

آیا افشای اطلاعات در شرکت ها به صورت اختیاری و اجباری منجر به بهبود نقدینگی سهام در بازار بورس خواهد شد؟

بهروز اکبری کروکی^۱، وحید بخردی نسب^۲، فاطمه ژولانژاد^۳

^۱ دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری

^۲ کارمند امور مالی دانشگاه صنعتی اصفهان

^۳ مدرس حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول:

فاطمه ژولانژاد

jolanejad1022@gmail.com

چکیده

افشا به ارائه اطلاعات در صورت های مالی و موارد تکمیلی شامل یادداشت ها، رویدادهای پس از تاریخ ترازنامه، بحث و تحلیل های مدیریت درباره عملیات سال آینده، پیش بینی های مالی و عملیاتی، خلاصه رویه های با اهمیت حسابداری و صورت های مالی اضافی اشاره دارد. هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری اطلاعات حسابداری و نقدینگی بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا، تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، قیمت سهام و حجم معاملات شرکت نیز کنترل شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۰۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ است. از تحلیل های آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شده است. یافته های حاصل از تجزیه و تحلیل آماری حاکی از آن است که بین افشای اجباری اطلاعات و نقدینگی بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، بین افشای اختیاری اطلاعات حسابداری و نقدینگی بازار سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: افشای اجباری، افشای اختیاری، نقدینگی بازار سهام.

مقدمه

در حسابداری موضوع شفافیت صورت های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن، به عنوان یک راهکار عملی مسئله نمایندگی، در راستای ایجاد ساز و کار کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت سهام داران از تضاد منافع مورد توجه قرار گرفته است (کارامونو و وافیز، ۲۰۰۵؛ شعری و مرفوع، ۱۳۸۶ و حساس یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). در حقیقت موضوع اصلی مسئله نمایندگی مطالعه تعارض بین مالکان و نماینده است. این تعارضها از متفاوت بودن هدفهای آنها ناشی می شود که با افزایش منابع در اختیار مدیریت و همچنین افزایش افراد ذینفع، زمینه های بروز تضاد منافع فراهم می شود. مالکان به منظور همسو ساختن منافع مدیریت با منافع شرکت متحمل هزینه های نمایندگی می شوند (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶).

اغلب چنین استدلال می شود که جریان شفاف و باکیفیت اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می گردد. عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می شود که آگاهی مدیران از فعالیت های شرکت نسبت به سهام داران و سرمایه گذاران بالقوه و سایر ذی نفعان بیشتر است. چنین عدم تقارن اطلاعاتی موجب بروز مشکلاتی نظیر مخاطره اخلاقی و انتخاب نادرست می شود. بنابراین، به منظور حفظ منافع سهام داران و سایر افراد ذی نفع، افشای عمومی و با کیفیت اطلاعات ضرورت یافته است. از طرفی عدم تقارن اطلاعاتی موجب ناهمگونی توزیع اطلاعات در بازار خواهد گردید. طیف وسیعی از استفاده کنندگان از اطلاعات حسابداری افراد برون سازمانی هستند که دسترسی اندکی به منبع اطلاعات دارند. در حقیقت استفاده کنندگان برون سازمانی، نیازهای اطلاعاتی خود را فقط از طریق گزارش های مالی منتشر شده شرکت و سایر گزارش هایی که به صورت عمومی انتشار می یابند، تأمین می کنند. این در حالی است که برخی افراد به دلایل مختلف از جمله فعالیت در شرکت یا روابطی که ممکن است با افراد درون سازمانی داشته باشند، به اطلاعات گسترده تری دسترسی داشته باشند. تفاوت در میزان اطلاعات در دسترس افراد منجر به عدم تقارن اطلاعاتی در بازار می شود. در شرایطی که رقابت بازار محصول نامطلوب باشد، حالت شدیدی از عدم تقارن اطلاعاتی در بازار حاکم خواهد بود. در واقع می توان از دیدگاه فرضیه بازار کارا دلیل وجود حسابداری را عدم تقارن اطلاعاتی بیان کرد که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار دارد. وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه، هم چنین رکن رکین پاسخ گویی و تصمیمات اقتصادی آگاهانه و از ملزومات بی بدیل توسعه اقتصادی (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵؛ پیشگفتار) و دست یابی به یک بازار سرمایه کارا به شمار می رود (فاستر، ۱۹۸۶؛ نمازی، ۱۳۸۲). از طرفی، "اگر چه اطلاعات مالی از منابع مختلف قابل استخراج است اما در حال حاضر صورت های مالی، هسته اصلی منابع اطلاعات مالی را تشکیل می دهد و بنابراین، باید از کیفیت مطلوبی برخوردار باشد" (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). با توجه به مطالب پیش گفته مبنی بر اهمیت کیفیت افشا، پژوهش حاضر به بررسی تجربی تأثیر افشاء اجباری و افشاء داوطلبانه بر نقدینگی بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در ادامه به بررسی مبانی نظری پژوهش و پیشینه پژوهش پرداخته شده است. پس از آن فرضیه های پژوهش عنوان شده و متغیرها و مدل پژوهش معرفی شده است. در ادامه یافته های پژوهش و در نهایت به بحث و نتیجه گیری پرداخته شده است.

مروری بر مبانی نظری پژوهش

افشاء اطلاعات مالی و غیرمالی یک شرکت نقش مهمی در بازار سرمایه بازی می کند. اطلاعات افشاء شده امکان اتخاذ تصمیمات اقتصادی جهت تخصیص منابع کمیاب را برای سرمایه گذاران فراهم می کند. با توجه به نوع و اهمیت اطلاعات، افشاء اطلاعات از کانال های مختلف صورت می گیرد. شرکت ها از طریق گزارشگری مالی شامل صورت های مالی، یادداشت های همراه و تجزیه و تحلیل گروه مدیریت، اطلاعات خود را افشاء می کنند. بخش اعظم اطلاعات یک شرکت از طریق صورت های مالی در اختیار استفاده کنندگان قرار می گیرد. افشای اجباری و اختیاری اطلاعات می تواند دارای پیامدهای اقتصادی متعددی باشد. از جمله این پیامدها می توان به بهبود نقد شوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینه سرمایه شرکت ها و افزایش توان پیش بینی استفاده کننده از اطلاعات اشاره کرد. که در نهایت منجر به افزایش ارزش شرکت می شود. یکی از اهداف اصلی گزارشگری مالی، تأمین اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم گیری است. این امر مستلزم افشای مناسب اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مربوط می باشد. دلیل اصلی نیاز به گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع بین مدیران و سرمایه گذاران است. تحقیقات در رابطه با افشای داوطلبانه بر این اساس استوار است که حتی در بازارهای کارا مدیران در مقایسه با سرمایه گذاران خارجی دارای اطلاعات بیشتر و درک مناسب تری در رابطه با عملکرد آینده شرکت هستند. از طرف دیگر بر اساس شکل نیمه قوی فرضیه بازار کارا، قیمت اوراق بهادار به طور کامل و آنی منعکس کننده اطلاعات خارجی و در دسترس عموم هستند. در چنین شرایطی اگر سرمایه گذاران با فرض صحیح بودن قیمت ها بر آن ها اتکا کنند، لکن به دلیل وجود اطلاعات گمراه کننده در قیمت ها متحمل زیان می شوند. استراتژی افشای

داوطلبانه شرکت، نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه گذاران خارجی ایفا می کند، زیرا عدم تقارن اطلاعات ممکن است موجب ارزش گذاری اشتباه شرکت شده و انگیزه ای برای تصحیح ارزش گذاری اشتباه از طریق افشای بیشتر اطلاعات ایجاد کند. ذکر این نکته ضروری است که مدیران افشای اختیاری را زمانی انجام می دهند که منافع حاصل از آن بیش از هزینه های آن باشد. به عنوان مثال تصمیمات افشای داوطلبانه مدیران بر اساس تأثیرگذاری چنین افشایی بر هزینه سرمایه، ریسک و کاهش عدم اطمینان در خصوص آینده شرکت صورت می پذیرد. چراکه کیفیت افشای داوطلبانه به صورت مستقیم یا غیرمستقیم از طریق تأثیر بر هزینه حقوق صاحبان سهام و جریان های نقدی، ارزش شرکت را تحت تأثیر می گذارد. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام یکی از معیارهای نقد شوندگی بازار سرمایه محسوب می شود. اکثر سرمایه گذاران (با افق سرمایه گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقد شونده را بر سهام کم نقد شونده ترجیح می دهند. از ویژگی های اصلی بازارهای نقد (دارای نقد شوندگی بالا) اندک بودن فاصله قیمت های پیشنهادی خرید و فروش است. هرچه اختلاف یا فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می رسند. حجم معاملات سهام افزایش می یابد و این امر منجر به افزایش نقد شوندگی بازار سهام می شود.

مفهوم افشا

افشا در حسابداری واژه ای فراگیر است و تقریباً تمامی فرآیند گزارشگری مالی را شامل می شود. یکی از اصول اولیه حسابداری، اصل افشای کلیه واقعیات های با اهمیت و مربوط درباره رویدادها و فعالیت های مالی واحدهای تجاری به ویژه شرکت های سهامی عام است. اصل مزبور ایجاب می کند که صورت های مالی به گونه ای تهیه و ارائه شود که از لحاظ اهداف گزارشگری مالی، قابل فهم، آگاه کننده و تا حد امکان کامل باشد. به عبارت دیگر، گزارشگری مالی بر ارائه اطلاعات کافی و مفهوم در صورت های مالی تأکید دارد و خواستار افشای اطلاعات مربوط در صورت های مالی به گونه ای است که از یک طرف، امکان اتخاذ تصمیم های آگاهانه را برای استفاده کنندگان صورت های مالی فراهم کند و از طرف دیگر، باعث گمراهی آنان نشود (عالی ور، ۱۳۶۵).

اصطلاح افشا در گسترده ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات می باشد. حسابداران از این عبارت به صورت محدودتری استفاده می کنند و منظور آن ها انتشار اطلاعات مالی مربوط به یک شرکت در گزارش های مالی (معمولاً در قالب گزارش های سالانه) است. انتشار اطلاعات در ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت جریان وجه نقد، اغلب تحت عنوان شناخت و اندازه گیری مد نظر قرار می گیرد. بنابراین در محدودترین مفهوم، افشای اطلاعات شامل بحث و تحلیل های مدیریت، یادداشت های همراه صورت های مالی و صورت حساب های مکمل است (هندریکسن و ون بردا، ۱۹۹۲). هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (۱۹۸۴) نیز در بیانیه مفاهیم حسابداری شماره ۵ (شناخت و اندازه گیری در صورت های مالی واحدهای تجاری) بین شناخت و افشا تمایز قائل شده و معتقد است که شرکت ها اطلاعات مالی خود را از دو طریق افشا و شناخت به جامعه سرمایه گذار ابلاغ می کنند. افشا به فرآیند ارائه اطلاعات درباره اقلام صورت های مالی از طریق یادداشت ها، جداول تکمیلی یا سایر ابزارها، در حالی که شناخت به فرآیند رسمی گنجانیدن اقلام (در قالب اعداد و ارقام) در صورت های مالی اشاره دارد (بند های ۶ و ۹). با این وجود، اسکات (۲۰۰۳) یکی از کاربردهای تئوری بازار اوراق بهادار کارا را اهمیت یکسان اطلاعات تکمیلی (موجود در یادداشت ها و سایر مکان ها) و اطلاعات موجود در متن صورت های مالی می داند. ولک و همکاران (۲۰۰۴) معتقدند که از یک دیدگاه گسترده، افشا به ارائه اطلاعات در صورت های مالی و موارد تکمیلی شامل یادداشت ها، رویدادهای پس از تاریخ ترازنامه، بحث و تحلیل های مدیریت درباره عملیات سال آینده، پیش بینی های مالی و عملیاتی، خلاصه رویه های با اهمیت حسابداری و صورت های مالی اضافی اشاره دارد.

مخاطبین افشا

گزارش های مالی، در اولویت اول برای سهام داران، سایر سرمایه گذاران و اعتباردهندگان تهیه و ارائه می شود (هندریکسن و ون بردا، ۱۹۹۲؛ عالی ور، ۱۳۶۵ و شباهنگ، ۱۳۸۴). هیئت تدوین استانداردهای حسابداری ایران (۱۳۷۶) براین عقیده است که: "هدف کلی گزارشگری مالی، فراهم آوردن اطلاعاتی است که آثار مالی معاملات، عملیات و رویدادهای مالی مؤثر بر وضعیت مالی و نتایج عملیات یک واحد انتفاعی را بیان و از این طریق سرمایه گذاران، اعطاکندگانی تسهیلات مالی و سایر استفاده کنندگان برون سازمانی را در قضاوت و تصمیم گیری نسبت به امور یک واحد انتفاعی یاری دهد" (بند ۴۰).

در مورد افشای اطلاعات به کارکنان، مشتریان، سازمان های دولتی و جامعه نیز دیدگاه هایی ارائه شده است، ولی این گروه ها از نظر دریافت گزارش های مالی و سایر شکل های افشا در اولویت دوم قرار می گیرند. یکی از دلایل عدم تأکید بر نیازهای این گروه ها، فقدان آگاهی از ماهیت تصمیم های آنان است (هندریکسون و ون بردا، ۱۹۹۲؛ عالی ور، ۱۳۶۵ و شباهنگ، ۱۳۸۴).

سطوح افشا

سطح اطلاعاتی که لازم است افشا شود تا حدودی به میزان اطلاعات و تخصص استفاده کنندگان بستگی دارد (هندریکسون و ون بردا، ۱۹۹۲؛ عالی ور، ۱۳۶۵ و شباهنگ، ۱۳۸۴). هیئت تدوین استانداردهای حسابداری ایران (۱۳۷۶) معتقد است که: "اطلاعاتی قابل فهم است که استفاده کنندگان عادی بتوانند موضوع را درک و آثار آن را ارزیابی کنند. استفاده کنندگان عادی از اطلاعات مالی کسانی هستند که دانش متعارفی از مسائل کسب و کار، اقتصاد و حسابداری دارند و می خواهند با مطالعه دقیق اطلاعات، براساس آن قضاوت یا تصمیم گیری کنند" (بند ۹۱).

سطح اطلاعات افشا شده، به مفاهیم مورد قبول حرفه حسابداری بستگی دارد. مفاهیم پیشنهاد شده در این مورد شامل افشای کافی (مناسب)، افشای منصفانه و افشای کامل است. افشای کافی بر ارائه حداقل اطلاعات مورد نیاز استفاده کنندگان به نحوی که صورت های مالی گمراه کننده نباشد، دلالت دارد. افشای منصفانه به معنای دنبال کردن هدفی اخلاقی است که تمام گروه های استفاده کننده را به یک میزان مورد توجه قرار دهد. افشای کامل نیز به معنی ارائه کلیه اطلاعات مربوط است، به گونه ای که صورت های مالی، تصویر کاملی از فعالیت ها و رویدادهای مالی واحد تجاری را نشان دهد. برخی از صاحب نظران معتقدند که افشای کامل اطلاعات مالی حتی اگر به ارائه صورت های مالی پیچیده منجر شود، باید رعایت گردد. از طرف دیگر برخی نیز افشای کامل را به دلیل این که ممکن است به مفهوم ارائه اطلاعات زائد و غیرضروری تعبیر شود، برداشتی نامناسب می دانند. البته این واقعیت را نباید نادیده گرفت که ارائه اطلاعات بسیار زیاد، از این جهت می تواند زیان آور باشد که اطلاعات جزئی و کم اهمیت ممکن است باعث گردد که اطلاعات اصلی و با اهمیت تحت الشعاع واقع و حتی پنهان شود و در نتیجه تفسیر صورت های مالی با مشکل مواجه شود (هندریکسون و ون بردا، ۱۹۹۲؛ عالی ور، ۱۳۶۵ و شباهنگ، ۱۳۸۴). سطح افشای ارائه شده توسط شرکت به سطح افشای در دسترس از سایر منابع نیز بستگی دارد (هندریکسون و ون بردا، ۱۹۹۲).

کیفیت افشا

اصطلاحات "کیفیت" افشای اطلاعات حسابداری و "شفافیت" یک سیستم افشا، به صورت مشترک و قابل جایگزین استفاده می شود و ارائه تعریف دقیق از "شفافیت" و "کیفیت" که بر آن اجماع وجود داشته باشد مشکل است (کوئاری، ۲۰۰۰ و حسن و همکاران، ۲۰۰۸). در این راستا، تاکنون از سازه های متعددی از قبیل مناسب بودن، جامعیت، آگاهی دهندگی و به موقع بودن به عنوان نماینده کیفیت افشا استفاده شده است (والاس و همکاران، ۱۹۹۴). سینقوای و دسای (۱۹۷۱) معتقدند که کیفیت به ویژگی های کامل بودن، صحت یا دقت و قابلیت اتکا اشاره دارد. بال و همکاران (۲۰۰۰) و کوئاری (۲۰۰۱) شفافیت را به عنوان ترکیبی از ویژگی های به موقع بودن و محافظه کاری، تفسیر می کنند. به موقع بودن به حدودی که رویدادهای اقتصادی دوره جاری در صورت های مالی آن دوره گنجانده می شود و محافظه کاری نیز به سرعت بیشتری که اخبار بد اقتصادی نسبت به اخبار خوب در گزارش های مالی منعکس می شود دلالت دارد. بارت و شیپر (۲۰۰۸) ادعا می کنند که شفافیت گزارشگری مالی، حدودی است که گزارش های مالی، امور اساسی اقتصادی یک واحد تجاری را به گونه ای که به آسانی برای استفاده کنندگان از آن گزارش ها قابل فهم است، آشکار می کند. از دیدگاه حسابداری، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری شامل منابع واحد تجاری (دارایی ها)، ادعاها نسبت به آن منابع (بدهی ها و حقوق صاحبان سهام)، تغییر در منابع، ادعاها و جریان های نقدی (که به ترتیب در صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان و صورت جریان وجه نقد منعکس می شود)، ریسک های شرکت و چگونگی مدیریت آن می باشد. پانال و شیپر (۱۹۹۹) نیز صورت های مالی را با کیفیت تلقی می کنند، اگر سه ویژگی شفافیت، افشای کامل و قابلیت مقایسه را احراز کند. صورت های مالی شفاف، صورت هایی هستند که رویدادها، مبادلات، قضاوت ها و برآوردهای اساسی صورت های مالی و کاربردهای آن ها را نشان دهد. شفافیت، استفاده کنندگان را قادر می سازد تا نتایج و کاربردهای تصمیم ها، قضاوت ها و برآوردهای تهیه کنندگان صورت های مالی را مشاهده و درک کنند. افشای کامل بر فراهم کردن تمام اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم گیری و در نتیجه حصول اطمینان مبنی بر این که سرمایه گذاران گمراه نمی شوند، دلالت دارد. در نهایت، قابلیت مقایسه به این معناست که مبادلات و رویدادهای مشابه به گونه ای یکسان، حسابداری و گزارشگری می شوند (حسن و همکاران، ۲۰۰۸).

پژوهش های تجربی، تمایز دقیق و مشخصی بین کمیت و کیفیت افشا، قائل نمی شوند. عموماً فرض می شود که کمیت اطلاعات افشا شده، شاخصی در تعیین کیفیت آن به شمار می رود. در نتیجه اغلب از سنجه های (مقیاس های) کمیت افشا برای اندازه گیری کیفیت افشا استفاده می شود. با این وجود، شبهه این فرض، همچنان باقی و مشاجره به منظور دست یابی به مقیاسی اثربخش تر برای اندازه گیری کیفیت افشا همچنان وجود دارد (برتا و بازولان، ۲۰۰۸). در این راستا، ژانگ (۲۰۰۵) بین کمیت و کیفیت افشا تمایز قائل می شود و معتقد است که کیفیت بر دقت و صحت افشا دلالت دارد و از طریق افزایش در اجماع و صحت انتظارات سرمایه گذاران در مورد افشا اندازه گیری می شود. وی از پیش بینی های تحلیل گران به عنوان نماینده انتظارات سرمایه گذاران، استفاده می کند (ص. ۲۹). بتی و همکاران (۲۰۰۴) نیز پیشنهاد می کنند که کیفیت افشا نه تنها به کمیت، بلکه به چگونگی گسترش دامنه آن در بین موضوعات مختلف نیز بستگی دارد (در این زمینه از موضوعات اصلی و فرعی گزارش جنکینز استفاده می شود). آن ها مدعی هستند که افشای با کیفیت بالا، دارای ویژگی های گستردگی و متوازن بودن در بین موضوعات اصلی و فرعی چارچوب مورد نظر است. در کنار این دو بعد، از سه ویژگی مهم دیگر در ارزیابی افشا استفاده می شود: بعد زمانی (مربوط به اطلاعات گذشته در مقابل آینده)، بعد مالی (اطلاعات مالی در مقابل غیرمالی) و نوع بعد اندازه گیری (اطلاعات کمی در مقابل کیفی) (نقل از برتا و بازولان، ۲۰۰۸). با این وجود، اغلب پژوهشگران فرض می کنند که کمیت و کیفیت افشا به صورت مستقیم همبسته اند (بوتوسان، ۱۹۹۷).

با توجه به اهمیت کیفیت افشا و مسئولیت مدیران شرکت ها در قبال اطلاع رسانی، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تصمیم گرفت تا امتیاز و رتبه کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس را از نظر "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" به بازار منعکس کند تا شرکت ها نسبت به جایگاه خود واقف شده و در جهت ارتقای آن تلاش نمایند. طی سال های اخیر، رتبه بندی شرکت ها از نظر اطلاع رسانی و کیفیت افشا همواره تهیه و فهرست بیست شرکت برتر به بازار منعکس گردیده است. "شایان ذکر است که امتیاز اطلاع رسانی ناشران، بر اساس زمان ارائه اطلاعات مربوط به پیش بینی درآمد هر سهم، صورت های مالی میان دوره ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه، اظهارنظر حسابرس نسبت به پیش بینی درآمد هر سهم اولیه و ۶ ماهه، اظهارنظر حسابرس نسبت به صورت های مالی میان دوره ای ۶ ماهه، صورت های مالی حسابرسی نشده پایان سال و تفاوت بین پیش بینی ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، محاسبه شده است. ضمناً در صورت عدم ارائه به موقع صورت های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهام داران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته شده است." (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). امتیازهای "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" برای کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس، از سال ۱۳۸۲ در سایت بورس اوراق بهادار تهران موجود است.

افشای اجباری در مقابل افشای داوطلبانه

افشا و گزارشگری، مهم ترین ابزارهای شرکت برای برقراری ارتباط با ذینفعان هستند. افشای اجباری و افشای داوطلبانه، دو گونه از انواع افشائات هستند. قانونگذاران و تنظیم کنندگان استانداردها، برای افزایش حمایت از سرمایه گذاران، شرکت های عمومی را ملزم به افشای اطلاعات در مورد وضعیت مالی و فعالیت های عملیاتی خود می کنند. این نوع از افشائات، افشای اجباری نامیده می شود. در بعضی موارد، شرکت ها، اطلاعاتی و رای این سطح از افشا، ارائه می کنند. این نوع از افشا، افشای داوطلبانه نامیده می شوند. میک و همکاران (۱۹۹۵) افشای داوطلبانه را این گونه تعریف کردند: "افشای مازاد بر الزام اطلاعاتی که نشان دهنده ی انتخاب های آزاد بخش مدیریت در مورد ارائه ی اطلاعات حسابداری و سایر اطلاعاتی از شرکت که مربوط به نیازهای تصمیم گیری استفاده کنندگان از گزارش های مالی پنداشته می شود، است." معمولاً، افشای داوطلبانه از طریق گزارش های سالانه ارائه می شود، اما دیگر منابع ارتباطی مانند اخبار منتشرشده در مطبوعات، سایت های اینترنتی و کنفرانس ها و همایش ها نیز موجبات افشای داوطلبانه را فراهم می کنند (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). افشای داوطلبانه اساساً برای سهامداران، بانک ها و دیگر تأمین کنندگان سرمایه ارائه می شود. افشای داوطلبانه معمولاً شامل اطلاعات در مورد استراتژی شرکت، مسائل رقابتی، فعالیت های تولیدی، استراتژی های بازاریابی و مسائل مربوط به سرمایه انسانی است. حتی با افزایش الزامات افشای اجباری، شرکت ها باز هم به فراهم کردن اطلاعات داوطلبانه ادامه می دهند. به این ترتیب، انگیزه چنین رفتارهایی، توجه زیادی را به سمت خود معطوف ساخته است که در نتیجه باعث جذاب شدن موضوع افشای داوطلبانه شده است.

از یک طرف، افشای داوطلبانه می تواند از طریق بهبود اعتبار و تکمیل نمودن افشای اجباری، آن را دقیق تر و عمیق تر کند (تیان و چن، ۲۰۰۹). از طرفی دیگر، افشای داوطلبانه می تواند با به وجود آوردن مزایایی مانند ارائه ی اطلاعات بیشتر، متنوع و منظم، به تکمیل و گسترش

دادن افشای اجباری کمک کند. بنا به دلایلی که ذکر گردید، استفاده از افشای داوطلبانه می تواند راه مؤثری برای برقراری ارتباط با ذینفعان مرتبط با شرکت باشد و دورنمایی از شرکت را برای آنان فراهم آورد.

هیلی و پالپو (۲۰۰۱) نتایج حاصل از افشای داوطلبانه را در بازار سرمایه بیان کردند. این نتایج عبارتند از: بهبود نقد شوندگی سهام، کاهش هزینه سرمایه و افزایش واسطه گری های اطلاعاتی. بر این اساس توضیحات مختصری درباره ی هرکدام از این مزایا و هزینه و منفعت افشای داوطلبانه به عنوان مبانی نظری نقد شوندگی سهام پرداخته شده است.

بهبود نقد شوندگی سهام

عدم نقد شوندگی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، هزینه های اضافی مبادلاتی را به سرمایه گذاران بازار سرمایه تحمیل می کنند. بنابراین، نرخ بازده مورد مطالبه سهم (اوراق) افزایش می یابد (آمیهود و مندلسون، ۱۹۸۶). افزون بر این، انتخاب نادرست می تواند تصمیم های مبادلاتی سرمایه گذاران را تحریف و به تخصیص ناکارای دارایی ها منجر شود. گارلیانو و پدرسن (۲۰۰۴) نشان دادند که در حالت تعادل، سرمایه گذاران برای هزینه های مرتبط با تخصیص ناکارای اوراق بهادار در اقتصاد، طالب پاداش هستند، که این موضوع مجدداً نرخ بازده مورد مطالبه یا هزینه سرمایه را افزایش می دهد. افزون بر این، هنگام انتشار سهام توسط شرکت، سرمایه گذاران پیش بینی می کنند که در زمان فروش سهام در آینده با کاهش قیمت ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی مواجه خواهند شد. در واکنش به این موضوع، سرمایه گذاران قیمت اوراق را به میزانی که تمایل به خرید آن دارند، کاهش می دهند که این امر نیز به نوبه خود ارزش شرکت را کاهش می دهد. این اثر ایجاب می کند که شرکت سهام بیشتری منتشر کند تا یک مبلغ ثابت از سرمایه را افزایش دهد. بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی به صورت هزینه سرمایه بیشتر نمود پیدا می کند (لیوز و ویسوکي، ۲۰۰۶).

شرکت هایی که سطح بالایی از افشای داوطلبانه را فراهم می آورند، عدم تقارن اطلاعاتی را بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه کاهش می دهند. این به همه ی سرمایه گذاران درباره اینکه معاملات سهام با یک قیمت "عادلانه" صورت می گیرند، اطمینان بیشتری می دهد و در نتیجه نقد شوندگی سهام بهبود می یابد. از این رو لیوز و ورچیا (۲۰۰۰) نشان دادند که شرکت های با سطح افشای داوطلبانه بالاتر، دارای اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتری در بازار سرمایه هستند و در نتیجه نقد شوندگی سهام بالاتری دارند.

۱- کاهش هزینه سرمایه

شرکت هایی که برنامه هایی برای تأمین مالی خارج از شرکت دارند، دست به افشای داوطلبانه می زنند تا با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بتوانند هزینه سرمایه خود را کاهش دهند. کیلی (۱۹۸۵) معتقد است که میزان مبادله آگاهانه به صورت متناسب با میزان مورد انتظار مبادله های غیرآگاهانه تغییر پیدا می کند. نتیجه خالص این است که میزان نسبی مبادله آگاهانه ثابت باقی می ماند، حتی اگر میزان مورد انتظار مبادله غیرآگاهانه تغییر کند. با این وجود، تا حدودی که مبادله گران آگاه، ریسک گریز و با محدودیت سرمایه مواجه اند، انتظار می رود که با افزایش مبادله غیرآگاهانه میزان نسبی مبادله آگاهانه کاهش یابد. بر این اساس سطح افشای بالاتر با مبادله آگاهانه نسبی کمتر مرتبط است که آن نیز به نوبه خود، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت ها را کاهش می دهد. شواهد تجربی براون و همکاران (۲۰۰۴) نیز مؤید این ادعا است. دومین طریقی که افشا، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار می دهد، تغییر دادن انگیزه جستجو برای اطلاعات خصوصی است (براون و هایلجیست، ۲۰۰۷). نتایج پژوهش ورچیا (۱۹۸۲) حاکی از آن است که اطلاعات عمومی افشا شده توسط شرکت، جایگزین کاملی برای اطلاعات خصوصی است و به طور کلی میزان تمایل سرمایه گذاران به تحصیل اطلاعات خصوصی هزینه بر، با افزایش میزان اطلاعات عمومی افشا شده شرکت، کاهش می یابد. دیاموند (۱۹۸۵) نیز به این نتیجه رسید که انگیزه های سرمایه گذاران برای تحصیل اطلاعات خصوصی با افزایش افشای اطلاعات عمومی توسط شرکت ها، کاهش می یابد.

برخی دیگر از پژوهش گران نیز معتقدند که افشای بیشتر، ریسک برآوردی مربوط به ارزیابی سرمایه گذاران از پارامترهای توزیع بازده یک دارایی را کاهش می دهد. سرمایه گذاران پارامترهای توزیع بازده اوراق بهادار را بر اساس اطلاعات موجود مربوط به شرکت، برآورد می کنند (بوتوسان و پلامپلی، ۲۰۰۲). با استفاده از رویکرد بیز و درک این مطلب که سرمایه گذاران، توزیع های پیش بینی را به عنوان تابعی از عدم قطعیت راجع به پارامترهای صحیح شکل می دهند، باری و براون (۱۹۸۵) و هاندا و لین (۱۹۹۳) به این نتیجه رسیدند که ریسک برآوردی یا ریسک اطلاعاتی، تنوع نا پذیر است. آن ها همچنین پیشنهاد می کنند که فرمول سنتی الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای برای بتای بازار، این ریسک را منعکس نمی کند و به برآوردی از بتای بازار که برای اوراق بهادار با اطلاعات اندک، خیلی پایین است، منجر می شود. به

عبارت دیگر، افشای بیشتر، ریسک برآوردی ناشی از برآوردهای سرمایه گذاران درباره پارامترهای توزیع بازده یک دارایی را کاهش می دهد. یعنی در زمان اندک بودن اطلاعات، عدم قطعیت بیشتری راجع به پارامترهای صحیح وجود دارد. اگر ریسک برآوردی تنوع ناپذیر باشد، سرمایه گذاران پاداش بیشتری بابت این ریسک اضافی مطالبه می کنند (بوتوسان، ۱۹۹۷). بنابراین، کیفیت افشای بالاتر، هزینه سرمایه را کاهش می دهد.

همچنین، بوتوسان (۱۹۹۷) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که افشای داوطلبانه با هزینه سرمایه رابطه منفی دارد، اما این فقط به شرکت هایی محدود می شد که تحلیل گران مالی کمتر به آن ها توجه داشتند. مطالعه دیگری که توسط بوتوسان و پلاملی (۲۰۰۲) انجام شد، نشان داد که افشای داوطلبانه مربوط به گزارشگری سالانه با هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها رابطه منفی دارد. اما آن ها رابطه ای مثبت بین افشای داوطلبانه مربوط به گزارش های فصلی و هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها یافتند؛ که این یافته با ادبیات نظری مربوط به افشای داوطلبانه در تضاد است.

۲- افزایش واسطه های اطلاعات

شرکت هایی که دست به افشای داوطلبانه اطلاعات می زنند، باعث افزایش عرضه اطلاعات به تحلیل گران مالی و کاهش هزینه های دستیابی تحلیل گران مالی به اطلاعاتی که مورد نیازشان است، می شوند. در صورتی که اطلاعات خصوصی مدیریت به طور کامل از طریق افشای اجباری ارائه نشود، افشای داوطلبانه منجر به کاهش هزینه کسب اطلاعات برای تحلیلگران می شود و در نتیجه عرضه خدمات تحلیلگران افزایش می یابد. برای مثال، لنگ و لاندلم (۱۹۹۳) به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که سطح افشای داوطلبانه بالاتری دارند، بیشتر مورد توجه تحلیل گران مالی هستند. با این وجود تأثیر افشای داوطلبانه بر تقاضا برای خدمات تحلیلگران مبهم است. زیرا از یک سو افشای گسترده توسط شرکت تحلیل گران مالی را قادر به تولید اطلاعات جدید و با ارزشی همچون پیش بینی های بهتر و پیشنهادات خرید یا فروش می کند و بدین ترتیب تقاضا برای خدمات آنان را افزایش می دهد. از سوی دیگر افشای داوطلبانه توسط شرکت ها می تواند موجب انتقال اطلاعات خصوصی مدیران به سرمایه گذاران شده و این امر کاهش تقاضا برای خدمات تحلیل گران را در پی خواهد داشت.

۳- هزینه و منفعت

قطعاً، افشای داوطلبانه اطلاعات همان طور که هزینه بر است، منافعی نیز دارد. در نتیجه زمانی که مدیریت می خواهد اطلاعات افشای داوطلبانه را فراهم کند، به تحلیل هزینه و منفعت این کار می پردازد. بنابراین، وقتی که منافع حاصل از افشای داوطلبانه بیشتر از هزینه هایش باشد، مدیران تمایل به افشای داوطلبانه خواهند داشت. افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی را بین فعالان آگاه و ناآگاه بازار سرمایه، کاهش می دهد. بنابراین با این کار نقد شوندگی سهام شرکت بیشتر می شود، اطلاعات موجود درباره شرکت در بازار سرمایه افزایش می یابد و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت کاهش می یابد.

پژوهش " بهبود گزارشگری تجاری: تأملی بر بهبود افشای داوطلبانه " (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۲۰۰۱) نشان داد که سطح بالایی از افشای داوطلبانه، رابطه سرمایه گذاران با شرکت را بهبود می بخشد. رابطه بهتر با سرمایه گذاران، باعث افزایش اعتبار شرکت می شود. همچنین سطح بالایی از افشای داوطلبانه باعث دستیابی شرکت به بازارهای نقدی بیشتری می شود.

با این حال، همیشه هم افشای داوطلبانه نمی تواند مطلوب باشد، زیرا هزینه های فراهم کردن افشای داوطلبانه اطلاعات شامل هزینه های جمع آوری و پردازش اطلاعات، هزینه های دعوی قضایی و هزینه های مالکانه می شود (میک و همکاران، ۱۹۹۵) و می تواند هزینه های قانونی را افزایش دهد و مزیت رقابتی شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهد (تئوری هزینه مالکانه)؛ و به وسیله ی افشای اطلاعات مربوط به فعالیت های شرکت به رقبا، باعث کاهش ارزش سهام شرکت شود.

در خصوص افشای اطلاعات مالی، اگر چه افشای اطلاعات مالی با کیفیت، نتایج مثبت زیادی در پی دارد، اما، برخی از صاحب نظران هزینه های محرمانه احتمالی آن را بیشتر از منافع آن می دانند. برخی از استدلال های ارائه شده برای این نوع نگرش به شرح زیر مطرح می شود (میلر و باهنسن، ۱۹۹۹):

۱. هزینه فراهم آوردن اطلاعات لازم برای گزارشگری مالی با کیفیت- برخی از مدیران به بخش گزارشگری مالی به عنوان مرکز هزینه نگاه می کنند و دقت و کیفیت اندازه گیری ها و برآوردها و نیز حد و مرز پاسخگویی را بر اساس میزان مخارج قابل تحمل تعریف می کنند.

۲. یاری رسانی به رقیب- برخی از گروه ها معتقدند که گزارش اطلاعات دقیق و با کیفیت، به رقبای بالفعل و بالقوه در بازار محصول و خدمت کمک خواهد کرد و فرصت های رشد و نوآوری، وضعیت منحصر به فرد و راهبردها و مزیت های رقابتی را به مخاطره خواهد انداخت.
۳. نوسان پذیری و رویدادهای غیرمنتظره - گروهی معتقدند که بازار کارا از نوسان پذیری و رویدادهای غیرمنتظره متنفر است و سرمایه گذاران از شنیدن اخبار بد غیرمنتظره یا غیرقابل کمی سازی هراس زده می شوند. بنابراین، گزارش های مالی باید رویدادهای یکنواخت و عادی را نمایش دهد و نباید موجبات پریشانی خاطر مشارکت کنندگان بازار را فراهم نماید.
۴. خطر پیشرو بودن- گروهی نیز به دلیل عدم اعتقاد بر پیامدهای مطلوب کیفیت گزارشگری مالی تلاش می کنند تا در این زمینه، پیشرو نباشند و نوآوری در گزارشگری مالی را با خطر همراه می دانند.

رابطه بین افشای اختیاری، افشای داوطلبانه و نقدینگی بازار سهام

افشاء اطلاعات مالی و غیرمالی یک شرکت نقش مهمی در بازار سرمایه بازی می کند. اطلاعات افشاء شده امکان اتخاذ تصمیمات اقتصادی جهت تخصیص منابع کمیاب را برای سرمایه گذاران فراهم می کند. با توجه به نوع و اهمیت اطلاعات، افشاء اطلاعات از کانال های مختلف صورت می گیرد. شرکت ها از طریق گزارشگری مالی شامل صورت های مالی، یادداشت های همراه و تجزیه و تحلیل تیم مدیریت، اطلاعات خود را افشاء می کنند. بخش اعظم اطلاعات یک شرکت از طریق صورت های مالی در اختیار استفاده کنندگان قرار می گیرد (نظری و میرباقری، ۱۳۹۰). اطلاعات مالی یکی از عناصر بسیار بااهمیت در بازارهای مالی می باشد. بازار سرمایه یکی از بازارهایی است که در آن اطلاعات شفاف بر عملکرد به شدت مؤثر است. به عبارتی، نقصان اطلاعات باعث افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می شود. اطلاعات هرچه شفاف تر و قابل دسترس تر باشند، می توانند منجر به اتخاذ تصمیم های صحیح تری در زمینه تخصیص بهینه منابع شوند و در نهایت منجر به رسیدن به کارایی، که هدف نهایی بازار سرمایه است؛ شوند (تجویدی، ۱۳۸۷). همانطور که پیش از این گفته شد شرکت ها افشاء اطلاعات را از طریق انتشار صورت های مالی، یادداشت های توضیحی، گزارش هیئت مدیره و نظایر آن انجام می دهند. علاوه بر این، برخی شرکت ها علاوه بر افشای حداقل اطلاعات بر اساس استانداردها و سایر قوانین به افشای اضافی اطلاعات به صورت اختیاری می پردازند. از این رومی توان افشاء اطلاعات را به دو دسته افشای اجباری و افشای داوطلبانه (اختیاری) تقسیم نمود (پورحیدری و حسین پور، ۱۳۹۱). یکی از موضوعات مهمی که در رابطه با افشای اطلاعات توسط شرکت ها مطرح است، پیامدهای اقتصادی افشاء اطلاعات می باشد. افشای اجباری و اختیاری اطلاعات می تواند دارای پیامدهای اقتصادی متعددی باشد. از جمله این پیامدها می توان به بهبود نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینه سرمایه شرکت ها و افزایش توان پیش بینی استفاده کننده از اطلاعات اشاره کرد. که در نهایت منجر به افزایش ارزش شرکت می شود (پورحیدری و حسین پور، ۱۳۹۱). یکی از اهداف اصلی گزارشگری مالی، تأمین اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم گیری است. این امر مستلزم افشای مناسب اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مربوط می باشد. دلیل اصلی نیاز به گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع بین مدیران و سرمایه گذاران است. تحقیقات در رابطه با افشای داوطلبانه بر این اساس استوار است که حتی در بازارهای کارا مدیران در مقایسه با سرمایه گذاران خارجی دارای اطلاعات بیشتر و درک مناسب تری در رابطه با عملکرد آینده شرکت هستند. از طرف دیگر بر اساس شکل نیمه قوی فرضیه بازار کارا، قیمت اوراق بهادار به طور کامل و آنی منعکس کننده اطلاعات خارجی و در دسترس عموم هستند. در چنین شرایطی اگر سرمایه گذاران با فرض صحیح بودن قیمت ها بر آن ها اتکا کنند، لکن به دلیل وجود اطلاعات گمراه کننده در قیمت ها متحمل زیان می شوند (پلومی و همکاران، ۲۰۱۰).

استراتژی افشای داوطلبانه شرکت، نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه گذاران خارجی ایفا می کند، زیرا عدم تقارن اطلاعات ممکن است موجب ارزش گذاری اشتباه شرکت شده و انگیزه ای برای تصحیح ارزش گذاری اشتباه از طریق افشای بیشتر اطلاعات ایجاد کند (نون و یاری، ۲۰۰۲). ذکر این نکته ضروری است که مدیران افشای اختیاری را زمانی انجام می دهند که منافع حاصل از آن بیش از هزینه های آن باشد. به عنوان مثال تصمیمات افشای داوطلبانه مدیران بر اساس تأثیرگذاری چنین افشایی بر هزینه سرمایه، ریسک و کاهش عدم اطمینان در خصوص آینده شرکت صورت می پذیرد. چراکه کیفیت افشای داوطلبانه بصورت مستقیم یا غیرمستقیم از طریق تأثیر بر هزینه حقوق صاحبان سهام و جریان های نقدی، ارزش شرکت را تحت تأثیر می گذارد (پلومی و همکاران، ۲۰۱۰).

هندریکسون و ون بردا، در تعریف افشاء آورده اند "افشاء در حالت کلی به معنای انعکاس اطلاعات است. اما حسابداران از این واژه معنای محدودتر را در نظر دارند. و آن انعکاس اطلاعات مالی واحد تجاری در قالب گزارش های مالی سالانه می دانند." (هندریکسون ال دان. اس و ون بردا، ۱۳۸۴). بلکوبی، افشاء را در برگزیده اطلاعاتی می داند که برای سرمایه گذار عادی مفید واقع شود و موجب گمراهی خواننده نگردد.

به صورتی واضح تر، اصل افشاء بدین معناست که هیچ اطلاعات مهم و مورد توجه و علاقه سرمایه گذار عادی نباید حذف یا پنهان شود (ریاحی بلکویی، ۱۳۸۱). ولک و همکاران افشاء را در برگیرنده اطلاعات مالی مربوط اعم از اطلاعات داخلی و خارجی از صورت های مالی می دانند. همچنین افشاء اطلاعات بودجه ای را به عنوان یکی از موارد افشای خارج از متن صورت های مالی معرفی می کنند (ولک و همکاران، ۱۳۸۷). افشاء داوطلبانه (اختیاری): نظریه افشاء داوطلبانه بیان می دارد که مدیران در صورت فزونی منافع افشاء بر هزینه های آن، اطلاعاتی از شرکت را که تحت مدیریت خود دارند، افشاء خواهد کرد. از این رو در افشاء داوطلبانه، مدیر هموار با افشاء یا عدم افشاء اطلاعات به بازار مواجه است. مدیر می داند که سیمای عقلایی بازار و تصمیم به افشاء یا عدم افشاء اطلاعات، تابعی از هزینه افشاء اطلاعات، عدم افشاء و منافع بازار سرمایه از محل افشاء (قیمت بالاتر سهام) خواهد بود (نظری و میرباقری، ۱۳۹۰). تمایل به افشاء اطلاعات مستقیماً به هزینه هایی که شرکت تحمل یا منفعتی که تحصیل می کند، بستگی دارد. در مدل ورچیا (۱۹۸۳، ۲۰۰۱)، هزینه افشاء اطلاعات همان هزینه مالکانه است. هزینه مالکانه بالقوه هرگونه کاهش ممکن در جریان نقدی آتی منسوب به افشاء است. به عبارت دیگر، افشاء ارقام حسابداری و مالی یک شرکت می تواند برای رقبا و سهامداران و یا کارمندان سودمند باشد، درحالیکه برای چشم انداز آتی شرکت مضر باشد؛ حتی اگر اطلاعات به خودی خود مطلوب باشد؛ زیرا رقبا و شرکت می توانند با آگاهی از اطلاعات شرکت و سوءاستفاده از آن ها، موقعیت رقابتی شرکت در بازار سرمایه را به خطر بیندازد. در چنین وضعیتی، افشاء اطلاعات، بیشتر تحت تأثیر حضور رقبا شرکت است. مدیران با مقایسه هزینه مالکانه افشاء اطلاعات (هزینه نگهداری اطلاعات) و کاهش پیش بینی شده در ارزش شرکت از طرف سرمایه گذار، ناشی از عدم افشاء اطلاعات در مورد (عدم) افشاء (پنهان کردن)، اطلاعات تصمیم می گیرند (نظری و میرباقری، ۱۳۹۰).

پیشینه پژوهش

دستگیر و همکاران (۱۳۸۲)، تأثیر میزان افشای اجباری بر هزینه سهام عادی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان داد که افزایش میزان افشاء موجب کاهش هزینه سهام عادی می شود. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران تمایل بیشتری برای سرمایه گذاری در شرکت هایی که دارای میزان افشای بیشتر یا ریسک کمتری هستند، دارند.

نوروش و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین کیفیت افشاء اجباری از لحاظ قابلیت اتکاء و به موقع بودن و مدیریت سود پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که بین کیفیت افشاء شرکت و مدیریت سود رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. همچنین بین به موقع بودن و افشای شرکت و مدیریت سود رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

ابراهیمی نژاد و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی روش های افزایش شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه ایران و انتخاب روشی بهینه پرداختند. این پژوهش جهت افزایش شفافیت بازار سرمایه، روش های افزایش آگاهی، وضع و اجرای قوانین و خصوصی سازی را بر اساس معیارهای نقدینگی، سرعت پوشش قیمت و هزینه معامله ها می سنجد. با استفاده از پرسش نامه و فرآیند تحلیل سلسله مراتبی، یافته های پژوهش حاکی از آن است که روش افزایش آگاهی از دید سرمایه گذاران، کارگزاران و کارشناسان به عنوان روشی بهینه در شفاف سازی بورس شناخته می شود و روش های وضع و اجرای قوانین و خصوصی سازی به ترتیب در اولویت های بعدی قرار می گیرند.

مهدوی و قاسمی (۱۳۸۸) به بررسی "تأثیر سازه های اجتماعی قانون گرایی، اطمینان طلبی، سطح تحصیلات، فردگرایی، جنسیت، رشته تحصیلی و سابقه های کاری بر افشاگری مالی" پرداختند. در این راستا، سازه های قانون گرایی، اطمینان طلبی، سطح تحصیلات، فردگرایی، جنسیت، رشته تحصیلی و سابقه های کاری مدیران مالی صنایع مختلف شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قالب هفت فرضیه مورد بررسی قرار گرفت. ابزار مورد استفاده در این پژوهش، پرسش نامه است و از آزمون های آماری ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل واریانس جهت بررسی فرضیه های پژوهش استفاده شده است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که سازه های اجتماعی قانون گرایی، اطمینان طلبی و فردگرایی بر افشاگری مالی شرکت های مورد بررسی تأثیر معنادار و مستقیمی دارد و تأثیر سازه های اجتماعی بررسی شده دیگر به لحاظ آماری معنادار نیست. همچنین، طبق نتایج به دست آمده، فردگرایی بیشترین تأثیر را بر افشاگری مالی دارد.

سینایی و داوودی (۱۳۸۸) به "بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. نتایج نشان می دهد که هر سه بعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی، شفافیت ساختار مالکیت و شفافیت ساختار هیئت مدیره بر رفتار سرمایه گذاران در بورس تأثیرگذار است. البته سرمایه گذاران بیش از هر چیز به افشای اطلاعات مالی اهمیت می دهند. هم چنین نتیجه گیری شد که ادراک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی آن ها متفاوت است.

مهدوی پور و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی "عوامل مؤثر بر افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت در وب سایت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. یافته های بررسی ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حاکی از آن است که بین افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت (متغیر وابسته) با اندازه، اهرم و نوع صنعت رابطه معناداری وجود دارد. با این وجود ارتباطی بین افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت و سودآوری مشاهده نشد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰)، به بررسی تأثیر افشاء اطلاعات بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه سهام عادی شرکت های بورس پرداختند. در تحقیق از شاخص افشاء و اطلاع رسانی ارائه شده توسط سازمان بورس استفاده شده است. نتایج تحقیق پس از کنترل متغیر اندازه شرکت نشان داد که بین کیفیت افشاء و نقد شوندگی سهام رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶)، اختلاف قیمتی پیشنهادی خرید و فروش سهام را به عنوان معیار نقد شوندگی استفاده کردند. نتایج نشان داد که رابطه مثبتی بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و بازده مورد انتظار سرمایه گذاران وجود دارد. هر اندازه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیش تر باشد، بازده مورد انتظار سرمایه گذاران نیز بیش تر خواهد بود.

علی و همکاران (۲۰۰۷) تأثیر ساختار مالکیت بر کیفیت افشای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پاریس را مورد بررسی قرار دادند. در این راستا ۱۲۰ شرکت در سال ۲۰۰۴ مورد آزمون قرار گرفت. یافته های پژوهش پس از کنترل متغیرهای اندازه، نسبت بدهی و پذیرش در چندین بورس اوراق بهادار، گواه آن است که رابطه منفی معناداری بین کیفیت افشا با تمرکز مالکیت و کنترل خانوادگی وجود دارد. نتایج همچنین بیانگر آن است که احتمال ارائه طرح های اختیار خرید سهام برای مدیران شرکت هایی که به افشای مناسب مبادرت می ورزند، بیشتر است.

یومی و یان شی (۲۰۰۸) با استفاده از روش تحلیل عاملی، به ارائه شاخصی از کیفیت افشا پرداختند. شاخص مذکور بر سه بعد حاکمیت شرکتی (اندازه هیئت مدیره، تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره، بالاترین درصد مالکیت، کل پاداش و تعداد کمیته ها)، ساختار شرکت (اندازه و وضعیت پذیرش در بازار سرمایه خارجی) و وضعیت مالی (نسبت بدهی و سودآوری) استوار بود. شاخص کیفیت افشای ارائه شده از طریق مقایسه با نتایج کیفیت افشای ارائه شده توسط بورس اوراق بهادار شنزن، مورد آزمون قرار گرفت. نتایج همبستگی میان این دو شاخص، بیانگر اثربخش و مناسب بودن شاخص ارائه شده است.

حسن و همکاران (۲۰۰۹)، در مقاله ای به بررسی رابطه بین افشای اجباری و افشای داوطلبانه با ارزش شرکت در مصر پرداختند. در این مقاله به منظور محاسبه ارزش شرکت از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده گردید. برای محاسبه شاخص افشای اجباری از فهرستی متشکل از ۴۹ مورد از افشای اجباری استفاده شد و برای محاسبه افشای داوطلبانه از فهرستی متشکل از ۲۶ مورد افشاء داوطلبانه استفاده شد. نتایج حاصل از این تحقیق که با استفاده از روش داده های تابلویی انجام شده بود نشان داد که بین افشای داوطلبانه و ارزش شرکت هیچگونه رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین افشای اجباری و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

لیو و سان (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و کیفیت افشا در شرکت های چینی پرداختند. در این راستا، ۴۰۵ شرکت چینی در سال ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفت. یافته های پژوهش حاکی از آن است که کیفیت افشا در شرکت هایی که در نهایت توسط کنترل کنندگان خصوصی کنترل می شوند نسبت به شرکت هایی که در نهایت توسط دولت کنترل می شوند، پایین تر است.

فرضیه های پژوهش

یکی از عوامل مهم و مؤثر در تصمیم گیری وجود اطلاعات با اهمیت، مربوط، قابل اعتماد و به موقع برای تصمیم گیری های سرمایه گذاری است. چنین اطلاعاتی از طریق صوت های مالی و یادداشت های همراه به اطلاع استفاده کنندگان صورت های مالی می رسد. در همین راستا کیفیت افشاء اطلاعات همواره مورد توجه بوده است. این پژوهش در صدد بررسی افشاء اجباری و اختیاری و تاثیر آن بر نقدینگی بازار سهام است. زیرا که نقدشوندگی سهام همواره مورد علاقه سرمایه گذاران بوده است. در نهایت این موضوع که افشا چگونه می تواند نقد شوندگی بازار سهام را تحت تأثیر قرار می دهد مورد بررسی قرار می گیرد. بر این اساس فرضیه های زیر تدوین شده است:

افشای داوطلبانه شرکت ها منجر به بهبود نقدینگی بازار سهام می شود.

افشای اختیاری شرکت ها منجر به بهبود نقدینگی بازار سهام می شود.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

نقدینگی بازار سهام (LIQ): نقدینگی بازار در این پژوهش به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. نقدینگی توان ایفای تعهدات مالی شرکت را نشان می دهد و نسبت های نقدینگی پایین در یک شرکت، پیش بینی کننده ورشکستگی و بحران مالی است. بنابراین انتظار می رود شرکت های برخوردار از یک وضعیت مالی سالم، اطلاعات بیشتر و با کیفیت تری در مقایسه با شرکت هایی که از کمبود نقدینگی رنج می برند، افشا کنند. این موضوع در شرایط رکود اقتصادی مصداق بیشتری دارد (السعید، ۲۰۰۵ و لیاردو، ۲۰۰۹). در مقابل چنین استدلال می شود که نقدینگی ضعیف ممکن است شرکت ها را به افشای اطلاعات بیشتر وادار کند و از این طریق سرمایه گذاران را از دلایل و موقتی بودن چنین وضعیتی آگاه، نگرانی ها را تسکین و آگاهی مدیریت از چنین وضعیتی را نشان دهد (والاس و همکاران، ۱۹۹۴؛ السعید، ۲۰۰۵ و لیاردو، ۲۰۰۹). نقدینگی بازار سهام به صورت زیر محاسبه می شود.

$$LIQ_t = \alpha_1 + \alpha_2 MS_t + \alpha_3 CR_t + \alpha_4 MC_t + \alpha_5 RR_t + \varepsilon_{i,t}$$

MS: اندازه بازار به لحاظ تعداد شرکت های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار در پایان هر فصل.

CR: بازده تجمعی بازار از طریق تجمیع بازده های شاخص قیمت و سود نقدی هر فصل با بازده های قبل در طول دوره مورد بررسی.

MC: ارزش جاری کل بازار که معادل ارزش بازار در پایان همان فصل در نظر گرفته شده است.

RR: واریانس بازده بازار و عامل ریسک. معرف ریسک بازده است و به عنوان یک عامل ریسک وارد مدل شده است. برای محاسبه این

متغیر، واریانس بازده روزانه شاخص به صورت فصلی محاسبه می شود (تهرانی و همکاران، ۱۳۹۰).

متغیرهای مستقل

افشای اجباری (Mandatory Disclosure): در این پژوهش، افشای اجباری به عنوان اولین متغیر مستقل در نظر گرفته شده است.

شاخص افشای اجباری در پژوهش حاضر، امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "رتبه بندی شرکت ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" منتشر می شود. امتیاز اطلاع رسانی ناشران، بر اساس زمان ارائه اطلاعات مربوط به پیش بینی درآمد هر سهم، صورت های مالی میان دوره ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به پیش بینی درآمد هر سهم اولیه و ۶ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت های مالی میان دوره ای ۶ ماهه، صورت های مالی حسابرسی نشده پایان سال و تفاوت بین پیش بینی ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، محاسبه شده است. ضمناً در صورت عدم ارائه به موقع صورت های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهام داران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته شده است. " (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). امتیاز کیفیت افشای اطلاعات شرکت ها حداکثر ۱۰۰ می باشد. با این وجود، افشای اجباری ممکن است یک عدد منفی باشد، زیرا در صورت عدم ارائه به موقع صورت های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهام داران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته شده است. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش افشای اجباری به شرح زیر است:

۱. امتیازهای کیفیت افشای شرکت ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بر اساس شاخص های دقیق و عینی از قبیل زمان ارائه اطلاعات مربوط و تفاوت پیش بینی ها با نتایج واقعی محاسبه شده است. بنابراین، معیار مورد استفاده از عینیت و قابلیت اتکای کافی برخوردار است.

۲. بر خلاف پژوهش های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، معیار مذکور فقط به کمیت افشا توجه نمی کند بلکه به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده را نیز مد نظر قرار می دهد.

افشای داوطلبانه (Mandator Disclosure): در این پژوهش یکی دیگر از متغیرهای مستقل افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت ها می باشد. در راستای دستیابی به اهداف پژوهش در این مطالعه افشای داوطلبانه اطلاعات به عنوان دومین متغیر مستقل در نظر گرفته شده اند. سطح افشای داوطلبانه بر اساس شاخص های پیشنهادی توسط بوتوسان (۱۹۹۷) که برگرفته از نظرات کمیته جنکینز بود، اندازه گیری می شود. در مدل بوتوسان، شاخص های مورد استفاده از طریق گزارشات راهبری شرکتی و نیز ارقام رتبه بندی شرکت های آمریکایی استخراج شده بود. به دلیل فقدان موارد مذکور در ایران، و با توجه به این که سازمان حسابرسی کتابچه ای تحت عنوان قالب نمونه گزارشگری منتشر نموده و شرکت ها در تهیه و گزارش اطلاعات به شاخص های مندرج در آن تکیه می کنند، این امر امکان افشای اطلاعات داوطلبانه در متن صورت های

مالی را محدود نموده است. لذا برای استخراج شاخص های افشای داوطلبانه اطلاعات به گزارش فعالیت هیات مدیره شرکت ها اتکا گردید. نهایتاً، برای اندازه گیری سطح افشای داوطلبانه، پرسشنامه ی تعدیل شده ی بوتوسان که توسط کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸) تنظیم شده بود، مورد استفاده قرار گرفت. شاخص ها پس از بررسی از نظر الزامی نبودن مطابق استانداردهای حسابداری یا قانونی در شش بخش کلی از قرار پیشینه اطلاعاتی، خلاصه ای از نتایج تاریخی مهم، آماره های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش ها، اطلاعات پیش-بینی، بحث و تحلیل مدیریت به شرح ذیل (شامل ۷۱ شاخص) تعیین گردیدند:

اجزای تشکیل دهنده و نحوه امتیازدهی هر کدام در ادامه ارائه شده است. امتیاز افشای اختیاری از تقسیم مجموع امتیاز حاصله از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می آید.

شاخص های افشای داوطلبانه

- ۱- پیشینه اطلاعاتی (BGI): خلاصه ای از فعالیت ها - بیان اهداف یا طرح ها- بیان کلی استراتژی- اقدامات انجام شده در طی سال برای دستیابی به اهداف- اقدامات برنامه ریزی شده برای دست یابی در سال های آتی- برنامه زمانی برای دستیابی به اهداف- محیط رقابتی- تاثیر رقابت بر سود های جاری- تاثیر رقابت بر سود های آتی- توصیف کلی شرکت- محصولات یا خدمات اصلی تولید شده- مشخصه های ویژه آن ها - بازارهای اصلی- مشخصه های ویژه آن ها - تشریح کارخانجات/ انبارها- ساختار سازمانی- چارت سازمانی مدیریت.
- ۲- خلاصه ای از عملکرد تاریخی (SHR): نسبت های سوددهی- نسبت های ساختار مالی- نسبت های نقدینگی- نسبت های دیگر- پیش بینی سود هر سهم- سنجش فروش ها - سنجش سود عملیاتی- سنجش سود خالص.
- ۳- آماره های کلیدی غیرمالی (KNFS): 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 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 روش ها یا فوت و فن تولید- تشریح مشتری ها.
- ۴- اطلاعات بخش ها (SEGI): تشریح- دارایی ها- بدهی ها یا تامین مالی- استهلاک- سودعملیاتی- سرمایه گذاری- تحقیق و توسعه.
- ۵- اطلاعات پیش بینی (PRI): مقایسه پیش-بینی های قبلی سود با سودهای واقعی- مقایسه پیش بینی های قبلی فروش ها با فروش های واقعی- تاثیر فرصت های موجود بر فروش ها یا سودهای آتی- تاثیر پوشش ریسک شرکت بر فروش ها یا سودهای آتی- پیش بینی سهم از بازار- پیش بینی گردش وجه نقد- پیش بینی مخارج سرمایه ای- پیش-بینی مخارج تحقیق و توسعه- پیش بینی سودهای آتی- پیش بینی فروش های آتی.
- ۶- بحث و تحلیل مدیریت (MD&A): توضیحاتی در خصوص تغییر در فروش ها- توضیحاتی درخصوص 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 فروش ها- توضیحاتی در خصوص تغییر در سود ناخالص- توضیحاتی در خصوص تغییر در سود ناخالص به عنوان درصدی از فروش ها- توضیحاتی در خصوص تغییر در هزینه های 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 حساب های دریافتنی- توضیحاتی در خصوص تغییر در مخارج سرمایه ای- توضیحاتی در خصوص تغییر در مخارج تحقیق و توسعه- توضیحاتی در خصوص تغییر در سهم از بازار- تفسیر نسبت های سوددهی- تفسیر نسبت های ساختار مالی- تفسیر نسبت های نقدینگی- تفسیر دیگر نسبت ها- تفسیر پیش بینی سود هر سهم.

توضیحاتی در خصوص سیستم وزنی

پیشینه اطلاعاتی (BGI): به هر قلم گزارش شده یک امتیاز و در صورت کمی بودن نیز یک امتیاز دیگر تعلق می گیرد.
خلاصه ای از عملکرد تاریخی (SHR): در مورد نسبت ها 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 می گیرد. برای فروش ها، درآمد عملیاتی و سود خالص، اگر با اشاره به (X-2) باشد یک امتیاز تعلق می گیرد.
آماره های کلیدی غیرمالی (KNFS): دو امتیاز برای هر کدام از اطلاعات گزارش شده تعلق می گیرد.

اطلاعات بخش ها (SEGI): یک امتیاز به هر یک از اقلام گزارش شده تعلق می گیرد. 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 می گیرد. دو قلم، اگر به بخش های اصلی اشاره شود یک و اگر بر مبنای سرجمع باشد نیم امتیاز تعلق می گیرد. اقلام ۱۵ الی ۱۹ اگر نسبت های X لحاظ شود یک و اگر روند نیز بررسی شود یک امتیاز اضافی تعلق می گیرد. سیاست ها و خط مشی های افشای شرکت ها در طی سال های مختلف تا حدودی یکسان و پایدار است (بوتوسان، ۱۹۹۷). برای مثال، هیلی و همکاران (۱۹۹۵)، تنها ۹۰ شرکت بزرگ را از بین ۵۹۵ شرکت در ۲۳ صنعت که در طی سال های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۰ بررسی شده بودند را تعیین کردند که از نظر میزان افشا، در طی سال های مورد بررسی تغییر قابل ملاحظه ای از نظر رتبه افشا نداشتند؛ که این بیانگر این واقعیت است که مشاهدات افشای داوطلبانه شرکت ها از سالی به سال دیگر مستقل از هم نیستند و تقریباً از روال ثابتی برخوردار است.

متغیرهای کنترلی

با توجه به آنکه اندازه شرکت، قیمت، سهام در دسترس و حجم مبادلات بر قیمت های پیشنهادی خرید و فروش و حجم سهام مورد عرضه و تقاضا تأثیر دارد، در پژوهش حاضر از چهار متغیر کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی، قیمت سهام و حجم مبادلات استفاده گردیده است. اندازه شرکت (Size): لگاریتم جمع دارایی های شرکت. اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی به جمع دارایی ها. قیمت سهام (Price): قیمت سهام در پایان دوره مالی. حجم مبادلات (Turnover): حجم مالی معاملات در پایان هر سال.

مدل پژوهش

همچنین برای آزمون فرضیه اول پژوهش که به بررسی تاثیر افشای اختیاری بر نقدینگی بازار سهام می پردازد، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده های ترکیبی بر اساس پژوهش های حسن و همکاران (۲۰۰۹) و لیو و سان (۲۰۱۰) از مدل تعدیل شده به شرح رابطه (۱) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$LIQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Voluntarydisclosure_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 Price_{it} + \beta_5 Turnover_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش که به بررسی تاثیر افشای اجباری بر نقدینگی بازار سهام می پردازد، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده های ترکیبی بر اساس پژوهش های حسن و همکاران (۲۰۰۹) و لیو و سان (۲۰۱۰) از مدل تعدیل شده به شرح رابطه (۲) استفاده شده است.

رابطه (۲)

$$LIQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Mandatorydisclosure_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 Price_{it} + \beta_5 Turnover_{it} + \epsilon_{it}$$

که در مدل های فوق:

LIQ: شاخص نقدینگی بازار

Mandatory disclosure: افشای اختیاری

Voluntary disclosure: افشای اجباری

Size: اندازه شرکت

LEV: اهرم مالی

Price: قیمت سهام

Turnover: حجم مبادلات

f: خطای مدل

جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ است. شرکت های مورد بررسی به روش حذفی و بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن ها در دوره مورد بررسی، مثبت باشد.

به دلیل ماهیت متفاوت، جزء مؤسسه های مالی، سرمایه-گذاری و بانک ها نباشد.

اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ به طور کامل ارائه کرده باشد.

با توجه به بررسی های انجام شده، تعداد ۱۰۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ حائز شرایط فوق بوده و مورد بررسی قرار گرفته است.

یافته های پژوهش

نگاره (۱)، آماره های توصیفی محاسبه شده، شامل میانگین، انحراف معیار، حداکثر و حداقل متغیرهای افشای اجباری، افشای اختیاری، نقدینگی بازار سهام، اندازه شرکت، اهرم مالی، قیمت سهام و حجم مبادلات سهام را برای سال های مورد مطالعه نشان می دهد.

نگاره (۱): آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

آماره متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
افشای اجباری	-۷	۹۵	۴۴/۵۳	۲۲/۶۹
افشای اختیاری	۵/۵۸۲	۱۹/۲۹۷	۱۲/۸۶۳	۱/۵۵۷
نقدینگی بازار سهام	۰/۱۰۳	۱/۳۶۱	۰/۶۵۷	۰/۱۶۴
اندازه شرکت	۰/۰۰۰۶	۹۸/۶۸۹	۱۲/۰۴۱	۴/۴۷۹
اهرم مالی	۰/۱۲۹	۲/۹۹۹	۰/۶۷۴	۰/۶۹۲
قیمت سهام	۰/۲۲۸	۱۱/۱۲۲	۳/۴۴۵	۱/۰۲۵
حجم مبادلات	۰/۱۰۳	۰/۸۱۵	۰/۶۲۰	۰/۱۸۹

طبق اطلاعات نگاره (۱) متغیر افشای اجباری دارای بیشترین و متغیر نقدینگی بازار سهام دارای کمترین میزان پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش هستند. میانگین کیفیت افشا نشان-دهنده آن است که به طور میانگین شرکت های بورس اوراق بهادار تهران به لحاظ کیفیت افشا تقریباً نیمی از کل نمره های کیفیت افشا (حداکثر ۱۰۰ امتیاز) را بیشتر کسب نمی-کنند. افزون بر این، میزان میانگین نسبت بدهی نشان دهنده آن است که تقریباً بیش از نیمی از دارایی های شرکت ها، از محل بدهی تأمین شده است. از آن جا که امتیاز کیفیت افشای اطلاعات شرکت ها حداکثر ۱۰۰ بوده، با این وجود، کیفیت افشا ممکن است یک عدد منفی باشد، زیرا در صورت عدم ارائه به-موقع صورت های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهام داران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته شده است. از این رو طبق نگاره (۱) حداقل ۷- نشانی می دهد که در دوره مطالعه یکی از شرکت ها به موقع صورت های مالی حسابرسی شده خود را ارائه نکرده اند.

نگاره (۲) ماتریس همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می دهد. تجزیه و تحلیل همبستگی بین متغیرهای مورد استفاده در پژوهش به منظور شناسایی هر گونه خودهمبستگی، بین متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش می-باشد. این تجزیه و تحلیل دو متغیر با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون انجام شده است. افزون بر این، هم خطی چندگانه حاکی از وجود رابطه خطی بین دو یا چند متغیر توضیحی است. هم

خطی چندگانه باعث ایجاد مشکل در تمایز بین اثرات منحصر به فرد متغیرهای توضیحی و برآوردگرهای رگرسیون می شود که ممکن است باعث جانبداری بیشتر آن-ها به سمت انحراف های بزرگ تر شود. افزون بر این، در صورت وجود یک رابطه خطی کامل بین متغیرهای توضیحی، برآوردهای مدل رگرسیون نمی توانند به صورت منحصر به فرد محاسبه شوند. نگاره (۲) ماتریس همبستگی پیرسون برای کلیه متغیرهای مورد استفاده در تجزیه و تحلیل مدل های پژوهش را نشان می دهد. با توجه به ضرائب همبستگی پیرسون، مندرج در نگاره (۲) می توان دریافت که بین افشای اجباری و افشای اختیاری و نقدینگی بازار سهام، همبستگی مستقیم و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. احتمال وجود مشکل هم خطی بر اساس ماتریس همبستگی پیرسون، با توجه به ارقام مندرج در نگاره (۲) که حاکی از وجود ضریب همبستگی کمتر از ۰/۸ در بین متغیرهای توضیحی است، بسیار پایین است. بنابراین، این محدوده همبستگی بین متغیرهای مستقل و کنترلی، مشکلی در خصوص ایجاد هم خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی به وجود نمی آورد.

نگاره (۲): خلاصه نتایج ضرائب همبستگی پیرسون

افشای اجباری	افشای اختیاری	نقدینگی بازار سهام	اندازه شرکت	اهرم مالی	قیمت سهام	حجم مبادلات
۱						
۰/۴۱۱ (۰/۰۲۳*)	۱					
۰/۳۹۱ (۰/۰۰۵*)	۰/۲۱۲ (۰/۰۰۵*)	۱				
۰/۱۳۷ (۰/۰۰۶*)	-۰/۰۶۰ (۰/۲۲۸)	۰/۲۰۲ (۰/۰۰۵*)	۱			
۰/۱۹۴ (۰/۰۰۵*)	۰/۱۴۳ (۰/۰۰۴*)	۰/۲۲۵ (۰/۰۰۵*)	-۰/۲۱۱ (۰/۰۰۵*)	۱		
-۰/۳۲۸ (۰/۰۰۵*)	-۰/۲۸۵ (۰/۰۰۵*)	۰/۲۹۷ (۰/۰۰۵*)	۰/۱۵۰ (۰/۰۰۳*)	-۰/۳۰۶ (۰/۰۰۵*)	۱	
-۰/۳۱۲ (۰/۰۰۵*)	-۰/۳۶۷ (۰/۰۰۵*)	۰/۲۳۴ (۰/۰۰۵*)	۰/۱۸۱ (۰/۰۰۵*)	-۰/۲۹۵ (۰/۰۰۵*)	۰/۴۴۱ (۰/۰۰۵*)	۱

ایستایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

به منظور اطمینان از غیرکاذب بودن مدل رگرسیونی به بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش پرداخته شد. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون در نگاره (۳) ارائه شده است. طبق اطلاعات این جدول، در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی سطح معناداری در آزمون-های ریشه واحد لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین، دیکی فولر تعدیل شده و فیلیپس پرون کوچکتر از ۰/۰۵ است که نشان دهنده این است که متغیرها پایا هستند.

نگاره (۳): نتایج حاصل از آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	آزمون لوین، لین و چو	آزمون ایم، پسران و شین	آزمون دیکی فولر تعدیل شده	آزمون فیلیپس پرون
متغیرها	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری
افشای اجباری	-۳۶/۹۷۳	۰/۰۰۰	-۲۲/۱۱۱	۰/۰۰۰
			۱۱۱۵/۳۵	۰/۰۰۰
			۱۴۵۵/۴۹	۰/۰۰۰

افشای اختیاری	-۳۷/۳۵۳	۰/۰۰۰	-۱۷/۶۰۲	۰/۰۰۰	۹۶۲/۰۲۷	۰/۰۰۰	۱۱۶۱/۶۴	۰/۰۰۰
نقدینگی بازار سهام	-۵۸/۳۰۱	۰/۰۰۰	-۲۱/۹۹۹	۰/۰۰۰	۱۰۳۹/۳۳	۰/۰۰۰	۱۲۱۵/۶۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۵۴/۰۶۲	۰/۰۰۰	-۲۳/۶۵۲	۰/۰۰۰	۱۰۸۹/۷۵	۰/۰۰۰	۱۴۱۶/۴۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۲۹/۸۰۲	۰/۰۰۰	-۹/۰۴۴	۰/۰۰۰	۶۴۰/۵۰۶	۰/۰۰۰	۶۷۳/۰۲۶	۰/۰۰۰
قیمت سهام	-۵۹/۳۸۳	۰/۰۰۰	-۱۸/۳۵۸	۰/۰۰۰	۵۸۸/۳۱۸	۰/۰۰۰	۶۷۷/۴۳۸	۰/۰۰۰
حجم مبادلات	-۳۹/۴۷۰	۰/۰۰۰	-۱۲/۴۳۳	۰/۰۰۰	۵۶۸/۷۲۸	۰/۰۰۰	۶۸۷/۵۵۰	۰/۰۰۰

نتایج فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی اول: افشای داوطلبانه شرکت ها منجر به بهبود نقدینگی بازار سهام می شود.

با توجه به مقدار آماره F که برابر با $۳/۷۰۷$ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر با $۱/۹۷۷$ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلال رگرسیون رد می کند. مقدار R^2_{adj} برابر با $۰/۰۲۲$ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می توان $۲/۲$ درصد از تغییرات متغیر نقدینگی بازار سهام را به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش بینی کرد. مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول و سطح معناداری مربوط را نیز نشان می دهد. سطح معناداری مربوط به متغیر کیفیت افشا نشان دهنده آن است که بین افشای اجباری و نقدینگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

نگاره (۴): خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: نقدینگی بازار سهام				
متغیرها	ضرائب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
افشای اجباری	۰/۰۴۵	۰/۰۱۰	۴/۴۶۶	۰/۰۰۰۰۵*
اندازه شرکت	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	-۲/۰۴۲	۰/۰۴۱*
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۳	-۰/۲۲۸	۰/۸۱۹
قیمت سهام	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۰/۸۷۱	۰/۳۸۳
حجم مبادلات	-۰/۲۰۸	۰/۰۵۷	-۳/۶۰۰	۰/۰۰۰۳
مقدار ثابت	۰/۱۳۳	۰/۰۲۶	۵/۰۴۷	۰/۰۰۰۰۵*
R^2	R^2_{adj}	آماره دوربین واتسن	آماره F	سطح معناداری مدل
۰/۰۳۱	۰/۰۲۲	۱/۹۷۷	۳/۷۰۷	۰/۰۰۰۰۱*

فرضیه اصلی دوم: افشای اختیاری شرکت ها منجر به بهبود نقدینگی بازار سهام می شود.

با توجه به مقدار آماره F که برابر با $۹/۰۱۰$ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر با $۲/۲۰۶$ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلال رگرسیون رد می کند. مقدار R^2_{adj} برابر با $۰/۰۲۲$ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می توان $۲/۲$ درصد از تغییرات متغیر نقدینگی بازار سهام را به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش بینی کرد. به مدل رگرسیونی حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم و سطح معناداری مربوط را نیز نشان می دهد سطح معناداری مربوط به متغیر افشای اختیاری نشان دهنده آن است که بین افشای اختیاری و نقدینگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

نگاره (۵): خلاصه نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: نقدینگی بازار سهام				
متغیرها	ضرائب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
افشای اختیاری	۰/۰۴۳	۰/۰۱۸	۲/۳۴۸	۰/۰۱۹
اندازه شرکت	۰/۰۱۰	۰/۰۰۳	۲/۷۴۱	۰/۰۰۶
اهرم مالی	-۰/۰۳۲	۰/۰۰۶	-۴/۸۵۰	۰/۰۰۰۰۵
قیمت سهام	-۰/۰۰۵	۰/۰۲۸	-۰/۱۹۱	۰/۸۴۸
حجم مبادلات	۰/۱۹۱	۰/۰۴۸	۳/۹۵۸	۰/۰۰۰۰۱
مقدار ثابت	-۰/۰۱۶	۰/۰۳۲	-۰/۴۹۵	۰/۶۲۰
R^2	R^2_{adj}	آماره دوربین واتسون	آماره F	سطح معناداری مدل
۰/۰۵۴	۰/۰۴۹	۱/۹۵۳	۱۱/۱۱۴	۰/۰۰۰۰۵

نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که بین اندازه شرکت، حجم مبادلات و نقدینگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت معناداری وجود دارد. هم چنین، نتایج متغیرهای کنترلی نشان دهنده آن است که بین اهرم مالی و نقدینگی بازار سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد اما رابطه بین چرخه عملیاتی و نقدینگی بازار سهام از لحاظ آماری معنادار نیست.

خلاصه و نتیجه گیری

یکی از مهم ترین عوامل رشد اقتصادی، تشکیل سرمایه است. لازمه این امر، سوق دادن بخش عظیمی از منابع کشور به سمت تولید کالاهای سرمایه ای می باشد. بورس اوراق بهادار سازمانی است که می تواند در صورت فراهم بودن شرایط لازم، سرمایه های مورد نیاز را جمع آوری و آن را به سمت فعالیت های تولیدی، هدایت کند. از طرفی، کسب اطلاعات بهنگام، صحیح و درخور اتکا در مورد فعالیت های مالی و اقتصادی بنگاه های تجاری یکی از شرط های اولیه ورود مردم به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار است (زادهمهر و منصوری، ۱۳۷۸). صاحبان سرمایه، اعتباردهندگان، دولت و دیگر استفاده کنندگان برای تصمیم گیری در زمینه خرید، فروش، نگهداری سهام، اعطای وام، ارزیابی عملکرد مدیران و دیگر تصمیم های اقتصادی مهم به اطلاعات مالی معتبر، مربوط و با کیفیت نیاز دارند. به طور کلی سرمایه گذاران زمانی در یک واحد اقتصادی سرمایه گذاری می کنند که اولاً درباره آن اطلاعات کافی (شامل اطلاعات مالی) داشته باشند و ثانیاً به این اطلاعات اطمینان کنند. اعتباردهندگان نیز بدون اطلاع از وضعیت مالی و عملکرد مالی یک واحد نمی توانند منابع مالی خود را در اختیار آن قرار دهند. در نهایت، دولت در تصمیم گیری های مالی مختلف، در سطح اقتصاد خرد و کلان، به اطلاعات مالی نیاز دارد. همه این تصمیم ها، سرنوشت اداره منابع اقتصادی کشور را رقم می زند و در صورتی که تصمیم ها، آگاهانه و مبتنی بر اطلاعات شفاف و قابل مقایسه نباشد، منابع اقتصادی تلف و اقتصاد کشور آسیب می بیند (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). این امر بر لزوم افشای اطلاعات شفاف و با کیفیت توسط شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دلالت دارد.

بحث شفافیت و کیفیت افشای اطلاعات، همچنین یکی از جنبه های با اهمیت حاکمیت شرکتی محسوب می شود. اطلاعات شفاف را می توان به عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخ گویی مدیران دانست. هرچه انتشار اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان اتخاذ تصمیم های آگاهانه و ایفای مسئولیت پاسخ گویی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع، بیشتر می شود. بنابراین، یکی از الزامات رشد و توسعه اقتصادی، دسترسی ذی نفعان به اطلاعات شفاف و با کیفیت است. از این جهت شفافیت اطلاعاتی را می توان پدیده ای اجتماعی دانست که بر روابط اجتماعی متقابل افراد ذی نفع به شدت تأثیر می گذارد (حساس یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). افزون بر این، شفافیت اطلاعاتی و ارائه اطلاعات صحیح و به موقع توسط شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، یکی از مهم ترین عوامل مؤثر دستیابی به یک بازار سرمایه کاراست (فاستر، ۱۹۸۶؛ نمازی، ۱۳۸۲ و تجویدی، ۱۳۸۷). بنابراین، با توجه به این که وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه، رکن رکین پاسخ گویی و تصمیم گیری های اقتصادی آگاهانه و از ملزومات بی بدیل توسعه اقتصادی (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵؛ پیشگفتار) و دستیابی به کارایی بازار سرمایه به شمار می رود، شناسایی ویژگی هایی از شرکت ها که بر ارائه و افشای این گونه اطلاعات مؤثر است، حائز اهمیت بسزایی است. با توجه به تحلیل های آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه های این پژوهش و یافته های حاصل از تجزیه و تحلیل آماری حاکی از آن است که دو فرضیه مطرح شده رد نمی شوند و این بدان معنی است که، بین افشای اجباری اطلاعات و نقدینگی بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، بین افشای اختیاری اطلاعات حسابداری و نقدینگی بازار سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

علی رغم سودمندی شاخص های مبتنی بر بازار (به جای سنجه های ارزش دفتری) برای سنجش اهرم مالی و سودآوری به نظر می رسد به دلیل وجود وقفه های معاملاتی طولانی مدت یا اندک بودن حجم مبادلات سهام بسیاری از شرکت های مورد بررسی، کاربرد شاخص های مذکور از قابلیت اتکای کافی برخوردار نمی باشد. بنابراین، در این پژوهش ترجیح داده شد که برای قابلیت تصمیم بیشتر نتایج، محدودیت حداقل حجم مبادلات سهام یا نداشتن وقفه های معاملاتی طولانی در انتخاب نمونه اعمال نشود. بنابراین، از شاخص های مبتنی بر بازار برای سنجش اهرم مالی و سودآوری استفاده نشد و در نتیجه محدودیتی نیز از بابت حداقل حجم مبادلات سهام یا نداشتن وقفه های معاملاتی طولانی در انتخاب نمونه اعمال نشد. همچنین با توجه به یافته های پژوهش، پیشنهادهای زیر به سرمایه گذاران، سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت ها ارائه می شود:

با توجه به اهمیت کیفیت افشای اطلاعات در بورس، به سازمان بورس و اوراق بهادار توصیه می شود که پاداش و مزایایی برای شرکت های با کیفیت افشای بالا و تنبیهاتی برای شرکت های با کیفیت افشای پایین در نظر گرفته شود تا شرکت ها در جهت ارتقای جایگاه خود از لحاظ کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب گام بردارند. بدین ترتیب، بورس اوراق بهادار تهران می تواند از پیامدهای کیفیت افشای مناسب (از قبیل تخصیص بهینه منابع در اقتصاد و کارایی اطلاعاتی) بهره مند شود.

به سرمایه گذاران توصیه می شود که در تصمیم گیری های خود علاوه بر متغیرهای مالی و غیرمالی به کیفیت افشا نیز توجه کنند.

با توجه به اهمیت کیفیت افشای اطلاعات، به شرکت ها توصیه می شود که زمان و منابع بیشتری را برای افشای اطلاعات اختصاص دهند.

با توجه به کارا نبودن بازار سرمایه، بهبود رویه های نظارتی، اصلاح مقررات، ثبات بیشتر در سیاست گذاری ها و ایجاد ساز و کار مناسب برای ارائه اطلاعات آگاهی بخش به سرمایه گذاران می تواند به آن ها کمک کند تا به جای تصمیم-گیری بر پایه اطلاعات مالی و غیرمالی به دست آمده از منابع غیر رسمی با مطالعه متغیرهای معتبر حسابداری تصمیم-گیری خود را بهبود بخشند. بنابراین، پیشنهاد می شود که سیستم اطلاع رسانی جامع و مناسبی در بورس اوراق بهادار تهران ایجاد گردد، به طوری که اطلاعات مورد نیاز برای انجام تجزیه و تحلیل های لازم، به موقع و به نحو مطلوبی در اختیار استفاده کنندگان قرار گیرد و استفاده از این اطلاعات منحصر به گروه خاصی نباشد.

منابع و مراجع

- [1] Karamanou, I. and N. Vafeas (2005). "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earning Forecasts: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 3, pp. 453-486.
- [۲] شعری، صابر و محمد مرفوع (۱۳۸۶). "رابطه درصد اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره و سرمایه گذاران نهادی با پیش بینی سود شرکت ها." *مطالعات حسابداری*، شماره ۱۷، ص ۱۰۴-۶۳.
- [۳] حساس یگانه، یحیی و مرشد خیرالهی (۱۳۸۷). "حاکمیت شرکتی و شفافیت." *حسابدار*، سال بیست و سوم، شماره ۲۰۳، صص ۷۴-۷۹.
- [4] Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, pp. 305-360.
- [۵] کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۸۵). *استانداردهای حسابداری*. چاپ هشتم، تهران: انتشارات سازمان حسابرسی.
- [6] Foster, G (1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall. Inc.
- [۷] نمازی، محمد (۱۳۸۲). *بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران*. چاپ اول، تهران: انتشارات معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- [۸] عالی ور، عزیز (۱۳۶۵). *افشا در گزارشگری مالی*. چاپ اول، تهران: مؤسسه حسابرسی سازمان صنایع ملی و سازمان برنامه.
- [9] Hendriksen, E. S. and M. F. Van Breda (1992). *Accounting Theory*, 5th edition. United States of America: IRWIN. Inc.
- [10] Wolk, H. I.; Dodd, J. L.; and M. G. Tearney (2004). *Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment*, 6th edition, United States of America: Thomson.
- [۱۱] شباهنگ، رضا (۱۳۸۴). *تئوری حسابداری*. چاپ دوم، تهران: انتشارات سازمان حسابرسی.
- [12] Kothari, S. P (2000). "The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market." Presented at Building an Infrastructure for Financial Stability Conference (Federal Reserve Bank of Boston), pp. 89-102.
- [13] Hassan, M. S.; Saleh, N. M. and M. R. C. Abd Rahman (2008). "Determinants of Financial Instruments Disclosure Quality among Listed Firms in Malaysia." working paper, [Online]. www.ssrn.com.
- [14] Wallace, R. S. O.; Naser, k.; and A. Mora (1994). "The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain." *Accounting and Business Research*. Vol. 25, Issue. 97, pp. 41-53.
- [15] Singhavi, S. S. and H. B. Desai (1971). "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure." *The Accounting Review*, Vol. 46, No. 1, pp. 129-138.
- [16] Barth, M. E. and K. Schipper (2008). "Financial Reporting Transparency." *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23, No. 2, pp. 173-190.
- [17] Pownall, G. and K. Schipper (1999). "Implications of Accounting Research for the SEC's Consideration of International Accounting Standards for U.S. Securities Offerings." *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 3, pp. 259-280.
- [18] Beretta, S. and S. Bozzolan (2008). "Quality Versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure." *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23, No. 3, pp. 333-375.
- [19] Zhang, M. H (2005). "The Differential Effects of Proprietary Cost on the Quality Versus Quantity of Voluntary Corporate Disclosures." Phd Dissertation, University of Texas.
- [20] Beattie, V., McInnes, W., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28 (3), 205-236.
- [21] Botosan, C. A (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital." *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 3, pp. 323-349.

- [22] Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosure by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26 (3) (Fall), 555-572.
- [23] 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) (September), 405-440.
- [24] Tian, Yu and J. Chen. (2009). Concept of Voluntary Information Disclosure and Review of Relevant Studies, *International Journal of Economics and Finance*, 1(2).
- [25] Amihud, Y. and H. Mendelson (1986). "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread." *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, pp. 223-249.
- [26] Garleanu, N. and L. H. Pedersen (2004). "Adverse Selection and the Required Return." *Review of Financial Studies*, Vol. 17, pp. 643-665.
- [27] Leuz, C. and P. Wysocky (2006). "Capital Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation." Working Paper, [Online]. www.tfmsl.ca.
- [28] Leuz C. and Robert E. Verrecchia (2000), The economic consequences of increased disclosure, *Forthcoming Journal of Accounting Research Supplement*.
- [29] Kyle, A. S (1985). "Continuous Auctions and Insider Trading." *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, pp. 1315-1335.
- [30] Brown, S.; Hillegeist, S. A.; and K. Lo (2004). "Conference Calls and Information Asymmetry." *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 37, pp. 343-366.
- [31] Brown, S. and S. A. Hillegeist (2007). "How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry." *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, pp. 443-477.
- [32] Verrecchia, R. E (1982). "The Use of Mathematical Models in Financial Accounting." *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, pp. 1-42.
- [33] Botosan, C.A., & Plumlee, M.A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40 (1) (March), 21-40.
- [34] Barry, T. C. and S. Brown (1985). "Differential Information and Security Market Equilibrium." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, No. 4, pp. 407-422.
- [35] Handa, P. and S. Linn (1993). "Arbitrage Pricing With Estimation Risk." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No. 1, pp. 81-100.
- [36] Lang, M.H., & Lundholm, R.J. (1993). Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31 (2), 246-271.
- [37] Miller, B. W. Paul, and Paul R. Bahnson, (1999), "Quality Financial Reporting: Why You Need it and How to Implement it", *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, V11(1), 83-101.

[۳۸] نظری، عبدالله؛ میرباقری، سیده آمنه (۱۳۹۰). "افشا اختیاری در مقابل افشای اجباری" *مجله حسابداری و مدیریت مالی*:

بهار و تابستان ۱۳۹۰ - شماره ۶، صص ۱۸-۶.

[۳۹] تجویدی، الناز (۱۳۸۷). "شفافیت و کارایی بازار سرمایه" *مجله حسابداری*، ۱۹۶: ۴۳-۳۴.

[۴۰] پورحیدری، امید؛ حسین پور، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت ها، *مجله چشم انداز مدیریت مالی*، ۵، ۲۸-۹.

- [41] Plumlee, M, Brown, D, Hayes, R & Marshall, S 2010, 'Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence', SSRN eLibrary,
- [42] Ronen, J., & Yaari, V. (2002). Incentives for Voluntary Disclosure. *Journal of Financial Markets*, 5, 349-390.
- [43] Riahi-Belkaoui, A (2001). "Level of Multinationality, Growth Opportunities, and Size as Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure." *American Business Review*, Vol. 19, No. 2, pp. 115-120.

- [44] Verrecchia, R. E (2001). "Essays on Disclosure." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.
- [۴۵] دستگیر، محسن و حمیدرضا بزاززاده (۱۳۸۲). "تأثیر میزان افشاء بر هزینه سهام عادی." *تحقیقات مالی*، شماره ۱۶، صص. ۸۳-۱۰۳.
- [۴۶] نوروش، ایرج و سید علی حسینی (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین کیفیت افشا (قابلیت اتکا و به موقع بودن) و مدیریت سود." *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۵، صص. ۱۱۷-۱۳۴.
- [۴۷] ابراهیمی نژاد، مهدی؛ عباسی، عباس و مجتبی خلیفه (۱۳۸۸). "بررسی روش های افزایش شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه ایران و انتخاب روشی بهینه با استفاده از فرآیند تحلیل سلسله مراتبی: مورد بورس اوراق بهادار تهران." *مجله پیشرفت های حسابداری*، دوره اول، شماره اول، صص. ۱-۲۷.
- [۴۸] مهدوی، غلامحسین و میثم قاسمی (۱۳۸۸). "تأثیر سازه های اجتماعی قانون گرای، اطمینان طلبی، سطح تحصیلات، فردگرایی، جنسیت، رشته تحصیلی و سابقه های کاری بر افشاگری مالی." *مجله پیشرفت های حسابداری*، دوره اول، شماره اول، صص. ۱۹۱-۲۱۵.
- [۴۹] سینایی، حسن علی و عبدالله داوودی (۱۳۸۸). "بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران." *تحقیقات مالی*، شماره ۲۷، صص. ۴۳-۶۰.
- [۵۰] مهدوی پور، علی؛ موسوی شیر، سید محمود و کریمی ریایی، علیرضا (۱۳۸۹). "عوامل موثر بر افشای اطلاعات مالی از طریق اینترنت در وب سایت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." *مجله تحقیقات حسابداری*، دوره ۲، شماره ۵، صص. ۱۶۱-۱۴۲.
- [۵۱] ستایش، محمدحسین؛ کاظم نژاد، مصطفی و مهدی ذوالفقاری (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره ۳، صص. ۷۴-۵۵.
- [52] Ali, B. A.; Trabelsi, S.; and M. G. Summa (2007). "Disclosure Quality and Ownership Structure: Evidence from French Stock Market." [Online]. <www.essec-kpmg.net/us/eufin/pdf/papers>.
- [53] Yue-mei, Z. and L. Yan-Xi (2008). "Information Disclosure Quality: Factors and Measurement." Presented at International Conference on Computer Science and Software Engineering, pp. 911-914.
- [54] Liu, G. and J. Sun (2010). "Ultimate Ownership Structure and Corporate Disclosure Quality: Evidence from China." *Managerial Finance*, Vol. 36, No. 5, pp. 452-467.
- [55] Alsaeed, K (2005). "The Association Between Firm Characteristics and Disclosure." *Journal of American Academy of Business*, Vol.7, No. 1, pp. 310-321.
- [56] Liardo, L (2009). "Association between Company Characteristics and Disclosure Quality of Public Announcements: The Case Tallin, Riga and Vilnius Stock Exchanges." Working Paper, [Online]. www.ssrn.com.
- [۵۷] تهرانی، رضا، عبده تبریزی، حسین، جعفری سرشت، داود. (۱۳۹۰). "ارزیابی تأثیر عرضه عمومی سهام شرکت های دولتی بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران" *مجله نشریه تحقیقات مالی*، دوره ۱۳، شماره ۳۱، بهار و تابستان ۱۳۹۰، صص. ۲۳-۴۰.
- [۵۸] زادمهر، حسینعلی و هدایت اله منصوری (۱۳۷۸). «مدل گزارشگری مالی در بنگاه های اقتصادی - تجاری قسمت اول»، *حسابدار*، شماره ۱۳۵، صص ۱۰-۱۵.
- [۵۹] سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب." *سایت بورس اوراق بهادار تهران*.
- [۶۰] حساس یگانه، یحیی و مرشد خیرالهی (۱۳۸۷). "حاکمیت شرکتی و شفافیت." *حسابدار*، سال بیست و سوم، شماره ۲۰۳، صص. ۷۴-۷۹.
- [۶۱] تجویدی، الناز (۱۳۸۷). "شفافیت و کارایی بازار سرمایه." *مجله حسابدار*، ۱۹۶: ۳۴-۴۳.