توان تنها با تکیه بر این معیار، رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش در بازار بورس (که از معیارهای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی است) را به صورت معناداری توجیه کرد. نتایج بدست آمده از آزمون این فرضیه، با نتایج پژوهش‌های ماتوسی و همکاران (۲۰۰۴)، پترسن و پلنبرگ (۲۰۰۶) و آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۱)، مغایرت دارد. با توجه به این که در ایران پژوهشی که به بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها پرداخته باشد یافت نشد، در نتیجه مقایسه یافته‌های پژوهش حاضر با سایر پژوهش‌های داخلی، عملاً امکان‌پذیر نیست.

نتیجه‌گیری

یکی از مهم‌ترین چالش‌های اقتصادی، تخصیص بهینه پس‌اندازها در فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. در این بین عواملی مانند عدم تقارن اطلاعاتی منجر به آشفتگی در عملکرد بازار سرمایه می‌شود. با افزایش سطح افشای داوطلبانه تخصیص اثربخش سرمایه میسر می‌شود. اگر سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بتوانند شرکت‌هایی که بیشتر مولد و فعال هستند و کارایی بیشتری دارند را بیابند، کمتر سرمایه‌گذاری‌های غیرعقلانه انجام می‌شود که این باعث رقابتی شدن شرکت‌ها در سطح کشور می‌شود. در این پژوهش، رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه از چک‌لیست بوتوسان (۱۹۹۷) که توسط کاشانی-پور و همکاران (۱۳۸۸) تعدیل شده است، مورد استفاده قرار گرفت که شامل ۷۱ شاخص در شش بخش کلی پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج مهم تاریخی، آماره-های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی و بحث و تحلیل مدیریت است. همچنین برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از مدل ونکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) استفاده شد.

براساس یافته‌های ارائه شده در این پژوهش، رابطه معناداری بین سطح افشای

داوطلبانه با عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران مشاهده نشد. از جمله دلایل این نتیجه‌گیری می‌توان به پایین بودن میانگین سطح افشای داوطلبانه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، اشاره کرد. همچنین، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌های مورد بررسی افشای داوطلبانه اطلاعات به طور جدی از طرف سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار نگرفته است و یا به دلیل فقدان تحلیل‌گران مالی، میزان افشای داوطلبانه شرکت‌ها نتوانسته است میزان عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار سرمایه به‌طور قابل توجهی تغییر دهد.

منابع و مأخذ

۱. احمدپور کاسگری، احمد و مریم عجم (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار*، شماره ۱۱، صص ۱۰۷-۱۲۴.
۲. احمدپور، احمد و امیر رسائیان (۱۳۸۵). «رابطه‌ی بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۶، صص ۳۷-۶۰.
۳. بزرگ‌اصل، موسی (۱۳۸۵). *حسابداری میانه - صورت‌های مالی*. چاپ دوم، تهران: سازمان حسابرسی - مدیریت تدوین استانداردها.
۴. حساس‌یگانه، یحیی و ولی نادای‌قمی (۱۳۸۵). «نقش شفافیت در اثربخشی حاکمیت شرکتی». *حسابدار*، سال بیست و یکم، شماره ۱۷۹، صص ۳۲-۳۷.
۵. خدای پور، احمد و رامین محرومی (۱۳۹۱). «تأثیر افشای داوطلبانه بر مربوط بودن سود هر سهم». *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، شماره ۱۴، صص ۱-۱۲.
۶. خوش‌طینت، محسن و فرزانه یوسفی اصل (۱۳۸۶). «رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه کاری». *فصلنامه‌ی مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۲۰، صص ۳۷-۵۹.
۷. رحیمیان، نظام‌الدین؛ همتی، حسن و ملیحه سلیمانی فرد (۱۳۹۱). «بررسی ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مجله دانش حسابداری*، شماره ۱۰، صص ۱۵۷-۱۸۱.
۸. عبده‌تبریزی، حسین و فرهاد حنیفی (۱۳۸۶). *مدیریت مالی*. جلد دوم، چاپ دوم، تهران: انتشارات آگاه.
۹. فخاری، حسین و نرگس فلاح محمدی (۱۳۸۸). «بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *تحقیقات حسابداری*، سال اول، شماره چهارم، صص ۱۶۳-۱۴۸.
۱۰. قائمی، محمد حسین و محمد رضا وطن پرست (۱۳۸۴). «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۱، صص ۸۵-۱۰۳.

۱۱. کاشانی پور، محمد؛ رحمانی، علی و سید مهدی پارچینی پارچین (۱۳۸۸). «رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف». فصلنامه‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، صص ۸۵-۱۰۰.

۱۲. نمازی، محمد. (مترجم) (۱۳۸۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی، چاپ دوم، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

13. Ahmed, K. and J.K. Courtis (1999). "Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis." *The British Accounting Review*, Vol. 31, No. 1, pp. 35-61.
14. Armstrong, C., Core, J., Taylor, D., and R. Verrecchia (2011), "When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?." *Journal of Accounting Research*, Vol. 49, No.1, pp. 1-40.
15. Atiase, R. K. and L. S. Bamber (1994). "Trading volume reactions to annual accounting earnings announcements: the incremental role of predisclosure information asymmetry." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 3, pp. 309-329.
16. Barth, M.; Landsman, W. and M. Lang (2007). "International accounting standards and accounting quality." <http://ssrn.com>, pp. 1-52.
17. Bartov, E. and G. M. Bodnar (1996). "Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity: Theory and evidence." *The Accounting Review*, Vol. 71, pp. 397-418.
18. Botosan, C. (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital." *Accounting Review*, Vol. 72, pp. 323-349.
19. Botosan, C.A. and M. A. Plumlee (2002) "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital." *Journal of Accounting Research*, Vol.40, No.1, pp. 21-40.
20. Branch, B., and W. Freed (1977). "Bid ask spreads on the Amex and the big board." *The Journal of Finance*, Vol.32, No.1, pp. 159-185.
21. Brown, S. and Hillegeist, S.A. (2007). "How disclosure quality effects the level of information asymmetry." *Springer Science + Business Media*, Vo.12, pp. 443-477.
22. Cairney, T. D. (2003). "Institutional investors and trading volume reactions to management forecasts of annual earnings." *Review of Accounting & Finance*, Vol.2, No.3, pp. 91-112.
23. Cameran, M.; Prencipe, A.; and M. Trombetta (2008). "Auditor Tenure and Auditor Change: Does Mandatory Auditor Rotation Really Improve Audit Quality?." *Annual Meeting and Conference on Teaching and Learning in Accounting*, New York, August 1-5.
24. Core, J.E. (2001), "A review of the empirical disclosure literature: discussion." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, pp.

- 441-56.
25. Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia, (1991). "Disclosure, liquidity and the cost of capital." *Journal of Finance* Vol. 46, pp. 1325-1359.
 26. Dye, R. (1998), "Investor sophistication and voluntary disclosure." *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, No. 3, pp. 261-87.
 27. Embong, Z.; Mohd-Saleh, N.; and M. Hassan (2012). "Firm size, disclosure and cost of equity capital." *Asian Review of Accounting*, Vol. 20, No. 2, pp. 119 - 139.
 28. Eng, L.L. and Y.T. Mak (2003). "Corporate governance and voluntary disclosure." *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, No. 4, pp. 325-45.
 29. Espinosa, M., Tapia, M., and M. Trombetta (2008), " disclosure and liquidity in a driven by orders market: empirical evidence from panel data." *investigaciones económicas*. Vol. Xxxii, Vol. 3, No. 339-370.
 30. Fama, E. (1979). "Bid-ask spreads for over-the-counter stocks." *Journal of Economics and Business*, Vol.32, No. 1, 56-65.
 31. Foster, G (1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall. Inc.
 32. Fu, R., Kraft, A., and H. Zhang (2012). "Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 54, pp. 132-149.
 33. Gebhardt, W. R. Lee, C. M. and B. Swaminathan (2001). "Toward and implied cost-of-capital." *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, pp. 135-176.
 34. George, R. A.; Martin, D. R.; and F. C. James (2009). "Do markets react to required and voluntary disclosures associated with auditor realignments?." *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, June, Vol. 25, Issue. 1, pp. 1-12.
 35. Gietzmann, M. and M. Trombetta (2003). "Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital." *Accounting & Business Research*, Vol. 33, No. 3, pp. 187-205.
 36. Gigler, F. (1994), "Self-enforcing voluntary disclosures." *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, pp. 224-41.
 37. Graham, John R and Koski, Jennifer and Loewenstein (2003) "Information Flow and Liquidity Around Anticipated and Unanticipated Dividend Announcements." *available at: <http://ssrn.com>*, pp.1-50.
 38. Haggard, K.S., Martin, X., and R. Pereira (2008), "Does voluntary disclosure improve stock price informativeness?," *Financial Management*, Vol. 37, pp. 747- 768.
 39. Hail, L. (2002). "The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms." *European Accounting Review*, vol.

- 11, No. 4, pp. 741-773.
40. Healy, P. and K. Palepu (1993). "The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices." *Accounting Horizons*, Vol. 7, No. 1, pp. 1-11.
 41. Healy, P.M. and K.G. Palepu (2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature." , *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, pp. 405-440.
 42. Heflin, F., and K. W. Shaw (2000). "Blockholder ownership and market liquidity." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, pp. 621-633.
 43. Heitzman, S., Wasley, C. and J. Zimmerman (2010), "The joint effect of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms disclosure decisions." *Journal of Accounting and Economics*, Vol.49 , No.1, pp. 109-132.
 44. Huafang, X., and Y. Jianguo (2007), "Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure Evidence from listed companies in China." *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, No. 6, pp. 604-619.
 45. Iatridis, G., and P. Alexakis (2012) "Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market." *Review of Accounting and Finance*, Vol. 11, No. 1, pp. 73 - 92.
 46. Jennings, W., Schnatterly, K., and P. Seguin (2002). "Institutional ownership, information and liquidity." *Advances in Financial Economics*, Vol. 7, pp. 41-71.
 47. Jiang, H., Habib, A., and B. Hu (2011). "Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand." *The British Accounting Review*, Vol. 43, pp. 39-53.
 48. Kanagaretnam, K., Lobo Gerald J., J. Whalen Dennis (2007). "Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?" *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, No. 4, pp. 497-522.
 49. Kim, O. and R. E. Verrecchia (1994), "Market liquidity and volume around earnings announcements.", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 41-67.
 50. Kim, O., and R. E. Verrecchia (1991). "Trading volume and price reactions to public announcements". *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 302-321.
 51. Kothare, M., and P. A. Laux (1995). "Trading costs and the trading systems for NASDAQ stocks." *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 2, pp. 42-53.
 52. Lafond, R., and R. L. Watts (2006). "The information role of conservatism." *Published working paper*. Institute of International Business National Cheng Kung University, Taiwan.

53. Lang, M. and R. Lundholm (1993). "Cross-sectional determinants on analyst ratings of corporate disclosures." *Journal of Accounting Research*, Vol. 31 No. 2, pp. 246-71.
54. Lang, M. and R. Lundholm (2000). "Voluntary disclosure during equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?" *Contemporary Accounting Research*, Vol. 7, No. 4, pp. 623-63.
55. Lang, M. H., and R. Lundholm, (1996). "Corporate disclosure policy and analyst behavior". *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, pp. 467-492.
56. Leuz C. and Robert E. Verrecchia (2000), The economic consequences of increased disclosure, Forthcoming *Journal of Accounting Research Supplement*.
57. Lin, Z. J. and L. Ming (2009). "The Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence from China." *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, No. 18, pp. 44-59.
58. Madhani M. Pankaj, (2009). "Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting." *The Accounting World*, Vol. 7, No. 6, pp. 63-66
59. Malone, D., Fries, C., and T. Jones (1993). "An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas Industry." *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 8, No. 3, pp. 249-273.
60. Matoussi H., Karaa A. and Maghraoui R. (2004), "Information Asymmetry, Disclosure Level and Securities Liquidity in the BVMT", *Finance India*, Vol. 18 SPI, pp. 547-557.
61. Orens, R., Aerts, W. and Lybaert, N. (2009), "Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value." *Management Decision*, Vol. 47, No. 10, pp. 1536-54.
62. Petersen, C., and T. Plenborg (2006). "Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark." *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, pp. 127-149.
63. Plumlee, M., D. Brown., and S. Marshall. (2008). "The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value." <http://ssrn.co>, pp. 1-64.
64. Raffournier, B. (1995). "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies." *European Accounting Review*, Vol. 4, No. 2, pp. 261-280.
65. Shin, Y. (2002). "The Effect of Product Market Competition on Corporate Voluntary Disclosure Decisions." <http://ssrn.com>. pp. 1-47.
66. Stoll, H. (1978). "The supply of dealer services in securities markets." *The Journal of Finance*, Vol. 33, pp. 1133-1151.
67. Utama, S., and W. M. Cready (1997). "Institutional ownership, differential predislosure precision and trading volume at announcement

- dates.” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 2, pp. 129–150.
68. Uyar, A., and M. Kiliç (2012). “Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms.” *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 13, Iss: 3, pp. 363 - 376.
69. Venkatesh, P. C., and R. Chiang, (1986) “Information Asymmetry and the Dealers Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements.” *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 5, pp. 1089-1102.
70. Welker M. (1995). “Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets.” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 801-828.