

اثر سطح افشاء اختیاری شرکت‌ها بر کارایی تخصیص بازار سرمایه

حسین کرباسی یزدی*، یدالله نوری فرد**، طاهر محمدشریفی***

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۲/۲۷

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۴/۰۴

چکیده

در هر اقتصادی، عامل تعیین کننده رشد اقتصادی کیفیت تبدیل پس انداز به سرمایه گذاری است و این میزان اطلاعات سرمایه گذاران است که کیفیت سرمایه گذاری را سبب می شود؛ برای افزایش کارایی بازار و افزایش کیفیت سرمایه گذاری، سرمایه گذار باید از ویژگی ها و توان بنگاه های سرمایه پذیر مطلع شود و افزایش میزان اطلاعات سرمایه گذاران تنها در سایه بهبود سطح و کیفیت افشاء توسط شرکت ها میسر می شود. میزان افشاء اطلاعات بر کارایی بورس اوراق بهادار و کیفیت سرمایه گذاری اثر می گذارد. در ایران نیز تصمیم جلدی کشور برای واگذاری شرکت های دولتی به بخش خصوصی، اهمیت کارایی تخصیص و به دنبال آن اهمیت افشاء را دو چندان کرده است. هدف این مطالعه بررسی اثر سطح افشاء اختیاری بر کارایی قیمت گذاری می باشد بر این اساس داده های ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ جمع آوری و با استفاده از رگرسیون گام به گام و روش داده های تابلویی مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان می دهد اثر افشاء اختیاری بر کارایی تخصیص یک اثر معنی دار و معکوس است، اما اثر متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سودآوری و رشد شرکت) بر کارایی تخصیص یک اثر معنی دار و مستقیم است.

واژه های کلیدی: افشاء، افشاء اختیاری، کارائی، کارائی تخصیص، سرمایه گذاری.

طبقه بندی موضوعی: G34

* استادیار و عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، (Tmohammadsharifi@yahoo.com)

** استادیار و عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، (dr_y_noorifard@yahoo.com)

*** کارشناس ارشد حسابداری، (نویسنده مسئول)، (Tmohammadsharifi@yahoo.com)

مقدمه

امروزه بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه به عنوان ابزاری جهت افزایش میزان سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در نظر گرفته می‌شود. از آنجایی که کارایی اصلی‌ترین و مهمترین ویژگی بازار سرمایه هر کشوری است این موضوع به یکی از بحث‌انگیزترین موضوعات حوزه‌های تحقیقات مالی و اقتصادی تبدیل شده است (دیدار و همکاران، ۱۳۹۰، فرید و همکاران، ۱۳۸۸). در صورت کارا بودن بورس، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه - که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است - به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود (بویفا، ۲۰۱۱). کارایی بورس رابطه تنگاتنگی با اطلاعات موجود در بازار دارد زیرا انتشار اطلاعات است که قیمت اوراق بهادار را تعیین می‌کند. در بازار سرمایه‌ای که اطلاعات به اندازه کافی، به موقع و سریع پخش می‌شود به سرعت بر قیمت سهام اثر می‌گذارد؛ بنابراین در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است (هوگوی و دیگران، ۲۰۰۶). زمانی بازار به کارایی تخصیصی خواهد رسید که منابع مالی به بهترین موقعیتهای سرمایه‌گذاری اختصاص یابد، به سخن دیگر منابع محدود مالی که از طریق پس‌انداز کنندگان ایجاد می‌گردد، به طرحهایی اختصاص یابد که بالاترین سطح درآمد مورد انتظار را در آینده خواهند داشت (راعی و پویان فر، ۱۳۸۹) و از افشاء اطلاعات در گسترده‌ترین مفهوم به معنی ارائه اطلاعات است. حسابداران می‌کوشند این عبارت را بصورت دقیق‌تر بکار گیرند بنابراین آنها افشاء اطلاعات را ارائه اطلاعات مالی درباره شرکت می‌دانند که از طریق گزارش‌های مالی ارائه می‌شود. گاهی این مفهوم باز هم محدودتر می‌شود، این بار مقصود اطلاعاتی است که در قالب صورت‌های مالی گنجانده نشود، یعنی اطلاعاتی که در صورت‌های مالی (ترازنامه، صورت‌های سود و زیان و صورت جریان وجه نقد) گنجانده می‌شوند به عنوان "شناخت و اندازه‌گیری" در نظر گرفته می‌شود نه افشاء، بنابراین افشاء اطلاعات در دقیق‌ترین مفهوم شامل ارائه اطلاعات از طریق یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی، صورت حساب‌های مکمل، تجزیه تحلیل و بحث‌های مدیریتی است (هیندرکسون و وانبردا، ۲۰۰۹).

با توجه به اهمیت اطلاعات در بازار سرمایه می‌توان گفت اگر اطلاعات در اختیار عموم قرار نگیرد، ممکن است برخی به دلیل دسترسی به اطلاعات عمومی نشده از مزیت اطلاعاتی

برخوردار شوند و زودتر و بهتر تصمیم بگیرند، از این رو، برای از بین بردن مزیت اطلاعاتی فوق باید افشاء اطلاعات را در سطح مطلوبی دنبال کرد. با بهبود افشا و شفافیت اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخل و خارج سازمان کاهش یافته در نتیجه نقدشوندگی سهام بهبود می‌یابد (لیوز و ویریچیا، ۲۰۰۰)؛ با بهبود شفافیت و نقدشوندگی در بازار سرمایه تصمیم‌گیری، تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری با دقت و کیفیت بالاتر صورت می‌گیرد. بنابراین، با بهبود شفافیت و افشاء در بازار سرمایه، این بازار به وظیفه خود که همان تخصیص بهینه منابع است عمل می‌کند و منابع محدود جامعه به مکان‌هایی هدایت می‌شوند که توان استفاده از آن را دارند و حداکثر بازده را برای سرمایه‌گذاران و جامعه فراهم می‌آورند (فرید و همکاران، ۱۳۸۸).

افشاء اطلاعات حسابداری عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران داخلی و خارجی را کاهش می‌دهد و از میزان اشتباه در ارزش‌گذاری می‌کاهد (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱)، علاوه بر این، بهبود شفافیت و افشاء هزینه‌های تامین مالی شده، هزینه انتشار سهام و جذب بدهی را کاهش می‌دهد (لیوز و ویریچیا، ۲۰۰۰) به سخن دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی باعث کمبود اطلاعات در بازار می‌شود و فاصله زیادی بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش ایجاد می‌کند؛ در نتیجه، هزینه‌های سرمایه‌ای افزایش می‌یابد. در بازار سرمایه اطلاعات نقش ارتباطی دارد و باعث هماهنگی در بازار می‌شود. در حقیقت از طریق انتشار اطلاعات، عموم سهامداران به توافقی در مورد ارزش ذاتی سهام می‌رسند و به ارزش توافق شده متمایل می‌گردند. بنابراین اطلاعات حسابداری به عنوان یکی از منابع اصلی اطلاعات عمومی کارایی بازار را افزایش می‌دهد (چیونگ و دیگران، ۲۰۱۰).

با توجه به بررسی ادبیات موجود می‌توان گفت هیچ یک از تحقیقات گذشته (داخلی و خارجی) به بررسی دقیق موضوع این پژوهش نپرداخته‌اند؛ از طرف دیگر، خصوصی سازی‌های انجام شده و در دست انجام ایجاب می‌نماید پژوهشی با این عنوان در کشور انجام گیرد، زیرا در اقتصاد خصوصی، رسیدن به اهداف بلندمدت خصوصی سازی که همان پیشرفت اقتصادی است در سایه کارایی تخصیص بازار میسر می‌شود؛ و کارایی تخصیص بازار در سایه تحول بنیادی در گزارشگری مالی میسر می‌شود؛ یعنی تغییر از اقتصاد متمرکز (با

ویژگی پنهان کارانه) به اقتصاد باز (با ویژگی شفافیت کامل) با هدف تحول اقتصادی مستلزم بهبود گزارشگری مالی، افزایش سطح افشاء و نهایتاً بهبود کارایی بازار است.

با توجه به اهمیت بالای کارایی بازار سرمایه برای تخصیص بهینه منابع، اهمیت افشاء اطلاعات در بازار سرمایه و رابطه افشاء اختیاری با کارایی تخصیص بازار، این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش‌های زیر می‌باشد:

۱. آیا با افزایش سطح افشاء اطلاعات اختیاری می‌توان به کارایی تخصیص بورس اوراق بهادار تهران کمک نمود یا خیر؟

۲. آیا می‌توان شواهد تجربی مبنی بر اثرگذاری افشاء اختیاری بر کارایی تخصیص بورس اوراق بهادار تهران بدست آورد؟

با انجام این پژوهش و پاسخ به سؤالات بالا می‌توان دلیلی برای الزام یا عدم الزام شرکت‌های بورسی به افزایش سطح افشاء اختیاری اطلاعات، با هدف افزایش کارایی تخصیص بازار، در اختیار نهادهای نظارتی ذیربط و افشاءکنندگان اطلاعات قرار داد.

پیشینه پژوهش

پولملی و دیگران (۲۰۰۸) در مقاله خود، رابطه بین کیفیت افشاء و ارزش شرکت را آزمودند. در این تحقیق برای اندازه‌گیری کیفیت افشاء از یک شاخص افشاء جدید استفاده شد و محققین بین ارزش شرکت (بخش هزینه سرمایه‌ای) و سطح افشاء برای شرکت‌هایی که در محیط حساس فعالیت می‌کنند رابطه منفی معنادار و بین ارزش شرکت (بخش جریان نقدی مورد انتظار) و کیفیت افشاء برای شرکت‌هایی که در محیط غیر حساس فعالیت می‌کنند رابطه مثبت معنی دار وجود دارد.

ایتردیس (۲۰۰۸) در تحقیق خود نشان داد، شرکت‌هایی که اطلاعات اساسی حسابداری مثل حداقل الزامات همچون گزارشات مدیرعامل، ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت جریان نقدی را افشاء می‌کنند، به عنوان شرکت‌هایی با کیفیت افشاء پایین افشاء تلقی می‌شوند.

چاؤ و گری (۲۰۱۰) در مطالعه خود تحت عنوان "مالکیت گسترده و سطح افشاء اختیاری" برای سنجش سطح افشاء اختیاری از چک لیست موارد افشاء استفاده کردند که شامل ۶۴ مورد

افشای می‌باشد. آنها به این نتیجه رسیدند بین مالکیت گسترده و سطح افشای اختیاری اطلاعات شرکت رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. این درحالی است که بین مالکیت خانوادگی و افشای اختیاری رابطه منفی معنی داری وجود دارد.

چیونگ و دیگران (۲۰۱۰) در تحقیق خود از ۵۶ معیار برای کارت امتیاز دهی استفاده کردند تا کیفیت افشای شرکت‌ها را اندازه‌گیری کنند؛ این معیارها با توجه به اصول سازمان همکاری و توسعه اقتصادی انتخاب شده بودند. آنها با جدا کردن شاخص افشای اختیاری از شاخص افشای اجباری و بررسی مجدد رابطه، به این نتیجه رسیدند تنها افشای اختیاری رابطه مثبت و معنی داری با ارزشگذاری سهام در بازار دارد.

بوفا (۲۰۱۱) در بررسی خود تحت عنوان افشای اطلاعات محرمانه، نقد شوندگی و کارایی بازار به این سوال جواب داد که آیا شفافیت بیشتر در بازار باعث افزایش کارایی و نقد شوندگی سهام می‌شود؟ وی برای پاسخ به این سوال اثر افشای شرکتی بر نقد شوندگی و کارایی قیمت گذاری بازار را بررسی کرده و اثبات کرد وجود معامله گران مطلع از اطلاعات محرمانه باعث کاهش کارایی قیمت گذاری بازار می‌شود و می‌تواند علت کاهش نقد شوندگی بازار باشد.

احمد پور و همکاران (۱۳۸۸) در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند بورس به عنوان یک واسطه مالی از طریق افزایش شفافیت، نظارت بر راهبری و اطلاع رسانی شرکت‌های پذیرفته شده، ریسک و هزینه سرمایه‌ای را کاهش می‌دهد. این کاهش هزینه در واقع ارزش افزوده‌ای است که توسط بورس اوراق بهادار ایجاد می‌شود. هرچه اطلاعات بیشتری در ارتباط با شرکت‌ها به بازار ارایه شود، بازار به سمت کارا بودن با سرعت بیشتری در حرکت خواهد بود.

ثقفی و ابراهیمی (۱۳۸۸) در مقاله خود از متغیرهای پایداری سود، ضریب واکنش سود، کیفیت ارقام تعهدی و دقت مدل‌های ارزش‌یابی برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده کردند. آنها به این نتیجه رسیدند هرچه اطلاعات افشای شده با کیفیت‌تر باشد توان بیشتری در بیان ارزش بازار سهام دارند و ارزش دفتری سهام و سود هر سهم قدرت تبیین‌کنندگی بیشتری برای ارزش بازار خواهند داشت.

فرید و همکاران (۱۳۸۸) به سنجش کارایی شکل ضعیف بورس اوراق بهادار تهران در تعیین قیمت سهام پرداختند؛ نتایج نشان داد بورس اوراق بهادار تهران در شکل ضعیف برای تعیین قیمت اوراق بهادار کارا نیست.

ثقفی و جوادی (۱۳۹۰) در مطالعه خود تحت عنوان "نقش گزارشگری مالی در همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام" با معرفی مفهوم همگرایی قیمت و ارزش ذاتی به بررسی اثربخشی سازوکار گزارشگری مالی برون سازمانی بر ارزش ذاتی سهام پرداختند. نتایج نشان داد بین اطلاعات حسابداری و گزارشگری مالی و تغییرات قیمت بازار سهام همبستگی وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد اطلاعات مزبور در شکل‌گیری عرضه و تقاضای بازار و به تبع آن در تغییرات قیمت سهام مؤثر است

روش شناسی پژوهش

فرضیه پژوهش

فرضیه پژوهش به شرح زیر می‌باشد.

فرضیه پژوهش: سطح افشاء اختیاری بر کارایی قیمت‌گذاری بازار شرکت‌ها اثر می‌گذارد.

روش پژوهش

روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از منظر هدف کاربردی می‌باشد. انجام پژوهش در چهارچوب استدلال‌های قیاسی - استقرایی می‌باشد، به این معنی مبانی نظری و پیشینه پژوهش که از مسیر مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات، سایت‌ها و سایر منابع بدست می‌آید، در قالب استدلال قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه در چهارچوب استدلال استقرایی انجام می‌پذیرد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی آن سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ می‌باشد، نمونه آماری نیز پس از لحاظ پیش فرض‌های زیر تعیین شد

تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۸۹ ۳۹۲

پیش فرض ها

تعداد شرکت‌هایی که به امور سرمایه‌گذاری، لیزینگ و واسطه‌گری می‌پردازند..... (۳۲)

تعداد شرکت‌هایی که در طی دوره سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ وارد بورس شده‌اند..... (۵۴)

تعداد شرکت‌هایی که در طی دوره سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ از بورس برون رفت داشته‌اند..... (۴۶)

تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود (۳۸)

تعداد شرکت‌هایی که سال مالی خود را تغییر داده‌اند (۵۱)

تعداد شرکت‌هایی که داده‌های آنها در طی دوره سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ در دسترس نیست..... (۳۵)

تعداد شرکت‌های لحاظ شده در نمونه..... ۱۳۶

مدل پژوهش

جهت آزمون فرضیه پژوهش از معادله زیر استفاده شد:

معادله (۱):

$$AE = c + B_1Size_{i,t} + B_2Grow_{i,t} + B_3Prof_{i,t} + B_4VDI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

AE: کارایی قیمت گذاری سهام شرکت i در سال t

Size_{i,t}: اندازه شرکت i در سال t

Grow_{i,t}: رشد شرکت i در سال t

Prof_{i,t}: سودآوری شرکت i در سال t

$VDI_{i,t}$: شاخص سطح افشاء اختیاری شرکت i در سال t

تعریف متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها:

متغیر مستقل: (شاخص افشاء اختیاری)

در این پژوهش برای طراحی شاخص افشاء طبق شاخص افشاء چاؤ و گری (۲۰۱۰) از معیارهای افشاء موجود در اصول حاکمیت شرکتی استفاده شده است.

برای اندازه‌گیری سطح افشاء از چک لیست موارد افشاء که شامل ۶۰ معیار بوده استفاده شده است. اگر موارد بیان شده در چک لیست توسط شرکتی افشاء شود امتیاز یک و اگر آن مورد را افشاء نکند امتیاز صفر لحاظ می‌شود و چنانچه موردی در شرکتی قابل اعمال نباشد، آن مورد از لیست حذف می‌شود (چاؤ و گری، ۲۰۱۰).

نخست کلیه مواردی که بر اساس قوانین و مقرراتی از قبیل استانداردهای حسابداری، الزامات افشاء بورس و... الزامی هستند از مواردی که افشاء آنها اختیاری است، جدا می‌شوند و سپس برای هر کدام شاخص جداگانه‌ای ارائه می‌شود.

بنابراین، سطح افشاء اختیاری شرکت‌ها با استفاده از معادله زیر

$$VDI = \frac{\sum_{i=1}^n VY_i}{\sum_{j=1}^m VT_j}$$

محاسبه می‌شود:

معادله (۲):

که:

VDI = شاخص افشاء اختیاری.

$\sum_{i=1}^n VY_i$ = تعداد موارد افشای اختیاری که شرکت از آن امتیاز یک گرفته است.

$\sum_{j=1}^m VT_j$ = تعداد موارد افشای اختیاری که شرکت از آن امتیاز یک و صفر را گرفته

است.

متغیرهای کنترلی:

- اندازه شرکت:

میزان دارایی‌ها و فروش یک شرکت بیشتر باشد اندازه شرکت بزرگتر است و برعکس. معمول‌ترین معیار برای اندازه شرکت میزان فروش کل و جمع دارایی‌های شرکت می‌باشد؛ یعنی هر چه

در این پژوهش نیز مشابه تحقیقات پیشین، از لگاریتم طبیعی خالص فروش برای اندازه شرکت استفاده شده است (ایتزیدیس، ۲۰۰۸).

$$\text{Size}_{it} = \text{Ln}(\text{Sale}_{it})$$

که در آن:

Size_{it} : اندازه شرکت i در دوره t

Sale_{it} : فروش شرکت i در دوره t

- سودآوری:

سودآوری، توانایی شرکت در ایجاد بازدهی مناسب برای سهامداران را نشان می‌دهد. شرکت‌هایی سودآوری مناسب‌تری خواهند داشت که از توانایی‌ها و مزیت‌های رقابتی خود حداکثر استفاده را نمایند. برای اندازه‌گیری سودآوری از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها استفاده شده است (سجادی و همکاران، ۱۳۸۸؛ چاؤ و گری، ۲۰۱۰).

$$\text{PROF}_{it} = \frac{\text{NETP}_{it}}{\text{TA}_{it}} \quad \text{معادله (۴)}$$

که:

PROF_{it} : سودآوری شرکت i در دوره t

NETP_{it} : سود خالص شرکت i در دوره t

TA_{it} : مجموع دارایی‌های شرکت i در دوره t

• رشد شرکت:

رشد، پتانسیل و توانایی شرکت برای افزایش در نرخ سودآوری و بازدهی سهامداران را نشان می‌دهد.

در این پژوهش رشد شرکت، مشابه با تحقیقات پیشین با استفاده از معادله (۵) محاسبه می‌شود.

$$EPG = \frac{EPS_{it} - EPS_{it-1}}{EPS_{it-1}} \text{ که}$$

معادله (۵):

EPG: رشد شرکت i در دوره t

EPS_{it-1} : سود هر سهم شرکت i در دوره $t-1$

EPS_{it} : سود هر سهم شرکت i در دوره t

متغیر وابسته: کارآیی تخصیص

برای اندازه‌گیری کارآیی تخصیص از تفاوت بین ارزش ذاتی و ارزش بازار سهام استفاده شده است (هوگوی، ۲۰۰۶)

معادله (۶):

$$AE_{it} = (IV_{it} - MV_{it})^2$$

AE_{it} : کارآیی تخصیص شرکت i در پایان سال t

MV_{it} : ارزش بازار سهام شرکت i در پایان سال t

IV_{it} : ارزش ذاتی سهام شرکت i در پایان سال t ، که برای سنجش آن از مدل دی‌چاو و همکاران (۱۹۹۹) به شرح معادله (۷) استفاده شده است:

معادله (۷):

$$IV_t = B_t + \frac{(X_t - r_e B_{t-1}) W_t}{1 + r_e - W_t}$$

که:

IV_t : ارزش ذاتی سهام شرکت

B_t : ارزش دفتری سهام عادی

X_t : سود خالص باقیمانده متعلق به سهامداران عادی

r_e : نرخ هزینه سرمایه در این مطالعه از نرخ بازده مورد انتظار (براساس مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای) به عنوان نرخ هزینه سرمایه (با فرض نرخ بازده بدون ریسک ۱۷٪ معادل نرخ سپرده بلند مدت بانکی) استفاده شده است.

W_t : ضریب استمرار سود باقیمانده که با استفاده از معادله (۸) سنجیده شد. (دی چاو و همکاران، ۱۹۹۹):

$$\text{معادله (۸): } X_{t+1} = a_t + w_t X_t + \sigma_{i,t+1}$$

روش‌های آزمون فرضیه‌های پژوهش:

در این پژوهش برای اندازه‌گیری شاخص‌های مرکزی (میانگین، میانه و مد) و شاخص‌های پراکندگی (انحراف معیار، کشیدگی، چولگی، کمینه، بیشینه و ضریب تغییرات) از آمار توصیفی، برای تشخیص نرمال بودن متغیر وابسته از آزمون اسمیرنوف کلوموگروف (K-S)، برای بررسی رابطه متغیرهای مستقل و کنترلی با متغیر وابسته از آزمون ضریب همبستگی پیرسون، برای تشخیص مشکل خود همبستگی باقی مانده‌ها و تشخیص مشکل هم خطی متغیرهای پژوهش از آزمون‌های D-W و VIF و همچنین برای آزمون فرضیه پژوهش از رگرسیون چند متغیره به روش گام به گام (Step Wise) استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آماره توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده است. ضریب تغییرات (ضریب پراکندگی) که از تقسیم انحراف معیار به میانگین داده‌ها بدست می‌آید، به عنوان

یکی از معیارهای پراکندگی جهت بیان ثبات و پایداری داده‌ها به کار می‌رود. با توجه به مقادیر بدست آمده می‌توان گفت اندازه شرکت کمترین ضریب تغییرات را دارد و بیشترین ثبات و پایداری را طی دوره هفت ساله دارد؛ متغیر رشد، دارای بیشترین قدر مطلق ضریب تغییرات است و کمترین ثبات و پایداری را طی دوره هفت ساله در بین متغیرهای پژوهش دارد. آماره فوق تغییرات و نوسانات شدید در سود هر سهم را طی دوره هفت ساله پژوهش نشان می‌دهد.

تکراه ۱: آماره توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

تعداد مشاهدات	تعداد مشاهدات	افشاء داوطلبانه	اندازه شرکت	سودآوری	رشد شرکت	کارآیی قیمت	تعداد مشاهدات
۹۵۲	آماره	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲
دامنه تغییرات	آماره	۰/۴۳۱۳	۵/۸۸	۰/۹۸	۲/۰۴	۹۶۸۷	
حداقل	آماره	۰/۱۰۷۱	۹/۷۵	-۰/۰۳	-۰/۸۶	۱	
حداکثر	آماره	۰/۵۳۸۵	۱۴/۹۳	۰/۹۵	۱/۸۸	۹۶۸۸	
جمع	آماره	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۳۷۱/۰۶	-۸/۸۵	۰/۰۰۰	
میانگین	آماره	۰/۲۸۵	۱۲/۵۷۵	۰/۳۸۹	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۳	
انحراف معیار	خطای استاندارد	۰/۰۰۳	۰/۰۳۴	۰/۰۰۷	۰/۰۱۴	۷۸/۱۴۲	
ضریب تغییرات	آماره	۰/۲۷۶	۱/۰۴۸	۰/۲۴۴	۰/۴۲۷	۲۴۱۱/۰۵۲	
واریانس	آماره	۰/۰۰۶	۱/۰۹۹	۰/۰۵۵	۰/۱۸۲	۰/۸۱۰	
کفیدگی	آماره	۰/۵۷۶	-۰/۰۸۵	۵۵۷/۰	۱۸۸/۰	۱/۰۶۵	
چولگی	خطای استاندارد	۰/۰۷۹	۰/۰۷۹	۰/۰۷۹	۰/۰۷۹	۰/۰۷۹	
	آماره	-۰/۰۴۱	-۰/۴۹۵	-۰/۵۰۳	-۰/۳۱۷	۰/۱۰۲	
	خطای استاندارد	۰/۱۵۸	۰/۱۵۸	۰/۱۵۸	۰/۱۵۸	۰/۱۵۸	

آزمون انحراف از نرمال بودن (K-S):

از مهم‌ترین آزمون‌هایی که برای بررسی نرمال بودن اجزای جملات باقیمانده در مدل‌های رگرسیونی به کار می‌رود، آزمون اسمیرنوف کولموگروف می‌باشد.

فرضیه‌های این آزمون به شرح زیر است:

H_0 : توزیع جامعه مربوط به متغیر وابسته نرمال است :

H_1 : توزیع جامعه مربوط به متغیر وابسته نرمال نیست. :

نگاره (۲): نتایج آزمون اسمیرنوف کولموگروف برای متغیر وابسته

		کارآئی قیمت گذاری
تعداد مشاهدات		۹۵۲
Normal Parameters	میانگین	۰/۰۰۳
	انحراف معیار	۰/۰۰۲
Most Extreme Differences	Absolute	۰/۱۵۹
	Positive	۰/۱۵۹
	Negative	-۰/۱۰۹
آماره اسمیرنوف کولموگروف		۴/۹۰۹
سطح معنی داری آزمون دو طرفه		۰/۰۹۱

از آنجایی که سطح معنی دار این متغیر بیشتر از سطح خطای ۵٪ است متغیر وابسته پژوهش از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد.

ضریب همبستگی پیرسون:

نگاره (۳) ماتریس همبستگی بین متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی با متغیر وابسته (کارآئی قیمت گذاری) را نشان می‌دهد. بر این اساس، متغیر مستقل (شاخص افشا اختیاری، رابطه معکوس و متغیر کنترلی اندازه شرکت، سودآوری و رشد رابطه مستقیم با متغیر وابسته دارند.

تکانه (۳): ماتریس همبستگی بین متغیرهای پژوهش

		کارآئی قیمت گذاری	افشاء داوطلبانه	اندازه شرکت	سودآوری	رشد شرکت
کارآئی قیمت گذاری	ضریب پیرسون	۱	-۰/۰۳۹	**۰/۱۰۳	**۰/۳۹	**۰/۱۴۶
	سطح معنی داری	--	۰/۲۳۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
افشاء داوطلبانه	ضریب پیرسون		۱	۰/۲۹۲	-۰/۱۲۶	۰/۰۱۲
	سطح معنی داری		--	۰/۰۱۵	۰/۰۵۶	۰/۷۰۷
	تعداد مشاهدات		۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲	۹۵۲
اندازه شرکت	ضریب پیرسون			۱	۰/۱۳۷	۰/۰۳۱
	سطح معنی داری			--	۰/۱۶۷	۰/۳۳۳
سودآوری	ضریب پیرسون				۱	**۰/۳۱۶
	سطح معنی داری				--	۰/۰۰۰
رشد شرکت	ضریب پیرسون					۱
	سطح معنی داری					--

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

۱- گام اول:

در مرحله اول رابطه بین متغیر افشاء اختیاری و کارآئی قیمت گذاری سهام بررسی می شود فرضیه آماری به صورت زیر تعریف می شود:

H_0 : بین سطح افشاء اختیاری و کارآئی قیمت گذاری سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

H_1 : بین سطح افشاء اختیاری و کارآئی قیمت گذاری سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه معادله (۱) بدون لحاظ متغیرهای کنترلی استفاده شد که نتایج در نگاره (۴) ارائه شده است:

نگاره (۴): نتایج حاصل از آزمون مدل اول پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۳۳۱۴/۵۱۸	۱۱/۲۹۰	۰/۰۰۰
افشای اختیاری	-۱۱۹۰/۲۵۹	-۱/۱۹۹	۰/۲۳۱
آماره‌های آزمون			
آماره F (سطح معناداری)		۱/۴۳۸ (۰/۲۳۱)	
ضریب تعیین		۰/۰۰۲	
آماره دوربین واتسن (DW)		۱/۵۹۹	
VIF		۰/۰۳۹	

۲- گام دوم:

در این مرحله تنها متغیر کنترلی اندازه در معادله (۱) منظور شد و مدل مجدداً برآورد گردید که نتایج به شرح نگاره (۵) می‌باشد:

نگاره (۵): نتایج حاصل از آزمون معادله (۱) با متغیر کنترلی اندازه شرکت

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۲۳/۶۵۱	۰/۰۲۵	۰/۹۸۰
افشای اختیاری	-۲۳۰۷/۵	-۲/۲۳۸	۰/۰۲۵
اندازه شرکت	۲۸۷/۰۵۹	۳/۷۰۷	۰/۰۰۰
آماره‌های آزمون			
آماره F (سطح معناداری)		۷.۵۹۹ (۰/۰۱)	
ضریب تعیین		۰/۰۱۴	
آماره دوربین واتسن (DW)		۱/۶۹۹	
VIF		۰/۱۰۳	

۳- گام سوم:

در این مرحله معادله (۱)، تنها با لحاظ دو متغیر کنترلی اندازه شرکت و سودآوری برآورد شد که نتایج به شرح نگاره (۶) می‌باشد.

نگاره (۶): نتایج حاصل از آزمون معادله (۱) با دو متغیر کنترلی اندازه و سودآوری

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۱۴	-۰/۰۱	۰/۹۸۶
افشاء اختیاری	-۱۸۵	-۰/۱۹	۰/۸۴۹
اندازه شرکت	۱۱۹	۱/۶۴	۰/۱۰۱
سودآوری	۳۹۳۶	۱۲/۴۷	۰/۰۰۰
آماره‌های آزمون			
آماره F (سطح معناداری)		(۰/۰۰۱) ۲۲/۵۵	
ضریب تعیین		۰/۱۵۵	
آماره دوربین واتسن (DW)		۱/۷۵۷	
VIF		۰/۳۹۰	

۴- گام چهارم:

در این مرحله معادله (۱) به طور کامل و به همراه کلیه متغیرهای کنترلی برآورد شد. نتایج در نگاره (۷) ارائه شده است.

نگاره (۷): نتایج حاصل از برآورد معادله (۱)

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۱۱/۵	۰/۰۱۳	۰/۹۸۹
افشاء اختیاری	-۲۱۴	-۰/۲۲۰	۰/۸۲۶
اندازه شرکت	۱۲۱/۴	۱/۶۶۱	۰/۰۹۷
سودآوری	۳۸۴۷/۲	۱۱/۵۷۱	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۱۵۱.۱	۸۴۹.	۳۹۶.
آماره‌های آزمون			
آماره F (سطح معناداری)		۴۳/۵۱ (۰/۰۰۱)	
ضریب تعیین		۰/۱۶	
آماره دوربین واتسن (DW)		۱/۷۹۷	
VIF		۰/۱۴۶	

با توجه به معادله بالا بین کارایی قیمت گذاری و افشای اختیاری رابطه معنی دار وجود ندارد. افزودن متغیرهای کنترلی معنی داری رابطه متغیر وابسته با متغیر مستقل را تغییر نداد. ضریب پیرسون ضعیف و معکوس در ماتریس همبستگی هم (۰/۰۳۹-) دال بر تأیید عدم رابطه بین کارآئی قیمت گذاری و افشای اختیاری را نشان داد.

از آنجایی که آماره دورین واتسون مدل‌های آزمون شده بین ۲/۵ تا ۱/۵ قرار گرفته‌اند می‌توان نتیجه گرفت هیچ یک از آنها مشکل خود همبستگی ندارند و می‌توان از نتایج آزمون رگرسیونی استفاده کرد.

از آنجایی که مقدار معیارهای همخطی هیچ یک از مدل‌ها بزرگتر از ۵ نمی‌باشند می‌توان گفت مشکل همخطی در بین متغیرهای توضیح دهنده منظور شده در هر مدل وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

در این مطالعه برای بررسی روابط بین متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی با متغیر وابسته و همچنین آزمون فرضیه پژوهش از رگرسیون چند متغیره به روش گام به گام استفاده شده است. با توجه به معادله رگرسیون چند متغیره به روش گام به گام، بین کارایی قیمت گذاری و افشای اختیاری وجود ندارد، معنی داری رابطه با افزودن متغیرهای کنترلی نیز تغییر نکرد. بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید شد. یافته پژوهش حاضر با یافته پژوهشهای انجام شده توسط چیونگ، جینگ و تان در مورد رابطه بین کارایی قیمت گذاری سهام با افشای اختیاری یکسان و مشابه نمی‌باشد.

پیشنهادات پژوهش:

۱. بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر پیشنهاد می‌شود اثر شاخص افشاء اختیاری بر کارآئی قیمت گذاری سهام به تفکیک صنایع مختلف مورد مطالعه قرار گیرد علل تفاوت احتمالی بررسی شود.
۲. اثر ساختار مالکیتی و مدیریتی حاکمیت شرکتی بر کارآئی قیمت گذاری سهام به تفکیک صنایع مختلف مورد مطالعه قرار گیرد و علل تفاوت احتمالی بررسی شود.

۳. شاخص افشاء اختیاری فوق با شاخص افشاء تهیه شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه مقایسه‌ای قرار گیرد.

محدودیت‌های پژوهش:

در این پژوهش حاکمیت شرکتی و نوع صنعت در نظر گرفته نشده است که این متغیرها می‌توانند بر سطح افشاء اختیاری تأثیر بگذارند.

منابع

احمدپور احمد، خاکپور حسین، کاترین پیکانی (۱۳۸۸) "انتشار بیشتر اطلاعات حرکت به سوی کارایی در بازار سرمایه" حسابرس شماره ۸۵ شهریور ۱۳۸۸ ص ۲۲-۳۱

ثقفی علی، مرادی جواد (۱۳۸۹) "همگرایی قیمت و ارزش ذاتی سهام و غلبه بر نیروی تعادلی بازار به کمک اطلاعات حسابداری" فصلنامه مطالعات حسابداری شماره ۲۷، پاییز ۱۳۸۹. ص ۱-۲۹

ثقفی، علی و ابراهیمی، ابراهیم (۱۳۸۸)، "رابطه تدوین استانداردهای حسابداری با کیفیت اطلاعات حسابداری"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۷، ص ۳۳-۵۰

دیدار حمزه، منصورفر غلامرضا، خجسته هیوا (۱۳۹۰) "اثر خصوصیات شرکتی بر سطح افشاء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه مطالعات حسابداری سال نهم شماره ۳۲. ص ۱۴۱-۱۶۱

فرید داریوش، بردبار غلامرضا، منصوری حسین (۱۳۸۸)، "شناسایی و ارزیابی موانع شکل ضعیف کارایی بورس اوراق بهادار تهران". دو فصلنامه جستارهای اقتصادی ۱۳۸۸ ص ۱۱-۳۱

ANDREA M. BUFFA (2011) Insider Trade Disclosure, Market Efficiency, and Liquidity, London Business School, February 2011

Andrea M. Buffa "Insider Trade Disclosure, Market Efficiency and liquidity" london Business School February 2011 D82 ssrn

Ball, R. , Kothari, S. , & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. Journal of Accounting and Economics, 29 (1) , 1-51.

Baltagi, B. H. (2005). Econometric Analysis of Panel Data. 3rd Edition, United Kingdom: Wiley Publishers.

Botosan, C. , & Plumlee, M. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. Journal of Accounting Research, 40, 21-40.

- Bushman, R. , and A. Smith. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics* 31: 237-333.
- Chau, G. , & Gray, S. J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 19 (2010) 93–109
- Cheung, Y. Ping Jiang, Weiqiang Tan (2010). A transparency Disclosure Index measuring disclosures: Chinese listed companies, *J. Account. Public Policy* 29 (2010) 259–280.
- Healy, P. , Hutton, A. , Palepu, K. , 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16, 485–520.
- Hendrikson E. S. & Vanbreda M. F. *Accounting theory* fifth edition, 1992
- Iatridis, G. (2008). Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market, *International Review of Financial Analysis* 17 (2008) 219–241
- Leuz, C. , & Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91–124.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.