

قیمت گذاری افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران

نازنین بشیری منش^۱، علی رحمانی^۲، سیدعلی حسینی^۳، میرحسین موسوی^۴

چکیده: افشای اختیاری اطلاعات شرکتها از ابزار مهم مدیران به منظور انتقال اطلاعات عملکرد مالی به سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر افراد ذی نفع است. یکی از دلایل مهم تقاضا برای افشای اطلاعات، مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات است. هدف این پژوهش بررسی قیمت گذاری افشای اختیاری با بهره مندی از مدل های اولسون (۱۹۹۵)، استون و هریس (۱۹۹۶) و مدل ارزش شرکت با توجه به اثر درون زای متغیر افشا است. در این راستا، شاخص افشای اختیاری ۱۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ به کمک روش تحلیل محتوا و رویکرد وزن دهی یکسان، محاسبه و آزمون شد. یافته های پژوهش نشان می دهد افشای اختیاری شرکتها در تصمیم گیری و ارزش گذاری شرکتها به کار می رود. همچنین بررسی مدل غیرخطی ارزش شرکت نشان می دهد در ارزش گذاری شرکتها سطح مطلوبی از افشای اختیاری به کار برده می شود.

واژه های کلیدی: ارزش شرکت، افشای اختیاری، بازده سهام، قیمت سهام.

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران
۲. دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران
۳. استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران
۴. استادیار گروه اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۰۳/۳۰

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۴/۰۶/۱۸

نویسنده مسئول مقاله: نازنین بشیری منش

E-mail: bashirimanesh@gmail.com

مقدمه

سرمایه گذاران و اعتباردهندگان بر اساس اطلاعات منتشرشده در گزارش های اقتصادی، مالی و غیرمالی، تصمیم می گیرند. سرمایه گذاران و اعتباردهندگان در تصمیم هایشان، علاوه بر اطلاعات مالی، اطلاعات غیرمالی مانند اطلاعات کارکنان، عملکرد اجتماعی و زیست محیطی و دارایی های نامشهود را دخالت می دهند. مدیران می توانند برای شفاف تر شدن اطلاعات، اطلاعات مالی و غیرمالی واقعیت های اقتصادی شرکت را به طور اختیاری از طریق گزارشگری مالی افشا کنند.

پژوهش های سال های اخیر، نشان داده است چارچوب گزارشگری مالی سنتی توانایی ارائه اطلاعات کاملی از فعالیت های شرکت را ندارد (گوتتری و بوکر، ۲۰۰۶). بر اساس شواهد تجربی، اطلاعات مهمی مانند اطلاعات دارایی های نامشهود، مسئولیت اجتماعی و زیست محیطی شرکت، سازوکارهای حاکمیت شرکتی و چشم اندازهای آینده فعالیت های شرکت، در گزارشگری سنتی جایگاهی ندارد. از این رو، در راستای رفع نقص های گزارشگری سنتی، انجمن های حرفه ای حسابداری، بورس های اوراق بهادار و شرکت های رتبه بندی بین المللی، با تدوین الگوها و چارچوب هایی برای افشای اختیاری، به مدیران پیشنهاد کرده اند در حد امکان، نیازهای اطلاعاتی ذی نفعان را به کمک آنها برطرف کنند. در ایران نیز پژوهش هایی در زمینه افشای اختیاری صورت گرفته است که برخی معیارهایی مانند پیش بینی سود مدیران (پورحیدری و عرب آبادی، ۱۳۹۳)، شاخص های پیشنهادی بوتوسان (۱۹۹۷) (ولی پور، طالب نیا و احمدی، ۱۳۹۳) و معیار جنسن (۲۰۰۲) (خدای پور و محرومی، ۱۳۹۱) را برای اندازه گیری افشای اختیاری به کار برده اند و برخی دیگر فقط یکی از ابعاد افشای اختیاری همچون سرمایه فکری (مشایخی، سیدی و زرگران یزد، ۱۳۹۳) و حسابداری اجتماعی (مران جوری و علی خانی، ۱۳۹۳) را در بررسی افشای اختیاری لحاظ کرده اند؛ در حالی که افشای اختیاری ابعاد گوناگونی دارد که اندازه گیری آن بر حسب الگویی جامع، می تواند نتایج کامل و شفاف تری از اهمیت افشای اختیاری در بهبود شفافیت اطلاعاتی ارائه دهد.

سؤال اصلی پژوهش این گونه مطرح می شود: آیا افشای اختیاری مدیران از محتوای ارزشی و فزاینده ای در بازار سرمایه ایران برخوردار است؟ تحقیقات در ادبیات افشای اختیاری نشان می دهد مدیران در راستای پاسخگویی به نیازهای اطلاعاتی ذی نفعان، با افشای اختیاری اطلاعات مالی و غیرمالی تلاش می کنند شفافیت اطلاعاتی را افزایش دهند و هزینه های ناشی از تضاد منافع بین مالکان و مدیران را کاهش داده و بر اتکال پذیری اطلاعات بیفزایند. بر این اساس، انتظار می رود استفاده از اطلاعاتی که مدیران به طور داوطلبانه افشا می کنند، به دلیل کارایی اطلاعاتی برای سرمایه گذاران مفید باشد. یافته های این پژوهش می تواند برآوردی معقول و

منطقی از سطح افشای اختیاری مدیران و کارایی اطلاعاتی آنان ارائه دهد. این پژوهش با به‌کارگیری الگوی جامعی از ابعاد گوناگون افشای اختیاری در اندازه‌گیری افشای اختیاری و درون‌زا فرض کردن متغیر افشای اختیاری در ارزش‌گذاری شرکت‌ها، چشم‌انداز جدیدی در بررسی محتوای ارزشی افشای اختیاری ارائه می‌دهد.

پیشینه پژوهش

یکی از حوزه‌های مهم تحقیقات حسابداری که در کانون توجه محققان داخلی و خارجی قرار دارد، بررسی محتوای اطلاعاتی داده‌های حسابداری است. هدف این نوع تحقیقات، بررسی این موضوع است که آیا نوع خاصی از داده‌های حسابداری مانند سود حسابداری، اطلاعاتی به مجموعه اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران می‌افزاید و آنها را در جهت تصمیم‌گیری بهتر رهنمون می‌کند؟ این حوزه از تحقیقات با مطالعات بال و براون (۱۹۶۸) و بیور (۱۹۶۸) آغاز شد و پس از آن، رابطه متغیرهای حسابداری با ارزش بازار سهام شرکت برای تحلیل کارایی اطلاعاتی داده‌های حسابداری بررسی شد. مدل در حالت کلی به شکل رابطه ۱ تعریف می‌شود.

$$p = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i x_i + \varepsilon \quad \text{رابطه ۱}$$

در این مدل، قیمت سهام شرکت (p) برحسب داده‌های مختلف حسابداری (x) توضیح داده می‌شود.

تحقیقات در حوزه محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری نشان می‌دهد، محققان برای ارزیابی سطح آگاهی‌بخشی اطلاعات حسابداری، از مدل اولسون (۱۹۹۵)، مدل استون و هریس (۱۹۹۶)، مدل کولینز و همکاران (۱۹۹۴) و ارزش شرکت استفاده می‌کنند. در ادامه به برخی از تحقیقات انجام‌شده درباره محتوای ارزشی افشای اختیاری اشاره می‌شود.

گلب و زاروئین (۲۰۰۲) به بررسی ارتباط بین افشای اختیاری و قدرت آگاهی‌بخشی قیمت سهام پرداختند. این پژوهش از مدل کولینز و همکاران (۱۹۹۴) به‌منظور سنجش قدرت آگاهی قیمت سهام بهره برده است. یافته‌های پژوهش نشان داد، در شرکت‌هایی که قیمت سهام از قدرت تبیین بیشتری برای سودآوری آتی شرکت برخوردار است، سطح افشای اطلاعات بیشتر است.

لو، کورتی و حسین (۲۰۰۶) به بررسی اثر افشای اختیاری بر رابطه بین بازده سهام با سود جاری و آتی شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی با سطح افشای اختیاری زیاد، اطلاعات بیشتری درباره عملکرد آتی در بازده کنونی سهامشان منعکس می‌کنند.

در پژوهش بنکهایچ و پلنبرگ (۲۰۰۸)، اثر افشای اختیاری بر رابطه بین بازده و سود آتی بررسی شده است. یافته‌ها نشان داد افشای اختیاری، اثری در بهبود رابطه بازده سهام و سود آتی شرکت ندارد.

حسینی و واکر (۲۰۰۹) گزارش‌های الکترونیکی شرکت‌های انگلیسی را به منظور اندازه‌گیری سطح افشای اختیاری اطلاعات چشم‌انداز آتی بررسی کردند و نتیجه گرفتند سطح زیاد افشای اختیاری اطلاعات، توانایی بازار برای پیش‌بینی قیمت سهام برحسب تغییرات سود را بهبود می‌دهد.

حسن جورجینی و روملی (۲۰۰۹) در بررسی رابطه افشای اختیاری و اجباری در شرکت‌های مصری دریافتند، بین افشای اختیاری و ارزش شرکت هیچ‌گونه رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین افشای اجباری و ارزش شرکت، رابطه منفی و معناداری برقرار است. لی (۲۰۱۰) به بررسی محتوای اطلاعاتی افشای اختیاری اطلاعات چشم‌انداز آتی پرداخت و نتیجه گرفت، میزان افشای اطلاعات آتی با سودآوری آتی شرکت رابطه مثبت معناداری دارد و بازار از این اطلاعات برای تصمیم‌گیری بهره می‌برد.

وفایی، تیلور و احمد (۲۰۱۱) به بررسی قیمت‌گذاری افشای سرمایه فکری برتر بورس‌های استرالیا، هنگ‌کنگ، سنگاپور و بریتانیا پرداختند. آنها دریافتند افشای سرمایه فکری در بورس‌های بریتانیا و هنگ‌کنگ، تأثیر مثبتی بر قیمت سهام شرکت‌ها دارد و استفاده از این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران مفید است.

آل. آکرا و جهانگیرعلی (۲۰۱۲)، قیمت‌گذاری افشای اختیاری در بورس اردن را بررسی کردند. آنها با کنترل اثر درون‌زای افشای اختیاری بر ارزش شرکت، از روش رگرسیون دومرحله‌ای بهره بردند. یافته‌های آنان نشان رابطه مثبت و معناداری بین افشای اختیاری و ارزش شرکت برقرار است.

وانگ و حسینی (۲۰۱۳) به بررسی محتوای ارزشی افشای اختیاری اطلاعات چشم‌انداز آتی پرداختند. آنها محتوای ارزشی افشای اختیاری را بر حسب توانایی قیمت سهام برای پیش‌بینی سود آتی ارزیابی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد سازوکارهای راهبری شرکتی بر سطح افشای اختیاری اطلاعات تأثیر دارد و در این شرکت‌ها، توانایی قیمت سهام برای پیش‌بینی سود آتی بیشتر است.

سامدرام، استوارت، ویکارمانک و سیناکانو (۲۰۱۴) محتوای ارزشی افشای سرمایه انسانی را در بورس مالزی بررسی کردند. یافته‌ها تأثیر مثبت افشای اختیاری سرمایه انسانی را بر ارزش بازار شرکت تأیید کرد.

مومن، عثمان و حسینی (۲۰۱۵)، محتوای ارزشی افشای اطلاعات ریسک را بررسی کردند. شواهد نشان داد افشای اختیاری اطلاعات ریسک شرکت به توانایی بازار در پیش‌بینی سود سال‌های آتی کمک می‌کند.

خدمی‌پور و محرومی (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر مربوط بودن سود هر سهم پرداختند. آنها سطح افشای اطلاعات را به کمک معیار جنسن اندازه گرفتند. نتایج نشان داد افشای داوطلبانه، اثر معناداری بر مربوط بودن سود هر سهم ندارد.

پورحیدری و حسین‌پور (۱۳۹۱) رابطه افشای اجباری و اختیاری را با ارزش شرکت بررسی کردند. بر اساس یافته‌های آنان بین افشای اجباری و ارزش بازار سهام شرکت‌ها، رابطه معناداری برقرار است؛ اما رابطه معناداری بین افشای اختیاری و ارزش بازار سهام وجود ندارد.

اسفه‌سالاری و زارعی (۱۳۹۲) واکنش سرمایه‌گذاران به خالص دارایی‌های عملیاتی و سود عملیاتی غیرعادی را به کمک مدل فلتام و اولسون (۱۹۹۵) در شرکت‌هایی با تغییر در افشای اختیاری بررسی کردند. نتایج نشان داد مدیران شرکت‌هایی که ارزش شرکتشان از جانب سرمایه‌گذاران کم‌نمایی شده است، اقدام به افزایش افشای اختیاری اطلاعات کرده‌اند.

ولی‌پور و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر افشای اختیاری بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری پرداختند و نتیجه گرفتند با افزایش سطح افشای اختیاری، مربوط بودن و محتوای اطلاعاتی ارزش دفتری هر سهم افزایش می‌یابد؛ اما محتوای اطلاعاتی سود هر سهم در تمام سطوح افشای اختیاری یکسان است.

پورحیدری و عرب‌آبادی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری مدیران پرداختند. محققان در این پژوهش، متغیر پیش‌بینی سود در بازه هفت روز پس از اعلام سود و زیان شرکت را به عنوان افشای اختیاری اطلاعات در نظر گرفتند. بررسی پیش‌بینی‌های خوب و بد مدیران نشان داد مدیران برای حداکثرسازی قیمت سهام شرکتشان، اخبار خوب را افشا کرده و اخبار بد را حفظ می‌کنند.

مهدوی، بهپور و کاظم‌نژاد (۱۳۹۳) به بررسی رابطه همزمان متغیرهای کیفیت افشا و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس پرداختند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی که عملکرد بیشتری دارند، اطلاعات را با کیفیت بهتری افشا می‌کنند و شرکت‌های بزرگ‌تر، از کیفیت افشای اطلاعات مناسب‌تری برخوردارند.

مرور ادبیات پژوهش داخلی و خارجی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران از اطلاعات افشاشده شرکت‌ها در ارزشیابی سهام بهره می‌برند. در واقع، افشای اختیاری مدیران از محتوای اطلاعاتی برخوردار است و کارایی اطلاعات حسابداری را افزایش می‌دهد.

همان طور که در جدول ۱ مشاهده می شود، در بررسی محتوای ارزشی افشای اختیاری از مدل های اولسون (۱۹۹۵)، استون و هریس (۱۹۹۶)، کولینز و همکاران (۱۹۹۴) و ارزش شرکت استفاده شده است. با توجه به اینکه استفاده از مدل کولینز و همکاران (۱۹۹۴) به اطلاعات سودآوری سه سال بعد شرکت ها نیاز دارد و کسب این اطلاعات در بازه زمانی پژوهش امکان پذیر نبود، در این پژوهش از مدل های اولسون (۱۹۹۵)، استون و هریس (۱۹۹۶) و ارزش شرکت به منظور بررسی قیمت گذاری افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران استفاده می شود.

جدول ۱. ماتریس مفهومی پیشینه پژوهش

مدل های به کاررفته	اولسون (۱۹۹۵)	استون و هریس (۱۹۹۶)	کولینز (۱۹۹۴)	ارزش شرکت	سایر
گلب و زاروین (۲۰۰۲)			*		
لو (۲۰۰۶)			*		
بنکهچ و پلنبرگ (۲۰۰۸)			*		
حسینی و واکر (۲۰۰۹)		*			
حسن و همکاران (۲۰۰۹)				*	
لی (۲۰۱۰)				*	
وفایی و همکاران (۲۰۱۱)	*				
آل. آکرا و جهانگیرعلی (۲۰۱۲)				*	
وانگ و همکاران (۲۰۱۳)				*	
وانگ و حسینی (۲۰۱۳)			*		
سامدرام و همکاران (۲۰۱۴)	*				
مومن و همکاران (۲۰۱۵)			*		
خدامی پور و محرومی (۱۳۹۱)		*			
پورحیدری و حسین پور (۱۳۹۱)				*	
اسفہ سالاری و زارعی (۱۳۹۲)	*				
ولی پور و همکاران (۱۳۹۳)	*	*			
پورحیدری و عرب آبادی (۱۳۹۳)					*
مهدوی و همکاران (۱۳۹۳)				*	

بر این اساس به منظور شناسایی قیمت گذاری افشای اختیاری، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین شده اند:

۱. افشای اختیاری بر قیمت سهام تأثیر معناداری می‌گذارد؛
۲. افشای اختیاری بر بازده سهام تأثیر معناداری می‌گذارد؛
۳. افشای اختیاری بر ارزش شرکت تأثیر معناداری می‌گذارد.

روش‌شناسی پژوهش

با توجه به قلمرو مکانی، جامعه آماری پژوهش همه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از شرایط زیر برخوردارند؛

۱. از ابتدای سال ۱۳۸۸ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۹۲ در بورس فعال بوده و از فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس حذف نشده باشند؛
 ۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، پایان دوره مالی آنها به اسفندماه ختم شود؛
 ۳. در محدوده تعیین شده وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند (به دلیل سیال بودن سهام شرکت و در نتیجه قابل اتکابودن قیمت و بازده سهام)؛
 ۴. شرکت جزء بانک‌ها، مؤسسه‌های اعتباری و سایر نهادهای پولی و مؤسسه‌های واسطه‌گری مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی نباشد.
- بر این اساس، ۱۴۶ شرکت با شرایط یاد شده همخوانی داشتند و برای نمونه پژوهش انتخاب شدند. بدین ترتیب فرضیه‌های پژوهش بر حسب ۷۳۰ مشاهده سال - شرکت برای این شرکت‌ها آزمایش شد.

مدل‌های پژوهش

در مطالعات حوزه محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری، پژوهشگران مدل اولسون (۱۹۹۵) را به‌طور گسترده‌ای به‌کار برده‌اند (رابطه ۲).

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVS_{it} + \varepsilon_i \quad \text{رابطه ۲}$$

که در آن؛ P قیمت سهام چهار ماه بعد از پایان سال مالی (به‌منظور کسب اطمینان از اینکه قیمت‌ها، اطلاعات حسابداری افشاشده گزارش‌های سالانه شرکت‌ها را منعکس کرده‌اند)؛ EPS سود هر سهم در پایان سال مالی شرکت و BVS ارزش دفتری هر سهم در پایان سال مالی شرکت است. این مدل برای ارزیابی سودمندی اطلاعات حسابداری در تعیین ارزش قیمت‌های سهام به‌کار برده می‌شود و نشان می‌دهد چگونه ارزش بازار شرکت به هر دو متغیر ارزش دفتری و سود حسابداری وابسته است.

مدل دوم پژوهش، مدل بازده استون و هریس (۱۹۹۶) است که دو عامل سود هر سهم و تغییرات سود هر سهم را در تبیین بازده سهام در نظر می‌گیرد (رابطه ۳).

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/(P_{it-1}) + \beta_2 \Delta EPS_{it}/P_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۳}$$

که در آن؛ R بازده دوازده ماهه است که از نسبت مجموع تغییرات قیمت سهام در چهارماه بعد از پایان سال مالی و سود نقدی هر سهم بر قیمت سهام در پایان چهار ماه سال قبل به دست می‌آید؛ ΔEPS تغییرات سود هر سهم نسبت به سال قبل و P قیمت سهام در پایان سال قبل است. این مدل برای بررسی سودمندی اطلاعات حسابداری، بهبود در قدرت توضیح بازده سهام شرکت را معیار قرار می‌دهد. بر این اساس، انتظار می‌رود ارتباط ارزشی اطلاعات بر حسب توانایی در توضیح بازده سهام سنجیده شود.

به منظور سنجش اثرگذاری متغیر افشای اختیاری به کمک مدل‌های اولسون (۱۹۹۵) و استون و هریس (۱۹۹۱) با افزودن متغیر افشای اختیاری و برخی متغیرهای کنترلی مبتنی بر پژوهش الفراحی و الانزی (۲۰۱۱)، مدل‌های یادشده بسط داده شده‌اند (رابطه‌های ۴ و ۵).

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVS_{it} + \beta_3 VD_{it} + \beta_4 EPS_{it} \times VD_{it} + \beta_5 BVS_{it} \times VD_{it} + \beta_6 LOSS_{it} \times EPS_{it} + \beta_7 LSIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۴}$$

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/P_{it-1} + \beta_2 \Delta EPS_{it}/P_{it-1} + \beta_3 VD_{it} + \beta_4 EPS_{it}/P_{it-1} \times VD_{it} + \beta_5 EPS_{it}/P_{it-1} \times VD_{it} + \beta_6 LOSS_{it} \times EPS_{it} + \beta_7 LSIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۵}$$

که در آن؛ VD شاخص افشای اختیاری است که بر حسب الگوی تدوین شده در پژوهش بشیری‌منش و رحمانی (۱۳۹۴) با رویکرد تحلیل محتوا و وزن دهی یکسان محاسبه شده است. بر حسب این الگو، افشای اختیاری متشکل از ابعاد اطلاعات عمومی (۲۴ قلم)، چشم‌انداز آتی شرکت (۱۵ قلم)، راهبری شرکتی (۲۰ قلم)، تولید و فرایندهای داخلی (۳۵ قلم)، رشد و نوآوری (۱۷ قلم)، سرمایه مشتری (۲۴ قلم)، سرمایه انسانی (۲۴ قلم)، عملکرد اجتماعی (۱۳ قلم)، عملکرد زیست‌محیطی (۱۷ قلم) و اطلاعات مالی و عملکرد سهام (۵۷ قلم) است. شاخص یادشده بر حسب رابطه ۶ محاسبه شده است.

$$VD = \sum_{j=1}^n \frac{dj}{n} \quad \text{رابطه ۶}$$

که در آن؛ VD نمره افشا به صورت تجمعی؛ dj اگر مورد زام افشا شده باشد عدد ۱ و در صورت افشانشدن عدد صفر و n حداکثر نمره‌ای است که هر شرکت می‌تواند به دست آورد. size لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت و معیاری برای نشان دادن اندازه شرکت است. loss نیز متغیر موهومی است که برای شرکت‌های زیان‌ده یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

مدل سوم پژوهش، مدل‌های معرفی شده در پژوهش آل. آکرا و جهانگیرعلی (۲۰۱۲) است که بر حسب قدرت توضیح متغیر افشای اختیاری درباره ارزش شرکت، محتوای ارزشی متغیر را می‌سنجد. با توجه به مرور ادبیات حوزه افشای اختیاری، احتمال اثر درون‌زای متغیر افشای اختیاری بر ارزش شرکت وجود دارد؛ از این رو در مرحله اول به کمک رابطه ۷ ارزش پیش‌بینی شده رگرسیون برای افشای اختیاری محاسبه می‌شود.

$$VD_{it} = \beta_0 + \beta_1 SO_{it} + \beta_2 ISO_{it} + \beta_3 INO_{it} + \beta_4 MO_{it} + \beta_5 NED_{it} + \beta_6 AC_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 lev_{it} + \beta_{10} YEAR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۷}$$

که در آن؛ SO درصد مالکیت دولتی (درصد سهام شرکت که توسط نهادها و مؤسسه‌های دولتی سرمایه‌گذاری شده است)؛ ISO درصد مالکیت نهادی (درصد سهام شرکت که توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های مالی و بانک‌ها و شرکت‌های بیمه سرمایه‌گذاری شده است)؛ INO درصد سهامدار عمده شرکت (درصد مالکیت سهام بزرگ‌ترین سهامدار عمده)؛ NED درصد مدیران غیرموظف (نسبت مدیران غیرموظف به هیئت‌مدیره شرکت)؛ ROA نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها؛ LEV نسبت بدهی به کل دارایی‌ها و YEAR نشان‌دهنده سال است. در مرحله دوم، ارزش محاسبه شده افشای اختیاری برحسب رابطه ۷ در مدل ارزش شرکت وارد می‌شود.

$$MT/BV_{it} = \beta_0 + \beta_1 VDF_{it} + \beta_2 GRTH_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \beta_4 lev_{it} + \beta_5 YEAR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۸}$$

که در آن؛ MT/BV ارزش شرکت (نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی) است. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از حاصل ضرب تعداد سهام منتشر شده در پایان سال مالی که از گزارش‌های سالانه شرکت‌ها به دست می‌آید، در قیمت سهام برای چهار ماه بعد از پایان سال مالی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (ارزش دفتری در پایان سال مالی) محاسبه می‌شود. به دلیل چولگی و کشیدگی زیاد این متغیر، از لگاریتم

طبیعی آن در مدل استفاده شده است؛ VDF ارزش پیش‌بینی شده شاخص افشای اختیاری برحسب مدل رگرسیون افشای اختیاری؛ GRTH لگاریتم طبیعی نسبت فروش سال جاری به سال قبل و نشان‌دهنده معیاری از رشد شرکت و LIQ نسبت جاری و نشان‌دهنده معیاری از میزان نقدینگی شرکت است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

برای تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ نشان داده شده است. با توجه به جدول ۲ میانگین سطح افشای اختیاری ۰/۲۸ است. این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه پژوهش، به طور متوسط کمتر از یک سوم از اجزای الگوی جامع افشای اختیاری را ارائه می‌دهند و با سطح مطلوب افشای اختیاری فاصله زیادی دارند. همچنین حداقل سطح افشای اختیاری ۰/۱۷ و حداکثر آن ۰/۵۸ است. این پراکندگی در پژوهش‌های داخلی و خارجی افشای اختیاری نیز مشاهده شده است (پورحیدری، ۱۳۹۱ و آل. آکرا، ۲۰۱۲).

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار
سود هر سهم	-۱۵۶۴/۹۰	۹۱۴۴	۸۳۲/۵	۵۰۶/۲۰	۱۱۲۳/۵
ارزش دفتری هر سهم	۱۶/۸۶	۹۹۰۸/۶۵	۲۳۲۴/۳۲	۱۸۶۳/۶۳	۱۶۰۰/۸۷
قیمت سهام	۴۲۹	۴۵۸۷۱	۵۱۵۳/۷۶	۲۹۶۱/۵	۵۴۸۳/۱۱
بازده سهام	-۰/۵۹	۸/۹۳	-۰/۵۸	۰/۳۸	-۰/۹۸
درصد مالکیت دولتی	۰/۰۰	-۰/۶۸۴	۰/۳۰۹	۰/۰۱۵	-۰/۸۱۵
درصد مالکیت نهادی	۰/۰۰	۰/۹۸	۰/۴۰	۰/۲۳۷	-۰/۲۳۴
درصد سهامدار عمده	۰/۰۰	-۰/۹۹۴	۰/۴۷۵	۰/۴۹	-۰/۲۲۲
درصد مدیران غیرموظف	۰/۰۰	۱/۰۰	-۰/۶۰	۰/۵۸	-۰/۲۱
اندازه شرکت	۴/۶۷	۸/۰۰	۵/۶۳	۵/۶۳	۰/۶۸
سودآوری	-۲/۹۴	۲/۱۰	۰/۱۰	۰/۰۸	-۰/۲۱
نسبت نقدینگی	۰/۰۳۲	۹/۷۷	۱/۱۸	۱/۰۱	-۰/۹۰
رشد فروش	-۱/۸۱	۱/۷۳	-۰/۱۵	۰/۱۵	-۰/۳۱
افشای اختیاری	۰/۰۱۷	۰/۵۸	۰/۲۸	۰/۲۷	-۰/۰۸
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۹۶	۲/۹۸	-۰/۶۶	۰/۶۵	-۰/۷۲
نسبت کیوتوبین	۰/۴۰۳	۷/۷۲	۲/۰۵۳	۱/۴۷	-۰/۷۲
اهرم مالی	-۴/۸۰	۵/۴۱	-۰/۱۲	۰/۰۵۸	-۰/۳۱

آمار استنباطی

پیش از تخمین مدل‌های پژوهش، با توجه به داده‌های ترکیبی به بررسی مفروضات الگوی رگرسیون پرداخته می‌شود. آزمون پایایی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد همه متغیرهای به‌کاررفته در پژوهش ایستا هستند. همخطی متغیرهای مستقل نیز به کمک شاخص عامل تورم واریانس (VIF) بررسی شد که برای متغیرهای مستقل همه تخمین‌ها کمتر از ۱۰ به دست آمد و نشان داد مشکل همخطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد. بر اساس نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن، از روش اثرهای ثابت برای تخمین مدل‌های پژوهش استفاده شد. آزمون وایت به منظور بررسی ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش اجرا شد و به دلیل مشاهده ناهمسانی واریانس برای مدل‌های اثرهای ثابت، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته GLS بهره برده شد. آماره دوربین واتسون نیز برای بررسی خودهمبستگی میان اجزای باقی‌مانده به کار رفت.

آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل اولسون (۱۹۹۵)

جدول ۳. بررسی قیمت‌گذاری افشای اختیاری (مدل اولسون، ۱۹۹۵)

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVS_{it} + \beta_3 VD_{it} + \beta_4 EPS_{it} \times VD_{it} + \beta_5 BVS_{it} \times VD_{it} + \beta_6 LOSS_{it} \times EPS_{it} + \beta_7 LSIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدا	۲۶۷۵/۳۹	۱۴/۱۵۲	۰/۰۰۰	-۲۰۳۵۱/۷۵	-۱۰/۱۷۸	۰/۰۰۰
سود هر سهم	۱/۸۰۱	۱۱/۲۳۷	۰/۰۰۰	۲/۷۰۳	۱۷/۴۸	۰/۰۰۰
ارزش دفتری	۰/۴۲۱	۴/۸۶۲	۰/۰۰۰	۰/۱۴۸	-۲/۳۹۲	۰/۰۱۷
افشای اختیاری				۱۶۴۷/۰۴	۱/۹۸۴	۰/۰۴۷
چارک پایین افشای اختیاری × ارزش دفتری				۰/۰۸۰	۰/۸۵۵	۰/۳۹۲
چارک بالای افشای اختیاری × ارزش دفتری				-۰/۰۸۵	-۰/۹۷۶	۰/۳۳۰
چارک پایین افشای اختیاری × سود هر سهم				-۱/۱۵۴	-۵/۶۰۱	۰/۰۰۰
چارک بالای افشای اختیاری × سود هر سهم				۰/۵۶۸	۲/۶۱۷	۰/۰۰۷
اندازه شرکت				۳۸۳۹/۴۳	۱۱/۴۲۰	۰/۰۰۰
زیان‌دهی				-۲/۳۶۵	-۹/۸۴۸	۰/۰۰۰
R ^۲ تعدیل‌شده	۰/۷۹				۰/۹۰	
آماره F	۱۹/۳۸				۵۲/۸۴۰	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰				۰/۰۰۰	
دوربین واتسون	۲/۰۹				۲/۱۴	

یافته‌های جدول ۳ نشان می‌دهد، متغیر افشای اختیاری تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام می‌گذارد. بسط مدل اولسون (۱۹۹۵) با متغیر افشای اختیاری، به افزایش قدرت تبیین مدل از ۰/۷۹ به ۹۰ درصد منجر شده است. همچنین، سود هر سهم از شرکت‌هایی که سطح افشای اختیاری زیادی دارند با قیمت سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری برقرار کرده است. از این رو، قدرت تبیین سود هر سهم از شرکت‌هایی که از سطح افشای اختیاری بیشتری برخوردارند در مقایسه با شرکت‌هایی که سطح افشای اختیاری کمتری دارند، بیشتر است. این نتیجه فرضیه اول پژوهش را تأیید می‌کند.

مدل استون و هریس (۱۹۹۶)

یافته‌های جدول ۴ نشان می‌دهد افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری با بازدهی سهام برقرار می‌کند. بسط مدل استون و هریس (۱۹۹۴) با متغیر افشای اختیاری، قدرت تبیین مدل را ۲۰ درصد افزایش داده است. همچنین سود هر سهم از شرکت‌هایی که سطح افشای اختیاری بیشتری دارند، رابطه مثبت و معناداری با سطح بازدهی شرکت‌ها برقرار کرده است. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۴. بررسی قیمت‌گذاری افشای اختیاری (مدل استون و هریس، ۱۹۹۶)

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it}/P_{it-1} + \beta_2 \Delta EPS_{it}/P_{it-1} + \beta_3 VD_{it} + \beta_4 EPS_{it}/P_{it-1} \times VD_{it} + \beta_5 EPS_{it}/P_{it-1} \times VD_{it} + \beta_6 LOSS_{it} \times EPS_{it} + \beta_7 LSIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۰/۶۳۸	۳۱/۸۳۲	۰/۰۰۰	-۱/۱۷۱	-۱۴/۱۶۹	۰/۰۰۰
سود هر سهم	۰/۶۰۰	۶/۶۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۵۹۶	۴/۶۶۶	۰/۰۰۰
تغییرات سود هر سهم	۰/۰۶۰	۱/۷۱۴	۰/۰۸۷	-۰/۰۲۶	-۰/۷۷۴	۰/۴۳۹
افشای اختیاری				-۰/۲۷۷	۱/۹۴۴	۰/۰۵۲
چارک پایین افشای اختیاری × سود هر سهم				-۰/۱۵۴	۱/۵۸۶	۰/۱۱۲
چارک بالای افشای اختیاری × سود هر سهم				۰/۶۰۷	۷/۲۵۷	۰/۰۰۰
چارک پایین افشای اختیاری × تغییرات سود هر سهم				-۰/۴۱۶	۲/۳۱۸	۰/۰۲۰
چارک بالای افشای اختیاری × تغییرات سود هر سهم				-۰/۰۰۹	-۰/۰۵۳	۰/۹۵۷
زبان‌دهی				-۱/۳۸۰	-۶/۱۱۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت				-۰/۲۹۰	۲۳/۴۴۵	۰/۰۰۰
R^2 تعدیل شده		۰/۵۰			۰/۷۰	
دوربین واتسون		۲/۳۰			۲/۱۱	
آماره F		۵/۸۴			۱۱/۷۱۷	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰			۰/۰۰۰	

اثر درون‌زای متغیر افشای اختیاری بر ارزش شرکت

همان‌طور که در پیشینه پژوهش بیان شد، رابطه متقابلی بین ارزش شرکت و سطح افشای اختیاری برقرار است. از این رو، برآورد رگرسیون تک‌مرحله‌ای بدون در نظر گرفتن اثر درون‌زایی بین متغیر وابسته و متغیر مستقل، نتایج صحیحی به دست نمی‌دهد. به منظور سنجش اثر درون‌زای متغیر افشای اختیاری و ارزش شرکت، آزمون هاسمن اجرا می‌شود. ابتدا مدل افشای اختیاری به کمک همه متغیرهای برون‌زای سیستم برآورد شده و مقادیر باقی‌مانده از تخمین متغیر (RES) تعریف می‌شود. سپس مدل ارزش شرکت با بهره‌مندی از همه متغیرهای مدل به علاوه متغیر (RES) برازش می‌شود. نتایج نشان می‌دهد ضریب متغیر (RES) در معادله ارزش شرکت، در سطح یک درصد معنادار است. بنابراین افشای اختیاری در مدل ارزش شرکت، متغیری درون‌زاست و بررسی و تخمین بهینه از این رابطه، مستلزم استفاده از رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله‌ای است.

مدل افشای اختیاری

یافته‌های جدول ۵ نشان می‌دهد، درصد مالکیت دولتی تأثیر مثبت و معناداری بر سطح افشای اختیاری می‌گذارد. در شرکت‌هایی که درصد مالکیت دولتی بیشتر است، افشای اختیاری راهکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود. درصد مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر سطح افشای اطلاعات می‌گذارد. با توجه به اینکه مالکیت نهادی در شرکت، سازوکار نظارتی بر رفتار مدیریت به شمار می‌رود، یافته‌ها نظارت مؤثر مالکیت نهادی بر افشای اطلاعات را تأیید می‌کنند. همچنین تمرکز مالکیت نیز اثر مثبت و معناداری دارد؛ زیرا افزایش تمرکز، سبب مالکیت کنترل و نظارت بیشتر بر مدیران شرکت‌ها می‌شود و در راستای پاسخگویی به نیازهای اطلاعاتی این دسته از ذی‌نفعان، مدیران به شفاف‌سازی اطلاعاتی اقدام می‌کنند. درصد مدیران غیرموظف بر سطح افشای اختیاری تأثیر منفی دارد. در واقع حضور مدیران مستقل در ترکیب هیئت‌مدیره، گزارش داوطلبانه اطلاعات را محدود می‌کند. اندازه شرکت، سودآوری و اهرم مالی، رابطه مثبت و معناداری بر سطح افشای اختیاری برقرار کرده‌اند. شرکت‌های بزرگ در خصوص کمیت و کیفیت اطلاعات، فشار اجتماعی بیشتری را تحمل می‌کنند. از این رو با افزایش سطح افشای اطلاعات، تلاش می‌کنند به نیازهای ذی‌نفعان پاسخ مناسبی دهند. متغیر سال نیز اثر مثبت و معناداری بر سطح افشای اختیاری می‌گذارد. با توجه به اهتمام مسئولان بورس اوراق بهادار بر بهبود شفافیت بازار سرمایه، سطح افشای اختیاری در دوره پژوهش روند رو به رشدی را نشان داده است.

جدول ۵. بررسی مدل افشای اختیاری

$$VD_{it} = \beta_0 + \beta_1 SO_{it} + \beta_2 ISO_{it} + \beta_3 INO_{it} + \beta_4 MO_{it} + \beta_5 NED_{it} + \beta_6 AC_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 lev_{it} + \beta_{10} YEAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۲۲/۹۸	۱۷/۰۵	۰/۰۰۰
درصد مالکیت دولتی	۰/۰۳۴	۲/۱۶	۰/۰۳۱
درصد مالکیت نهادی	۰/۰۰۴	۲/۰۳	۰/۰۴۲
درصد سهامدار عمده	۰/۰۲۵	۳/۷۲	۰/۰۰۰
درصد مدیران غیرموظف	-۰/۸۲۴	-۲/۷۳۲	۰/۰۰۶
اندازه شرکت	۰/۶۴۷	۲/۹۸۲	۰/۰۰۳
سودآوری	۰/۹۲۰	۲/۸۷۴	۰/۰۰۴
اهرم مالی	۰/۱۳۶	۲/۳۵۹	۰/۰۱۸
سال ۸۸	۰/۵۴۲	۴/۷۶۵	۰/۰۰۱
سال ۸۹	۰/۵۱۰	۴/۰۲۲	۰/۰۰۰
سال ۹۰	۰/۹۸۵	۷/۶۴۵	۰/۰۰۰
سال ۹۱	۰/۸۱۰	۶/۰۷۴	۰/۰۰۰
سال ۹۲	۰/۸۷۵	۴/۷۱۶	۰/۰۰۰
R ^۲ تعدیل شده	۰/۹۵	آماره F	۲۰۰/۴۳
دوربین واتسون	۱/۹۱	احتمال آماره F	۰/۰۰۰

مدل ارزش شرکت

بر اساس یافته‌های جدول ۶، متغیر افشای اختیاری اثر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت می‌گذارد. از دید محققان داخلی و خارجی، در تحلیل‌های مالی متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری از ثبات و کارایی بیشتری برخوردار است و می‌تواند نشان‌دهنده ارزش شرکت باشد. اثر مثبت افشای اختیاری بر ارزش شرکت، بیان‌کننده بهره‌مندی سرمایه‌گذاران از اطلاعات افشای اختیاری در ارزش‌گذاری شرکت‌هاست. بر این اساس، فرضیه سوم پژوهش به تأیید می‌رسد. این نتایج با یافته‌های پژوهش آل. آکرا (۲۰۱۲) همخوانی دارد. همچنین اندازه و رشد شرکت تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد، اما نقدینگی شرکت با ارزش شرکت رابطه منفی برقرار کرده است؛ زیرا سطح بالای نقدینگی، از محافظه‌کاری مدیر و استفاده نکردن از وجوه نقد شرکت حکایت می‌کند.

جدول ۶. بررسی قیمت‌گذاری افشای اختیاری (مدل ارزش شرکت)

$$MT/BV_{it} = \beta_0 + \beta_1 VDF_{it} + \beta_2 GRTH_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدا	-۳/۹۱۶	-۶/۸۸۸	۰/۰۰۰
افشای اختیاری	۰/۰۶۵	۲/۱۲۶	۰/۰۳۳
رشد فروش	۰/۱۰۰	۱/۹۹۹	۰/۰۴۶
نسبت جاری	۰/۰۵۸	-۳/۲۶۶	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	۰/۵۲۸	۶/۲۹۶	۰/۰۰۰
اهرم	۰/۰۲۶	۰/۸۴۱	۰/۴۰۰
R ^۲ تعدیل شده	۰/۸۶	آماره F	۲۷/۸۷۱
آماره دوربین واتسون	۲/۲۱	احتمال آماره F	۰/۰۰۰

تحلیل حساسیت

در بسیاری از مطالعات داخلی و خارجی از نسبت کیوتوبین برای اندازه‌گیری ارزش شرکت بهره برده می‌شود. به‌منظور بررسی صحت نتایج به‌دست‌آمده، از معیار کیوتوبین (نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دارایی) برای ارزش شرکت استفاده شد و عملیات برازش مدل بار دیگر تکرار شد.

جدول ۷. بررسی قیمت‌گذاری افشای اختیاری (مدل ارزش شرکت)

$$QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 VDF_{it} + \beta_2 GRTH_{it} + \beta_3 LIQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدا	-۸/۰۹۱	-۵/۸۱۳	۰/۰۶۸
افشای اختیاری	۰/۳۱۶	۴/۹۴۵	۰/۰۰۰
رشد فروش	۰/۰۹۵	۱/۸۷۶	۰/۰۶۱
نسبت جاری	-۰/۰۷۳	-۳/۰۴۸	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	۰/۲۰۳	۲/۴۱۲	۰/۰۱۵
اهرم	۰/۰۲۵	۰/۷۸۲	۰/۴۳۴
R ^۲ تعدیل شده	۰/۵۴	آماره F	۱۲/۶۲۰
دوربین واتسون	۲/۰۳	احتمال آماره F	۰/۰۰۰

همان طور که یافته‌های جدول ۷ نشان می‌دهد، افشای اختیاری دارای ضریب مثبت و معنادار است؛ این تحلیل از قوت نتایج پژوهش حکایت می‌کند.

رابطه غیر خطی افشای اختیاری و ارزش شرکت

هولساسن و واتز (۲۰۰۱) با بررسی شواهد تجربی ادبیات محتوای ارزشی، نشان دادند اغلب محققان از مدل‌های خطی به منظور برآورد مدل‌های ارزش شرکت استفاده می‌کنند؛ در حالی که شواهد تجربی و تئوری‌ها حاکی از وجود رابطه غیرخطی بین متغیرها و ارزش شرکت است. به منظور بررسی این مسئله، مدل ۸ با استفاده از متغیر افشای اختیاری و توان دوم متغیر افشای اختیاری آزمایش شد.

جدول ۸. مدل غیرخطی ارزش شرکت

$$QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 VDF_{it} + \beta_2 VDF_{it}^2 + \beta_3 GRTH_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 YEAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۱/۲۸۰	-۶/۰۹۸	۰/۰۰۰
افشای اختیاری	-۱/۷۸۲	-۲/۷۴۸	۰/۰۰۶
توان دوم افشای اختیاری	۴/۰۰۶	۳/۱۵۴	۰/۰۰۱
رشد فروش	۰/۰۵۱	۲/۰۱۹	۰/۰۰۰
نسبت جاری	-۰/۰۸۷	-۵/۲۶۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۵۵۱	۱۵/۹۵۶	۰/۰۰۰
اهرم	۰/۰۴۴	۲/۰۱۹	۰/۰۴۳
R ^۲ تعدیل شده	۰/۸۰	آماره F	۱۹/۴۶
دوربین واتسون	۲/۳	احتمال آماره F	۰/۰۰۰

بنا بر روش اصلاح شده لی و ژائو (۲۰۱۱)، از آنجا که ضریب مجذور افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد و ضریب افشای اختیاری منفی است، ارتباط یو شکلی (U) دارند. مطابق روش اصلاح شده لی و ژائو (۲۰۱۱) برای محاسبه نقطه کمینه باید در رابطه ۹ از افشای اختیاری (VD) مشتق گرفته شود.

$$\text{Firm value} = -1/782 vd + 4/0.6 vd^2 \quad (\text{رابطه ۹})$$

پس از مشتق‌گیری معادله به شکل رابطه ۱۰ می‌شود. در نتیجه، هنگامی که سطح افشای اختیاری به بیش از ۰/۲۲ برسد، شاهد اثر مثبت افشای اختیاری بر ارزش شرکت خواهیم بود؛ در حالی که تا پیش از این نقطه افشای اختیاری در ارزش‌گذاری شرکت به کار گرفته نمی‌شود. در واقع این نقطه، نقطه کمینه منحنی یو شکل است.

$$0 = -1/782 + 7/57 vd \Rightarrow vd = 0/22 \quad (\text{رابطه ۱۰})$$

سطح افشای بیش از ۰/۲۲ متعلق به شرکت‌هایی است که در چارک بالای افشای اختیاری قرار می‌گیرند. همان‌طور که در نتایج مدل اولسون و استون و هریس نیز مشاهده شد، در این گروه از شرکت‌ها سود هر سهم از توانایی تبیین بیشتری برای قیمت سهام برخوردار است.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی قیمت‌گذاری افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران پرداخته شد. شواهد تجربی از محتوای ارزشی افشای اختیاری برای سرمایه‌گذاران، می‌تواند تأثیر بسزایی در تمایل شرکت‌ها به بهبود سطح افشا و شفافیت اطلاعاتی داشته باشد. بررسی ادبیات حوزه محتوای ارزشی نشان می‌دهد مدل‌های اولسون (۱۹۹۵) و استون و هریس (۱۹۹۶) از پرکاربردترین مدل‌ها در بررسی کارایی اطلاعاتی داده‌های حسابداری است. پس از بسط مدل‌های یادشده بر حسب افشای اختیاری، افشای اختیاری تأثیر مثبتی بر محتوای اطلاعاتی قیمت و بازده سهام شرکت گذاشت. برخی از پژوهشگران به منظور بررسی محتوای ارزشی افشای اختیاری به بررسی رابطه آن با ارزش شرکت پرداختند. در این پژوهش با توجه به اثر درون‌زای متغیر افشای اختیاری بر ارزش شرکت، مدل ارزش شرکت با استفاده از متغیر نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری و نسبت کیوتوبین بررسی شد. نتایج این مرحله، یافته‌های آزمون مدل‌های اولسون و استون و هریس را تأیید کرد.

در مرحله بعد، با توجه به امکان برقراری رابطه غیرخطی بین ارزش شرکت و افشای اختیاری، مدل ارزش شرکت آزمایش شد. یافته‌ها نشان داد هنگامی که سطح افشای اختیاری به بیش از ۰/۲۲ برسد، افشای اختیاری بر ارزش شرکت اثر مثبت می‌گذارد؛ در حالی که در سطحی کمتر از این میزان، افشای اختیاری برای ارزش‌گذاری شرکت به کار برده نمی‌شود. در واقع

سرمایه گذاران، سهامداران و تحلیل گران، سطح مطلوب افشای اختیاری را پیامی از کیفیت بهتر اطلاعات در نظر می گیرند و ارزش بیشتری برای شرکت های با سطح افشای بالاتر قائل می شوند. به طور کلی، نتایج پژوهش واکنش مثبت سرمایه گذاران به افشای اختیاری اطلاعات در بازار سرمایه ایران را تأیید می کند. این نتایج با یافته های تجربی وفایی و همکاران (۲۰۱۱)، آل. آکرا (۲۰۱۲)، سامدرام و همکاران (۲۰۱۴) و وانگ و همکاران (۲۰۱۳) سازگاری دارد.

این پژوهش دچار محدودیت هایی مانند شرایط رونق و رکود بازار سرمایه طی دوره زمانی پژوهش و لحاظ نکردن این شرایط و همچنین بررسی نکردن اثر افزایش سرمایه بر محاسبه سود هر سهم و ارزش دفتری بود. یافته های این پژوهش، ادبیات حوزه افشای اختیاری و ادبیات حوزه محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری را بسط می دهد.

توجه به ویژگی های خاص صنایع، مانند انحصاری بودن، فعالیت های بین المللی، سطح رقابت و... و همچنین بهره مندی از سایر مدل ها و شیوه های آماری برای ارزیابی قیمت گذاری افشای اختیاری، می تواند به تبیین بهتری از قیمت گذاری افشای اختیاری در بازار سرمایه منجر شود.

References

- Abbott, W. F. & Monsen, R. J. (1979). On the measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosure as a Method of Measuring Corporate Social Involvement. *Academy of Management Journal*, 22(3): 501-515.
- Al-Akra, M. & Jahangir Ali, M. (2012). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: The case of Jordan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(5): 533-549.
- Alfaraih, M. & Alanezi, F. (2011). The usefulness of earnings and book value for equity valuation to Kuwait stock exchange participants. *International Business & Economics Research Journal*, 10(1): 73-89.
- Alfaraih, M. & Alanezi, F. (2011). Dose voluntary disclosure level affect the value relevance of accounting information? *Accounting & taxation*, 3(2): 65-84.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2):159-178.
- Banghøj, J. & Plenborg, T. (2008). Value relevance of voluntary disclosure in the annual report. *Journal of Accounting and Finance*, 48 (2): 159-180.

- Bashirimanesh, N. & Rahmani, A. (2015). Design and explanations of voluntary disclosure model. *Thesis of Doctor of Philosophy*, Tehran, University Alzahra.
- Binh, T.Q. (2012). Voluntary Disclosure Information in the Annual Reports of Non -Financial Listed Companies: The Case of Vietnam. *Journal of Applied Economics and Business Research (JAEBR)*, 2(2): 69-90.
- Botosan, C.A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3): 323-349.
- Collins, D. W., Kothari, S., Shanken, J. & Sloan, R. (1994). Lack of timeliness versus noise as explanations for low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18(3): 289-324.
- Cooke, T.E. (1989). Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. *International Financial Management and Accounting*, 1(2): 171-195.
- Easton, P. D. & Harris, T. S. (1991). "Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research* , 29(1): 19-37.
- Feltham, G. & Ohlson, J.A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* 11(2): 689- 731.
- Gelb, D. S. & Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7 (1): 33-52.
- Guthrie, J. & Matthews, M. R. (1985). Corporate social accounting in Australia. In: E, P. L. (ed.) *Research in corporate social performance and policy*. 7(1): 251-277
- Guthrie, J., Boedker, C. (2006). Perspectives on "new" models of business reporting: A reflective note. *Accounting Auditing and Accountability Journal*, 19 (6): 785 - 792,
- Haniffa, R. M. & Cooke, T. E. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38(3): 317-349.
- Hassan Giorgioni, G. & Romilly, P. (2006). The Extent of Accounting Disclosure and its Determinants in an Emerging Capital Market: the Case

- of Egypt International. *Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 3(1): 41-67.
- Hassan, O., Romilly, P., Giorgioni, G. & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44(1): 79-102.
- Heitzman, S., Wasley, C. & Zimmerman, J. (2010) The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms' disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1): 109-132.
- Holthausen, R.W. & Watts, R.L. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3): 3-75.
- Hussainey, K., and Walker, M. (2009). The effects of voluntary disclosure and dividend propensity on prices leading earnings. *Accounting and Business Research*, 39 (1): 37-55.
- Khodamipour, A. & Mahroomi, R. (2012). Effect of voluntary disclosure on value relevance of earnings per share. *Journal of Management Accounting*, 14(3): 1-12. (in Persian)
- Lee, S. & Xiao, Q. (2011). An examination of the curvilinear relationship between capital intensity and firm performance for publicly traded US hotels and restaurants. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 23 (6): 862- 880.
- Li, F. (2010). The Information Content of Forward-Looking Statements. in Corporate Filings-A Naïve Bayesian Machine Learning Approach. *Journal of Accounting Research*, 48 (5):1049-1102
- Luo, S., Courtenay, S. & Hossain, M. (2006). The effect of voluntary disclosure, ownership structure and proprietary cost on the return-future earnings relation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(5): 501-521.
- Mahdavi, G., Behpour, S. & kazemnezhad, F. (2014). Exploring the Relationship between Disclosure Quality and the Performance of Tehran Stock Exchange Companies Using a Simultaneous Equations System. *The Iranian accounting and auditing review*, 21(3): 371-386. (in Persian)

- Maranjory, M. & Alikhani, R. (2014). Social Responsibility Disclosure and Corporate Governance. *The Iranian accounting and auditing review*, 21(3): 329-348. (in Persian)
- Mashaykhi, B., Seyyedi, S.J & Zargaran Yazd, H. (2014). The effective factors on disclosure of intellectual capital in listed companies in Tehran stock exchange. *The Iranian accounting and auditing review*, 21(2): 251-270. (in Persian)
- Moumen, N., Othman, H.B. & Hussainey, K. (2015). The Value Relevance of Risk Disclosure in Annual Reports: Evidence from MENA Emerging Markets. *Research in International Business and Finance*, 34(3): 96-112.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 661- 687.
- Pourheydari, A. & Arababadi, R. (2014). The Impact of Stock Price Changes on Voluntary Disclosure in Firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *The Iranian accounting and auditing review*, 21(1): 39-56. (in Persian)
- Pourheydari, A. & Hosseinpour, H. (2012). The Relationship between mandatory and voluntary disclosure and stock value. *Journal of Financial Management and Accounting Perspective*, 2(5): 9-28. (in Persian)
- Rahimi Esfeh-Salari, D. & Zareai, S. (2013). The effect of changes of voluntary disclosur in the value of the company's. The first national conference of accounting and management, Shiraz, Institute of International Education and Research Kharazmi, 2013/16/9. (in Persian)
- Samudhram, A., Stewart, E., Wickramanayake, J. & Sinnakkannu, J. (2014). Value relevance of human capital based disclosures: Moderating effects of labor productivity, investor sentiment, analyst coverage and audit quality. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 30(2): 338–353.
- Vafaei, A., Taylor, D. & Ahmed, K. (2011). The value relevance of intellectual capital disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, 12 (3): 407-429.
- Valipour, H., Talebnia, G. & Ahmadi, R. (2014). Effects of voluntary disclosure on the value relevance of accounting information value in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of knowledge of management Accounting and auditing*, 7(21): 71-81. (in Persian)

- Wang, Z., Al-Akra, M. & Jahangir Ali, M. (2013). Value relevance of voluntary disclosure and the global financial crisis: evidence from China. *Managerial Auditing Journal*, 28 (5): 444-468.
- Wang, M. & Hussainey, K. (2013). Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. *J. Account. Public Policy*, 32(2): 26-49.