

بررسی نقش افشای داوطلبانه در تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

سامان عبدی^۱، محمد مقدم‌فر^۲، محسن عرب کیاسری^۳، فاطمه احمدی^۴

چکیده - افزایش سطح افشا، احتمال عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. این امر با کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش ریسک عدم اطمینان، موجب کمتر شدن هزینه سرمایه می‌شود و در نهایت با کاهش احتمال تامین مالی بدهی، در ساختار سرمایه شرکت موثر است. هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش افشای داوطلبانه در تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران است. برای اندازه‌گیری افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه به ترتیب از رتبه افشای شرکت، ترکیب پنج سنجه انتخابی عدم تقارن اطلاعاتی و نسبت بدهی استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش پس از بررسی پیش فرض‌های برقراری رگرسیون کلاسیک بر داده‌های ۸۷ شرکت طی سال‌های ۸۹ لغایت ۹۳، از رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج بررسی بیانگر تاثیر معنی‌دار نخست، عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه، دوم افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی و سوم افشای داوطلبانه در تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه است. ارائه نادرست ماهیت عملکرد یک بنگاه با تاثیر بر عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه آن را متاثر می‌سازد. لذا با تاکید، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با افشای اطلاعات تاثیرگذار و غیرگمراه‌کننده، مقدمات سرمایه‌گذاری مطمئن را برای سرمایه‌گذاران بالقوه و اطمینان خاطر را برای سرمایه‌گذاران بالفعل فراهم آورند.

واژگان کلیدی: افشای داوطلبانه، ساختار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی، بورس اوراق بهادار تهران.

۱. مقدمه

هدف اکثر شرکت‌ها حداکثر نمودن ثروت سهامداران است و به منظور نیل به این هدف، تلاش می‌شود تا تصمیمات و سیاست‌های مناسبی اتخاذ گردد. در این میان، تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مورد توجه قرار می‌گیرد. ساختار سرمایه به نحوه ترکیب منابع مالی گوناگون در

۱. کارشناس مالی، دانشگاه فرهنگیان - پردیس دکتر شریعتی، ساری، ایران.

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه مازندران، بابل، ایران.

۳. کارشناس ارشد، حسابداری، موسسه آموزش عالی روزبهان، ساری، ایران. (نویسنده مسئول: Markia4u66@yahoo.com)

۴. دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.

یک شرکت تعریف می‌گردد. اینکه شرکت چگونه منابع مالی مورد نیاز برای تداوم فعالیت خود را تامین نماید در نهایت، ساختار سرمایه شرکت را شکل می‌دهد. امروزه ساختار سرمایه به عنوان یکی از مهم‌ترین پارامترهای موثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری شرکت‌ها در بازار سرمایه مطرح شده است.

از یک سو شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر در بازار سهام، به دلیل هزینه سرمایه بیشتر [در ساختار سرمایه خود] به احتمال زیاد از تامین مالی بدهی استفاده می‌کنند (پاتاچی، ۲۰۱۵). زیرا بدون اطلاع از هزینه سرمایه، شرکت نمی‌تواند تصمیم بگیرد که از چه ابزاری برای گردآوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت استفاده کند و به دلیل محدودیت در منابع، واحدهای اقتصادی باید ترکیبی از منابع تامین مالی را انتخاب کنند تا حداقل هزینه سرمایه را دربر داشته باشد.

از سوی دیگر، اکثر مطالعات پیشین به این نتیجه رسیدند که افشای داوطلبانه بیشتر باعث کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران می‌شود (دیاموند و ورچیا، ۱۹۹۱). زیرا افشای داوطلبانه اطلاعات، در حقیقت افشای اطلاعاتی فراتر از اطلاعات اجباری است که قانون افشای آن را الزامی نمی‌داند. افشای اختیاری در گزارشگری سالانه، ابزاری است که منجر به کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مالکان و مدیران می‌شود و نشان‌دهنده تلاش مدیریت در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده کنندگان صورت‌های مالی است (ماتوسی و چاکرون، ۲۰۰۸).

براساس آنچه بیان شد؛ پژوهش حاضر در پی بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه، تاثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی و نقش افشای داوطلبانه اطلاعات بر ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه است.

در این راستا بخش دوم پژوهش به بررسی پیشینه نظری و بسط فرضیه‌های پژوهش پرداخته شد. پس از بررسی پیشینه تجربی در بخش سوم، روش‌شناسی پژوهش در قسمت چهارم بیان شده است. بخش‌های پنجم و ششم به ترتیب به بیان یافته‌های پژوهش و بحث و نتیجه‌گیری از آن‌ها پرداخته شده است.

۲. پیشینه نظری و بسط فرضیه‌ها

۲-۱. عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه

یکی از پدیده‌های منفی، که به طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد، نبود تقارن اطلاعاتی است که به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود (قربانی و عدیلی، ۱۳۹۱). تقارن اطلاعات بدین معنا است که طرفین مبادله‌کننده به یک اندازه از کیفیت کالای مورد مبادله و شرایط مبادله

بازار اطلاع داشته باشند. به بیانی دیگر، عدم تقارن اطلاعات به حالتی اطلاق می‌شود که یکی از طرفین مبادله -کننده کمتر از طرف دیگر در مورد کالا یا وضعیت بازار اطلاع داشته باشد (عباسی و همکاران، ۱۳۹۳). شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، اهرم بازار بیشتر و سررسید بدهی کوتاه‌تری دارند. ارتباط مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم بازار احتمالاً به دلیل، هزینه مقایسه‌ای انواع مختلف تامین مالی خارجی است، که تحت تاثیر میزان عدم تقارن اطلاعاتی است (گاو و ژو، ۲۰۱۵). کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به نوبه خود با کم کردن شکاف قیمت‌های خرید و فروش، افزایش حجم معاملات و در نهایت کاهش تغییرات بازده سهم، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (لوئیزو و ریشیا، ۲۰۰۰). برخی پژوهشگران نیز معتقدند در بازارهای ناقص نمی‌توان به راحتی منابع داخلی و خارجی را جایگزین یکدیگر در نظر گرفت؛ زیرا برای تامین مالی خارج از شرکت باید هزینه اضافی پرداخت و این هزینه به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد (مارچیکا، ۲۰۰۷ و پاولینا و همکاران، ۲۰۰۵).

محیط متحول و پرشتاب کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آنان منوط ساخته و برنامه‌ریزی استراتژیک آنان را به منظور انتخاب منابع موثر برای دستیابی به هدف پیشینه‌سازی ثروت سهامداران ضروری ساخته است (آقایی و همکاران، ۱۳۹۳). براساس یافته‌های مایرز و ماژلف (۱۹۸۴) عاملی که منجر به شکل‌گیری ساختار سرمایه می‌شود، میل شرکت‌ها برای تامین مالی مورد نیاز است. ایشان همچنین معتقدند مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به عبارت دیگر در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تامین مالی از محل منابع داخلی شرکت‌ها را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند.

بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سهام می‌تواند عاملی بااهمیت و تعیین‌کننده در تصمیمات ساختار سرمایه باشد. بر این اساس فرضیه اول پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه معنی‌دار است.

۲-۲. افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی

سازمان بورس اوراق بهادار طبق دستورالعمل اجرائی افشای اطلاعات، افشا را به صورت زیر تعریف نموده است: "ارسال اطلاعات به سازمان بورس و انتشار عمومی و به موقع اطلاعات مطابق ضوابط تعیین شده در این دستورالعمل."

حال، افشای داوطلبانه، افشای اطلاعاتی فراتر از تعهدات قانونی است که به وسیله نهادهای قانون‌گذار تدوین شده است. افشای اطلاعات فرایند تهیه اطلاعات از شرکت گزارشگر به بازارهای مالی است. شرکت‌هایی که به‌طور داوطلبانه و بدون اجبار مراجع قانون‌گذار اطلاعاتی را افشا می‌کنند؛ در واقع برای شکل دادن توقعات بازار تلاش می‌کنند و از این‌رو به‌واسطه افشای اطلاعات اضافی از شرایط معامله با این اشخاص منفعت می‌برند (مدهانی و پانکاج، ۲۰۰۹). برخی پژوهشگران ادعا می‌کنند شرکت‌های سهامی در صورتی که از طرف حرفه حسابداری یا نهادهای دولتی و قانون ملزم نشوند در مورد افشای اطلاعات اضافی تمایلی ندارند (شباهنگ، ۱۳۸۲). با در نظر گرفتن این شرایط سازمان بورس و اوراق بهادار از طریق ماده ۱۵ دستورالعمل ذکر شده در بالا، برای ناشر اطلاعات این امکان را فراهم نموده که بعد از رفع محدودیت‌ها نسبت به افشای فوری اطلاعات اقدام نموده و دلایل استناد به هر یک از بندهای این ماده را به همراه مستندات لازم به سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام نماید.

خواجهوی و علیزاده (۱۳۹۳) به نقل از براون و هایلجست (۲۰۰۷) بیان می‌کنند؛ افزایش سطح افشای اطلاعات از سه طریق می‌تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر بگذارد. اول، افشای اطلاعات بیشتر سرمایه‌گذار را از جستجو برای کشف اطلاعات محرمانه و سوداگری بر مبنای آن باز می‌دارد. زیرا با افشای اطلاعات، شکاف اطلاعاتی یا همان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. دوم، افشای اطلاعات در بازار مانع انجام معاملات مولد ثروت برای یک عده برخوردار از اطلاعات محرمانه می‌شود و در نتیجه، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، رفاه تمام سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. سوم، به‌طور کلی سطح افشای اطلاعات، با میزان معاملات صورت گرفته توسط هر دو گروه، دارندگان اطلاعات عمومی و دارندگان اطلاعات محرمانه، ارتباط مثبت دارد. همانطور که در بخش ۱-۲ بیان شد، عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد مشروط بر اینکه از این اطلاعات در زمان برقراری ارتباط با طرف دیگر به‌طور موثر استفاده کند. این آگاهی بیشتر، باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات بیشتر است (کلارکسون و همکاران، ۲۰۰۷). شفافیت اندک ناشی از عدم افشا نشان می‌دهد که اطلاعات کافی برای ارتباط برقرار کردن با سرمایه‌گذار وجود ندارد. بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد مطلع و آنهایی که مطلع نیستند وجود خواهد داشت. فرضیه دوم براساس آنچه بیان شد به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: تاثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی منفی و معنی‌دار است.

۲-۳. افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه

براساس ادبیاتی که (در بخش‌های ۲-۱ و ۲-۲) مبین تاثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی از یک سو و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه است؛ انتظار پژوهش بر این است که افشای داوطلبانه با تاثیر معنی‌دار بر عدم تقارن اطلاعاتی بتواند بر ساختار سرمایه و سیاست‌های تامین مالی شرکت موثر باشد. لذا فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه سوم: در شرائط افشای داوطلبانه تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه معنی‌دار است.

۳. پیشینه تجربی

۳-۱. پژوهش‌های خارجی

پن و همکاران (۲۰۱۵) تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها را با طرح امتیازدهی اطلاعات منحصر به فرد از ۱۱۴ معیار در ۵ بعد از افشای اطلاعات در هر شرکت، بین سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۲ مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌های با امتیاز اطلاعاتی بالا (پایین) با تامین مالی بدهی و اهرم پایین (بالا) مرتبط هستند. مخصوصاً شرکت‌هایی که حرکت از پایین‌ترین امتیاز اطلاعاتی به بالاترین سطح را تجربه می‌کنند، $7/8\%$ کاهش در میانگین اهرم دارند.

گاو و ژو (۲۰۱۵) در پژوهشی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه و هزینه سرمایه در بین کشورها را بررسی نمودند. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد که شرکت‌های با سطح بالا از عدم تقارن اطلاعاتی تمایل به استفاده بیشتر از بدهی سرمایه‌ای و استفاده کمتر از بدهی بلندمدت دارند، که احتمالاً به دلیل تاثیر تفاضلی عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه انواع مختلف سرمایه است.

آندرس و همکاران (۲۰۱۴) تاثیر تصمیمات ساختار سرمایه مورد انتظار را بر عدم تقارن اطلاعاتی مورد تحلیل قرار دادند. ایشان نقدینگی را علی‌رغم نواقص آن، به عنوان پروکسی برای عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون سازمان و بیرون سازمان پیشنهاد نموده‌اند. با استفاده از مدل‌سازی معیاری مشترک از اهرم و نقدینگی نشان می‌دهد که افزایش مورد انتظار در اهرم (تغییر اهرم هدف)، شاخص عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. در پژوهش ایشان اشاره شده است که عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر منجر به نقدینگی کمتر، و معیارهای نقدینگی، حساس به اطلاعات ارائه شده از ویژگی‌های شرکت مثل ساختار مالکیت است (گومپرس و متریک، ۲۰۰۱). علاوه بر این، شرکت‌هایی با نقدینگی کمتر (و احتمالاً عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر)، سطح بالاتری از بدهی دارند (بکر و استین، ۲۰۰۴؛ بولتر و همکاران، ۲۰۰۵).

جاکیت و دان (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط میان سطح افشای بخش‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه‌ای معکوس و معنادار میان سطح افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به طور کلی مشاهدات آنها نشان داد که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، ارتباط میان سطح افشا و هزینه سرمایه قوی‌تر می‌شود.

جیانگ هیان و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی رابطه بین میزان افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۰۳ شرکت بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۵ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد که با افزایش افشای اطلاعات بخصوص افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعات کاهش می‌یابد.

پترسن و پلنبرگ (۲۰۰۶) به بررسی تاثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های صنعتی بورس کپنهاگ پرداختند. تجزیه و تحلیل و نتایج گزارش شده در این پژوهش بر مبنای یک صنعت برای دوره ۴ ساله از سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ بود که شامل ۳۶ شرکت صنعتی بازار بورس دانمارک می‌شد. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین افشای داوطلبانه و معیارهای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد.

بوتوسان (۱۹۹۷) به بررسی رابطه بین میزان افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های امریکایی پرداخت. نتایج حاکی از آن است که برای شرکت‌هایی که پیگیری تحلیل‌گران در آنها پایین است، افزایش افشا باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شود، اما برای شرکت‌هایی که پیگیری تحلیل‌گران در آنها بالاست، شواهدی مبنی بر وجود رابطه بین میزان افشا و هزینه سرمایه یافت نشد.

۲-۳. پژوهش‌های داخلی

لبان آباد و یعقوبی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تاثیر کیفیت افشا اختیاری بر عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود پرداختند. در این پژوهش، رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران مورد بررسی قرار گرفت. جامعه مورد بررسی پژوهش ایشان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۲ و تعداد ۶۶ شرکت به عنوان نمونه مورد بررسی بوده است. نتایج این پژوهش نشان داد کیفیت افشا اختیاری بر عدم تقارن اطلاعاتی، اقلام تعهدی غیرعادی و رابطه بین آن دو تاثیرگذار است.

خواجوی و عزیزاده (۱۳۹۳) در پژوهشی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران را مورد بررسی قرار دادند. ایشان تاثیر اندازه شرکت، اهرم مالی، قیمت و حجم معاملات سهام را نیز کنترل نمودند و برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای داوطلبانه، از چک لیست بوتوسان (۱۹۹۷) که توسط کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۸) تعدیل شده است، مورد استفاده نموده‌اند که شامل ۷۱ شاخص در شش بخش کلی پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج مهم تاریخی، آماره-های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی و بحث و تحلیل مدیریت است. یافته‌های بررسی ۱۲۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ بیانگر آن بود که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر روی هزینه سرمایه [عامل تاثیرگذار در تصمیمات ساختار سرمایه] شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور چهار معیار مختلف هزینه سرمایه شامل هزینه سرمایه عادی، هزینه سرمایه سود انباشته، هزینه بدهی و میانگین موزون هزینه سرمایه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از بررسی با استفاده از داده‌های ترکیبی حاکی از آن بوده است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه عادی و هزینه بدهی رابطه معنادار وجود دارد. اما بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار دیگر هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سود انباشته و میانگین موزون هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش پیشین خود، به رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت پی برده‌اند.

کاشانی‌پور و مومنی یانرس (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی با نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی به کل دارایی و نسبت بدهی کوتاه مدت به کل دارایی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این در حالی است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی، رابطه معناداری وجود ندارد.

قائمى و وطن‌پرست (۱۳۸۴) به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان داد که در طی دوره مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی، در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان

سود، به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان سود است. همچنین، نتایج نشان داد که در بازار سرمایه ایران، عدم تقارن اطلاعاتی بر حجم معاملات و قیمت سهام تاثیرگذار است، به طوری که در دوره قبل از اعلان سود، حجم معاملات افزایش می‌یابد و قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان می‌شود.

۴. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر توصیفی - همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های ترکیبی است و از نظر نوع پژوهش کاربردی تلقی می‌شود. در تحلیل داده‌ها از روش‌های رگرسیون داده‌های ترکیبی به وسیله نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.

ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی و ضرورت استفاده از آن، بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم‌خطی بین متغیرها می‌باشد. به منظور تخمین کارایی یک مدل رگرسیونی با استفاده از داده‌های پانل، لازم است که با استفاده از آزمون‌هایی مناسب، یکی از مدل‌های اثرات مشترک، اثرات ثابت و اثرات تصادفی را انتخاب نمود. به همین منظور، ابتدا برای انتخاب بین مدل‌های اثرات مشترک و اثرات ثابت از آزمون F لیمر استفاده شد. در صورت تایید روش اثرات ثابت، آزمون هاسمن جهت انتخاب از بین روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام خواهد شد. سپس اقدام به برآورد ضرایب مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی خواهد شد. همچنین آزمون پیش‌فرض‌های رگرسیون کلاسیک اعم از خود همبستگی، ناهمسانی واریانس و نرمال بودن و صفر بودن میانگین جزء اخلاص مدل بررسی شده‌اند که تمامی این آزمون‌ها بیانگر برقراری مفروضات اساسی مدل رگرسیونی بوده‌اند.

۴-۱. جامعه آماری پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق، ابتدا کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۳ فهرست می‌شوند، سپس از میان آنها شرکت‌هایی انتخاب می‌شود که کلیه شرایط زیر را داشته باشد و جامعه‌ای جدید شامل ۸۷ شرکت را تشکیل خواهند داد که جامعه مورد آزمون این پژوهش است.

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند و طی قلمرو زمانی پژوهش تغییر نکرده باشد.

۲. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارحاکمیت شرکتی در آنها متفاوت است.

۳. در طول دوره تحقیق دچار وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نشده باشد.

۴. صورت‌های مالی و سایر اطلاعات مورد نیاز طی قلمرو زمانی پژوهش موجود باشد.

۲-۴. جمع‌آوری داده‌ها

اطلاعات از طریق مراجعه به سایت‌ها و پایگاه‌های اطلاعاتی، مجلات و مقالات فارسی و لاتین برای تأمین ادبیات موضوع (روش کتابخانه‌ای) و داده‌ها برای آزمون فرضیه‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آوردنویس و مراجعه به صورت‌های مالی سالانه در بورس اوراق بهادار تهران شامل ترازنامه، سود و زیان، گزارش‌های هیئت مدیره برای قلمرو زمانی پژوهش جمع‌آوری شده است.

۳-۴. مدل و متغیرهای پژوهش

اولین فرضیه پژوهش به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه می‌پردازد. به منظور آزمون این فرضیه، رگرسیون چندگانه‌ای به شرح رابطه (۱) تخمین زده می‌شود.

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 In.As_{it} + \beta_2 Qt_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_0 \quad (1)$$

فرضیه دوم پژوهش نیز به بررسی تاثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی می‌پردازد. رگرسیون چندگانه‌ای رابطه (۲) جهت آزمون این فرض جهت‌دار برآورد می‌شود:

$$In.As_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dis_{it} + \beta_2 Qt_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_0 \quad (2)$$

فرضیه جهت‌دار سوم پژوهش با ترکیب متغیرهای دو فرضیه نخست، به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه در شرایط افشای داوطلبانه می‌پردازد. به منظور آزمون این فرضیه، رگرسیون چندگانه‌ای رابطه (۳) تخمین زده می‌شود:

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dis_{it} + \beta_2 In.As_{it} * Dis_{it} + \beta_3 Qt_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_0 \quad (3)$$

این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است. اهرم مالی (lev) در فرضیه اول و سوم، متغیر وابسته پژوهش است. اهرم مالی بعنوان یکی از مهمترین متغیرهای سنجش ساختار سرمایه از حاصل جمع

استقراض بلندمدت و کوتاه‌مدت، تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام حاصل می‌شود. سطح عدم تقارن اطلاعاتی (In.As) مطابق با روش پژوهش باباجانی و همکاران (۱۳۹۳) با ترکیب پنج سنجه انتخابی عدم تقارن اطلاعاتی (حجم معاملات، نوسانات قیمت سهام، نسبت قیمت به سود، تعداد روزهای معامله و عمر شرکت) و تبدیل آن به یک شاخص کلی محاسبه می‌شود. به این منظور رتبه شرکت‌ها برای تمامی سنجه‌های مذکور براساس نوع رابطه با عدم تقارن اطلاعاتی محاسبه می‌شود؛ به طوری که یک رتبه بالاتر به معنی درجه بالاتر عدم تقارن اطلاعاتی است. رتبه‌های مربوط به هر یک از پنج سنجه مذکور در مورد هر شرکت با یکدیگر جمع و بر حداکثر امتیاز ممکن برای هر شرکت - سال (۲۵) تقسیم می‌شود تا شاخص موردنظر عددی بین صفر و یک شود. بنابراین بزرگترین (کوچکترین) ارزش متغیر عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند ۱ (۰.۲) برای شرکت‌های با بیشترین (کمترین) میزان عدم تقارن اطلاعاتی باشد. عدم تقارن اطلاعاتی در فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب متغیر مستقل و وابسته در نظر گرفته شده است. متغیر ترکیبی عدم تقارن اطلاعاتی و افشای داوطلبانه (In.As*Dis) بعنوان متغیر مستقل فرضیه سوم حاصل ضرب متغیر عدم تقارن اطلاعاتی در افشای داوطلبانه است که برای سنجش این متغیر از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب" منتشر می‌شود، استفاده شده است. برخی پژوهشگران معتقدند میان نسبت کیوتوین و اهرم مالی ارتباط معناداری وجود دارد (تیتمن و سلز، ۱۹۸۸؛ میکائیل و همکاران، ۱۹۹۴). لذا متغیر کیوتوین (Qt) (نسبت ارزش بازار سرمایه به علاوه ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها) اولین متغیر کنترلی پژوهش است. جنسن (۱۹۸۶) در مدل جریان نقد آزاد بیان می‌کند که شرکت‌هایی با سودآوری بالا، از بدهی بیشتری برای کنترل مسائل نمایندگی استفاده می‌کند. لذا از نرخ بازده دارایی‌های (ROA) شرکت به عنوان دومین متغیر کنترلی استفاده خواهد شد. براساس نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد مناسب، می‌توانند از بدهی بیشتری به دلیل کاهش هزینه‌های ورشکستگی استفاده کنند. بنابراین متغیر رشد (Growth) (فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل) به متغیرهای کنترلی دیگر اضافه خواهد شد. در نهایت از آنجا که شرکت‌های بزرگتر اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند و این امر باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود (آتیاس و بامبر، ۱۹۹۴) اندازه شرکت (Size) که محصول لگاریتم طبیعی دارایی‌ها است بعنوان آخرین متغیر کنترلی خواهد بود.

۵. یافته‌های پژوهش

۵-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی در نگاره (۱) ارائه شده است. میانگین و انحراف معیار به عنوان مهمترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی مورد توجه ویژه‌ای قرار می‌گیرند. در توصیف متغیرهای پژوهش بعنوان مثال اهرم مالی دارای میانگین ۰.۵۶۳ و میانه ۰.۵۸۸ به این معنا است که اهرم مالی اکثر شرکت‌ها بیشتر از میانگین جامعه مورد بررسی است. همچنین حاصل ضرب متغیر کیفیت افشا در عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان یکی از متغیرهای مستقل پژوهش دارای میانگین ۳۵.۰۵ و میانه ۳۴.۸۳ بیان می‌نماید که این متغیر در اکثر شرکت‌ها کمتر از میانگین جامعه موردنظر است. انحراف معیار نیز، میزان تغییرات را نسبت به میانگین برای این دو متغیر به ترتیب ۰.۱۹۲ و ۱۱.۶۶ نشان می‌دهد.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (تعداد مشاهدات ۴۳۵ سال - شرکت)

انحراف معیار	حداکثر	حداقل	میانه	میانگین	کمیت متغیر
۰.۱۹۲	۱.۱۹۴	۰.۰۸۹	۰.۵۸۸	۰.۵۶۳	اهرم مالی (LEV)
۱۹.۶۳	۹۹	-۲	۷۴	۷۱.۰۰	افشای داوطلبانه (Dis)
۰.۱۰	۰.۸	۰.۲۳	۰.۵۰	۰.۵۰	عدم تقارن اطلاعاتی (In.As)
۱۱.۶۶	۶۸.۹۳	-۱.۲۶	۳۴.۸۳	۳۵.۰۵	کیفیت افشا در عدم تقارن اطلاعاتی (In.As*Dis)
۱.۲۶	۱۰.۴۰	۰.۴۱	۱.۵۲	۱.۹۵	کیو توپین (TQ)
۰.۱۳	۰.۷۷	-۰.۲۴	۰.۱۱	۰.۱۳	بازده دارایی‌ها (ROA)
۰.۵۶	۷.۷۰	-۰.۹۳	۰.۱۸	۰.۲۴	رشد شرکت (Growth)
۱.۳۸	۱۸.۵۳	۱۰.۰۳	۱۳.۴۶	۱۳.۵۴	اندازه شرکت (Size)

۵-۲. آمار استنباطی

۵-۲-۱. نتایج آزمون فرضیه اول

براساس ارقام مندرج در نگاره (۲)، صفر بودن احتمال آماره آزمون‌های F - لیمر و هاسمن در مدل اول با رد فرض صفر هر دو آزمون، منجر به استفاده از روش اثرات ثابت گردیده است. میزان آماره F بیانگر معناداری مدل اول در سطح خطای یک درصد است. میزان آماره دوربین - واتسون (۱.۹۸) نیز بیانگر عدم همبستگی

اجزاء اخلاص مدل است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، متغیرهای پژوهش توانسته‌اند حدود ۹۴ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهد.

بر اساس احتمال آماره t برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی، فرض صفر آزمون رد می‌شود و فرضیه جهت‌دار پژوهش مبنی بر تاثیر معنی‌دار عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه، پذیرفته می‌شود. نوع رابطه و سطح معنی‌داری متغیرهای کنترلی با اهرم مالی نیز در نگاره (۲) بیان شده است. با افزایش (کاهش) نسبت کیوتوبین میزان تمایل به استقراض افزایش (کاهش) می‌یابد. همچنین با افزایش (کاهش) اندازه و شرکت‌هایی با نرخ بازده دارایی‌های شرکت، تمایل کمتری (بیشتری) به استقراض خواهند داشت و بین رشد شرکت و ساختار سرمایه رابطه معنی‌داری یافت نشد.

نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول - تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	احتمال	نوع رابطه	معنی‌داری ۹۵٪
عدم تقارن اطلاعاتی	۰.۰۹۶	۰.۰۳۲	۳.۰۲۰	۰.۰۰۲	مثبت	معنی‌دار
کیوتوبین	۰.۰۱۰	۰.۰۰۲	۴.۲۶۷	۰.۰۰۰	مثبت	معنی‌دار
بازده دارایی‌ها	-۰.۴۴۴	۰.۰۳۴	-۱۲.۷۲۹	۰.۰۰۰	منفی	معنی‌دار
رشد شرکت	۰.۰۰۹	۰.۰۰۵	۱.۶۰۷	۰.۱۰۸	مثبت	غیر معنی‌دار
اندازه شرکت	-۰.۱۵	۰.۰۰۷	-۲.۱۷۰	۰.۰۳۰	منفی	معنی‌دار
مقدار ثابت	۰.۷۶۱	۰.۰۹۹	۷.۶۵۸	۰.۰۰۰	مثبت	معنی‌دار
آماره‌های وزن دار		آماره‌های بدون وزن				
ضریب تعیین	۰.۹۵	ضریب تعیین	۰.۸۴			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۹۴	DW	۱.۷۹			
DW	۱.۹۸	آزمون کارایی مدل				
آماره F	۸۰.۴۴	F - لیمر	۰.۰۰۰			
احتمال (F -آماره)	۰.۰۰۰	هاسمن	۰.۰۰۰			

۲-۲-۵. نتایج آزمون فرضیه دوم

با توجه به نگاره (۳)، صفر بودن احتمال آماره F آزمون F -لیمر استفاده از روش اثرات ثابت را تایید نمود. سپس آزمون هاسمن جهت انتخاب از بین روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام شد که احتمال آماره این

آزمون (۰/۳۲۹) با تایید فرض صفر این آزمون، منجر به استفاده از روش اثرات تصادفی گردید. میزان آماره F بیانگر معناداری مدل دوم در سطح خطای یک درصد است. مقدار آماره دوربین - واتسون (۱.۷۵) نیز بیانگر عدم همبستگی اجزاء اخلاص مدل است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، متغیرهای پژوهش توانسته‌اند حدود ۱۶ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهد.

براساس احتمال آماره t برای متغیر افشای داوطلبانه، فرض صفر آزمون رد می‌شود و فرضیه جهت‌دار پژوهش مبنی بر تاثیر منفی و معنی‌دار افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی پذیرفته می‌شود. نوع رابطه و سطح معنی‌داری متغیرهای کنترلی با اهرم مالی نیز در نگاره (۳) بیان شده است. با افزایش (کاهش) نسبت کیوتوبین و رشد فروش شرکت میزان عدم تقارن اطلاعاتی افزایش (کاهش) می‌یابد. همچنین با افزایش (کاهش) اندازه و نرخ بازده دارایی‌های شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش (افزایش) خواهد یافت.

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم - تاثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال	رابطه	معنی‌داری ۹۵٪
افشای داوطلبانه	-۰.۰۰۰۹	۰.۰۰۰	-۴.۰۷۰	۰.۰۰۰۱	منفی	معنی‌دار
کیوتوبین	۰.۰۱۵	۰.۰۰۳	۴.۴۷۳	۰.۰۰۰	مثبت	معنی‌دار
بازده دارایی‌ها	-۰.۱۵۵	۰.۰۳۹	-۳.۹۷۴	۰.۰۰۰۱	منفی	معنی‌دار
رشد شرکت	۰.۰۱۳	۰.۰۰۶	۱.۹۸۱	۰.۰۴۸۲	مثبت	معنی‌دار
اندازه شرکت	-۰.۰۲۴	۰.۰۰۵	-۴.۸۵۱	۰.۰۰۰	منفی	معنی‌دار
مقدار ثابت	۰.۸۸۶	۰.۰۷۰	۱۲.۵۹۴	۰.۰۰۰	منفی	غیر معنی‌دار
آماره‌های وزن دار		آماره‌های بدون وزن				
ضریب تعیین	۰.۱۷۷	ضریب تعیین	۰.۲۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۱۶۸	DW	۱.۹۶			
DW	۱.۷۵۳	آزمون کارایی مدل				
آماره f	۱۸.۵۴	F- لیمر	۰.۰۰۰			
احتمال (آماره f)	۰.۰۰۰	هاسمن	۰.۳۲۹			

۳-۲-۵. نتایج آزمون فرضیه سوم

براساس نگاره (۴)، صفر بودن احتمال آماره آزمون‌های F- لیمر و هاسمن در مدل سوم (رد فرض صفر هر دو آزمون)، منجر به استفاده از روش اثرات ثابت گردیده است. مقدار آماره F بیانگر معناداری مدل اول در سطح

خطای یک درصد است. میزان آماره دورین - واتسون (۱.۹۷) نیز بیانگر عدم همبستگی اجزاء اخلاص مدل است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، متغیرهای پژوهش توانسته‌اند حدود ۹۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهد.

بر اساس احتمال آماره t برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی در افشای داوطلبانه (In.As*Dis)، فرض صفر آزمون رد می‌شود و فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تاثیر معنی‌دار افشای داوطلبانه در تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه، پذیرفته می‌شود. نوع رابطه و سطح معنی‌داری متغیرهای کنترلی با اهرم مالی نیز در نگاره (۴) بیان شده است. تاثیر متغیر عدم تقارن اطلاعاتی بر اهرم مالی همچون نتایج آزمون فرضیه اول، مثبت و معنی‌دار است. از میان متغیرهای کنترلی نسبت کیوتوین و بازده دارایی‌ها رابطه معنی‌داری با متغیر وابسته دارند به طوری که با افزایش (کاهش) نسبت کیوتوین میزان تمایل به استقرار افزایش (کاهش) می‌یابد و با افزایش (کاهش) نرخ بازده دارایی‌های شرکت، تمایل کمتری (بیشتری) به استقرار خواهند داشت.

نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم - تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه در شرایط افشای داوطلبانه

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال	نوع رابطه	معنی‌داری ۹۵٪
عدم تقارن اطلاعاتی	۰.۱۱۴۴	۰.۰۳۴۴	-۳.۳۲۳	۰.۰۰۱	مثبت	معنی‌دار
کیفیت افشا در عدم تقارن اطلاعاتی	-۰.۰۰۰۷	۰.۰۰۰۳	-۲.۴۸۳	۰.۰۱۳۵	منفی	معنی‌دار
کیوتوین	۰.۰۱۰	۰.۰۰۲	۴.۰۱۱	۰.۰۰۰۱	مثبت	معنی‌دار
بازده دارایی‌ها	-۰.۴۳۹	۰.۰۳۶	-۱۱.۹۹	۰.۰۰۰	منفی	معنی‌دار
رشد شرکت	۰.۰۰۶	۰.۰۰۶	۱.۰۳۹	۰.۲۹۹	مثبت	غیر معنی‌دار
اندازه شرکت	-۰.۰۱۳	۰.۰۰۷	-۱.۸۵۲	۰.۰۶۴	منفی	غیر معنی‌دار
مقدار ثابت	۰.۷۵۲	۰.۱	۷.۴۹۲	۰.۰۰۰	مثبت	معنی‌دار
آماره‌های وزن دار		آماره‌های بدون وزن				
ضریب تعیین	۰.۹۵	ضریب تعیین	۰.۸۴۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۹۳	DW	۱.۸۱			
DW	۱.۹۷	آزمون کارایی مدل				
آماره-f	۷۲.۶۲	F- لیمر	۰.۰۰۰			
احتمال (آماره-f)	۰.۰۰۰	هاسمن	۰.۰۰۰			

۶. بحث و نتیجه‌گیری

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به ۸۷ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۳ در فرضیه‌های اول و دوم بیانگر تاثیر مثبت و معنی‌دار عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه و تاثیر منفی و معنی‌دار افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی است. نتایج حاصل از بررسی فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب موید پژوهش‌های پاتاچی (۲۰۱۵) و کارین (۲۰۰۸) می‌باشد. پاتاچی معتقد است شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر در بازار سهام، به دلیل هزینه سرمایه بیشتر [در ساختار سرمایه خود] به احتمال زیاد از تامین مالی بدهی استفاده می‌کنند. کارین نیز معتقد است افزایش سطح افشا احتمال عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. این امر با کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش ریسک عدم اطمینان، موجب کمتر شدن هزینه سرمایه می‌شود. همچنین نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم مخالف نظر خواجهی و عزیزاده (۱۳۹۳) و موافق نتایج پترسن و پلنبرگ (۲۰۰۶) و جیانگ هیان و همکاران (۲۰۱۱) است.

با توجه به طرح فرضیه‌های اول و دوم انتظار پژوهش بر این بوده است که افشای داوطلبانه با تاثیر معنی‌دار بر عدم تقارن اطلاعاتی بتواند بر ساختار سرمایه و سیاست‌های تامین مالی شرکت تاثیرگذار باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم بیانگر نقش بااهمیت افشای داوطلبانه در تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ساختار سرمایه است. یافته‌های این فرضیه علیرغم ملموس بودن در هیچ‌یک از پژوهش‌های مشابه داخلی و خارجی مشاهده نشده است. لذا قابلیت مقایسه نخواهد داشت. یکی از اصلی‌ترین اهداف سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه کسب بازدهی است. متون و نوشته‌های مربوط به افشای داوطلبانه نشان دهنده منافع مثبت حاصل از افزایش سطح افشا هستند. گرچه افشا بسیار تحت تاثیر محیط فرهنگی می‌باشد که شرکت در آن مشغول به فعالیت است. در ایران میزان افشاهای داوطلبانه در بین شرکت‌های مختلف بسیار متفاوت است. افشا نکردن تغییر در رویه‌های حسابداری و تخطی از اصول حسابداری و یا هر اطلاعات بااهمیت دیگری که در صورت افشا بر نتایج صورت‌های مالی و تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان اثر می‌گذارد. ارائه نادرست ماهیت عملکرد یک بنگاه، ارائه نادرست تصمیم‌های مدیریت و افشا نکردن کافی آنها می‌تواند به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت تصمیم اشتباه در بازار سرمایه منجر شود.

بنابر آنچه تاکنون بیان شد افزایش سطح افشا، احتمال عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. این امر با کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش ریسک عدم اطمینان، موجب کمتر شدن هزینه سرمایه می‌شود و در نهایت با کاهش احتمال تامین مالی بدهی، در ساختار سرمایه شرکت موثر است. بین ساختار سرمایه و

سودآوری رابطه متقابل وجود دارد و سودآوری بیشتر قدرت شرکت را در مذاکره با تأمین‌کنندگان و مشتریان بالا می‌برد و شرکت از این مزیت رقابتی برای بهبود نقدینگی خود استفاده می‌کند.

از این‌رو به سهامداران بالقوه و بالفعل توصیه می‌شود در تصمیمات خود به کیفیت افشا و ساختار سرمایه شرکت‌ها توجه ویژه نمایند. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نهادهای ذی‌ربط پیشنهاد می‌شود با وضع تشویق و تنبیهات مناسب، شرکت‌ها را به افشای اطلاعات منصفانه از ساختار سرمایه ترغیب نمایند. آنچه مسلم است عالی‌ترین وظیفه مدیریت یک واحد تجاری، افزایش ثروت سرمایه‌گذاران است. با تاکید، به مدیران شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌شود با افشای اطلاعات تاثیرگذار و غیر گمراه‌کننده، مقدمات سرمایه‌گذاری مطمئن را برای سرمایه‌گذاران بالقوه و اطمینان خاطر را برای سرمایه‌گذاران بالفعل فراهم آورند.

در علوم تجربی، هیچ چیز را نمی‌توان با قطعیت مطلق ثابت کرد و اصولاً تئوری نه ثابت کردنی، نه رد کردنی و نه غیراحتمالی است. پیرامون انجام این پژوهش محدودیت خاصی وجود نداشته است. با این حال نتایج آن با احتیاط بیان شده است.

در نهایت جهت جلب توجه خوانندگان این پژوهش، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آینده خود پیرامون موضوع، موارد زیر را مدنظر قرار دهند:

۱. بررسی ارتباط بین افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه با استفاده از معادلات ساختاری.

۲. استفاده از متغیرهای دیگر مانند جریان‌های نقدی.

۳. بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها بر ساختار سرمایه با در نظر گرفتن معیارهای دیگر عدم تقارن اطلاعاتی مانند اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش.

۴. بررسی پیشنهادات فوق به تفکیک صنعت.

منابع

- آقایی، محمدعلی. احمدیان، وحید. جهاز‌آتشی، اکبر. (۱۳۹۳). عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست و دوم، ۱۷۵-۲۱۲.

۲. باباجانی، جعفر. تحریری، آرش. ثقفی، علی. بدری، احمد. (۱۳۹۳). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ششم، شماره دوم، ۱-۲۶.
۳. پورزمانی، زهرا. طالب‌نیا، قدرت‌الله. یعقوب‌نژاد، احمد. بیات، علی. (۱۳۹۲). ارتباط بین افشای داوطلبانه، سبک‌های شناختی تصمیم‌گیری و عدم تقارن اطلاعاتی: رویکرد مدل پردازشی عدسی برونزیک. حسابداری مدیریت، دوره ۶، شماره نوزدهم، ۱-۱۴.
۴. خواجوی، شکراله و علیزاده طلائی، وحید. (۱۳۹۳). بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره چهل و دوم، ۸۵-۱۱۵.
۵. ستایش، محمدحسین. غفاری، محمدجواد. رستم‌زاده، ناصر. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه، پژوهش‌های تجربی حسابداری، تابستان ۱۳۹۲، دوره ۲، شماره هشتم، ص ۱۲۵-۱۴۶.
۶. ستایش، محمدحسین. کاظم‌نژاد، مصطفی. ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی. پاییز ۱۳۹۰، دوره ۳، شماره سوم، ۵۵-۷۴.
۷. شباهنگ، رضا. (۱۳۸۲). تئوری حسابداری. سازمان حسابرسی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی.
۸. عباسی، ابراهیم. شهرتی، علی. قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۳). بررسی محافظه‌کاری حسابداری بر خطر ریزش قیمت سهام در شرائط عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۹، ۱۴۱-۱۶۲.
۹. قائمی، محمدحسین. وطن‌پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، پاییز ۸۴، دوره ۱۲، شماره ۴۱، ص ۸۵-۱۰۳.
۱۰. قربانی، سعید. عدیلی، مجتبی. (۱۳۹۱). نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی، مجله دانش حسابداری، شماره ۸، ص ۱۳۱-۱۴۹.

۱۱. کاشانی‌پور، محمد و مومنی‌یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۱). بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمات ساختار سرمایه، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال چهارم، شماره چهاردهم، ۲۲-۱.
12. Andres, C., Cumming, D., Karabiber, T., & Schweizer, D. (2014). Do markets anticipate structure decisions?—Feedback effects in equity liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 27, 133-156.
13. Atiase, R., & L Bamber (1994). Trading volume reactions to annual accounting earnings announcements: the incremental role of predisclosure information asymmetry, *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 309–329.
14. Baker, Malcolm., & Jeremy C. S. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator, *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271-299.
15. Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 22(3), 323-349.
16. Brown, S., & Hillegeist, S.A. (2007). How disclosure quality effects the level of information asymmetry, *Springer Science + Business Media*, 12, 443-477.
17. Butler, A.W., Grullon, G., & Weston, J.P. (2005). Stock market liquidity and the cost of issuing equity. *Financ. Quant. Anal.* 40, 331–348.
18. Clarkson, G., Jacobsen, T. E., & Batcheller, A. L. (2007). Information asymmetry and information sharing, *Government Information Quarterly*, 24(4), 827-839.
19. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
20. Gao, W., & Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 131-159.
21. Gompers, P. A., & Metrick, A. (1998). Institutional investors and equity prices (No. w6723). National bureau of economic research.
22. Haiyan J., Ahsan H., Baiding H., (2011). Ownership Concentration, Voluntary Disclosures and Information Asymmetry in New Zealand, *Journal The British Accounting Review*, 43, 39–53
23. Jagjit, S, S., & Don H. (2011) . Cost Of Equity Capital, Information Asymmetry, And Segment Disclosure, *Journal Of Accounting Research*, 48, 285-325.
24. Jensen, M. (1986). Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
25. Leuz, C., & Verrecchia, R.E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure, *Journal of Accounting Research* 38, 91-124.
26. Madhani, M. P, (2009). Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting, *The Accounting World*, 63-66.
27. Marchica, M. T., & Mura, R. (2006). Cash Holding Policy and Ability to Invest: How do Firms Determine Their Capital Expenditures? New Evidence from the UK Market. mimeo, Manchester Business School.

28. Matoussi, H., & Chakroun, R. (2008). Board composition, ownership structure and voluntary disclosure in annual reports: Evidence from Tunisia. *Laboratoire Interdisciplinaire de Gestion Universite-Entreprise (LIGUE)*, 1-28.
29. Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics*, 12(2), 113-130.
30. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
31. Pan, L. H., Lin, C. T., Lee, S. C., & Ho, K. C. (2015). Information ratings and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 31, 17-32.
32. Pawlina, G., & Renneboog, L. (2005). Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
33. Petacchi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. *Journal of Accounting and Economics*, 59(2), 143-162.
34. Petersen, C., and T. Plenborg (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15, 127-149.
35. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.