

کیفیت افشا، ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مرتضی کاظم پور^۱، کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس
دکتر سحر سپاسی^{۲*}، (نویسنده مسئول مکاتبات)، استادیار گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس

چکیده - هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین کیفیت افشا، ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از این رو، تعداد ۱۰۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ (۶۰۰ سال - شرکت) مورد بررسی قرار گرفتند. برای اندازه‌گیری کیفیت افشا از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر می‌شود، استفاده شده است و ساختار سرمایه با استفاده از اهرم بدهی و عملکرد هم با دو شاخص حسابداری نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام محاسبه شدند. پس از تجزیه و تحلیل اطلاعات نتایج حاکی از آن بودند که بین ساختار سرمایه با نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنادار و بین کیفیت افشا و نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: کیفیت افشا، ساختار سرمایه، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

مقدمه

بر اساس نظریه نمایندگی، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به‌گونه‌ای عمل کنند یا تصمیم‌هایی را بگیرند که در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. این نظریه بیان می‌کند که باید سازوکار کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت سهامداران از تضاد منافع ایجاد

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.

^۲ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده مدیریت و اقتصاد. (نویسنده مسئول مکاتبات)

شود. به همین دلیل، موضوع شفافیت صورت‌های مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه‌شده در آن، به‌عنوان یک راهکار عملی مورد توجه قرار گرفته است (حساس یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). بنابراین، اطلاعات باکیفیت به‌عنوان بخشی از سازوکارهای کنترلی به سرمایه‌گذاران در منضبط کردن مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر کمک کرده، مدیران را ترغیب می‌کند تا در راستای منافع سهامداران و بهبود عملکرد شرکت افشای عمومی و باکیفیت اطلاعات، گام بردارند. همچنین، شرایط نظارت عالی بر عملکرد و در نتیجه بهبود عملکرد را فراهم می‌کند. بوشمن و اسمیت (۲۰۰۳) نیز معتقدند، اطلاعات حسابداری موثق و باکیفیت، نظارت سهامداران و اعمال مؤثر قوانین حافظ منافع سهامداران را تسهیل می‌کند. اطلاعات حسابداری مالی به‌عنوان نهاد مستقیم سازوکارهای کنترلی شرکت، باعث منضبط شدن رفتار مدیران در انتخاب‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه بهبود عملکرد خواهد شد.

علاوه بر بحث افشا و تأثیر آن بر عملکرد شرکت یکی دیگر از مسائل مهم و حیاتی شرکت‌ها، ساختار سرمایه است. در نظریه سنتی ساختار سرمایه به این موضوع اشاره شده است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می‌توان ارزش شرکت را از طریق استفاده فزاینده از اهرم افزایش داد. در واقع این نظریه پیشنهاد می‌کند که در استفاده بیشتر از بدهی، هزینه سرمایه ابتدا کاهش و سپس به علت افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام، افزایش می‌یابد. در این نظریه دامنه‌ای را که در آن هزینه سرمایه حداقل است را دامنه بهینه اهرم مالی می‌نامند و ساختار سرمایه‌ای که در این دامنه قرار می‌گیرد بهینه است؛ اما مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) با نظریه سنتی ساختار سرمایه موافقت نکردند و اشاره کردند که ساختار سرمایه تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. آن‌ها ابراز کردند که با وجود مفروضات خاصی از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی و... مدیران نمی‌توانند به‌واسطه ایجاد تغییر در ترکیب منابع تأمین مالی، ارزش شرکت را تغییر دهند؛ به‌عبارت‌دیگر، ارزش شرکت، مستقل از ساختار سرمایه است؛ اما در سال ۱۹۶۳ پذیرفتند که سپر مالیاتی ناشی از بهره بدهی‌ها باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود و پیشنهاد کردند که شرکت‌ها در ترکیب منابع مالی خود از حداکثر بدهی ممکن استفاده کنند. از آن به بعد پژوهش‌های زیادی تلاش کردند تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دهند. مجور و گلیسن (۲۰۰۰)

دریافت که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها و رشد فروش یک رابطه منفی و معناداری وجود دارد. فسبرگ و قوش (۲۰۰۶) نشان دادند که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها به‌عنوان معیار ارزیابی عملکرد مالی، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. زایتون و تیان (۲۰۰۷) نتیجه گرفتند که بین نسبت‌های بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی و کل دارایی، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام با نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین کیفیت افشا، ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ساختار سرمایه و عملکرد:

هدف اکثر شرکت‌ها حداکثر نمودن ثروت سهامداران است و به‌منظور نیل به این هدف، تلاش می‌شود تا تصمیم‌ها و سیاست‌های مناسبی اتخاذ شود. در این میان، تصمیم‌های مرتبط با ساختار سرمایه، یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مورد توجه قرار می‌گیرد. ساختار سرمایه، نحوه ترکیب منابع مالی گوناگون در یک شرکت تعریف می‌شود. این که شرکت چگونه منابع مالی مورد نیاز برای تداوم فعالیت خود را تأمین نماید در نهایت، ساختار سرمایه‌ی شرکت را شکل می‌دهد. امروزه ساختار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین پارامترهای مؤثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری شرکت‌ها در بازار سرمایه مطرح شده است. 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 به‌منظور انتخاب منابع مؤثر برای دستیابی به هدف پیشینه‌سازی ثروت سهامداران ضروری ساخته است.

طی چهار دهه گذشته نیز پژوهش‌های متعددی در حوزه ساختار سرمایه صورت پذیرفته و مدل‌های نظری متعددی در خصوص توصیف الگوی ساختار سرمایه شرکت‌ها ارائه گردیده است. (آقایی و همکاران، ۱۳۹۳) در سال ۱۹۵۲ دوران مفهوم ساختار سرمایه را ارائه کرد و او در واقع از پیشگامانی است که ساختار سرمایه را به‌صورت نظری تحلیل نموده است. بر اساس رویکرد وی

(رویکرد سود خالص)، هر شرکتی می‌تواند به وسیله تأمین مالی از طریق بدهی باعث افزایش ارزش خود و کاهش هزینه سرمایه گردد. پس از آن، دوراند (۱۹۵۵) رویکرد دیگری (رویکرد سود خالص عملیاتی) در ارتباط با ساختار سرمایه ارائه نمود و شواهدی فراهم کرد که بیانگر عدم ارتباط ارزش بازار شرکت با انتخاب بدهی - سرمایه آن هست.

این دو رویکرد به طور کامل تعریفی بود و مفهوم یا معنی رفتاری و اقتصادی از نتایج آن‌ها قابل استنتاج نبود. به منظور تکمیل این رویکردها، نظریه پردازان مالی برنده جایزه نوبل، مودیگلیانی و میلر^۱، رویکرد رفتاری (اجرایی) را ارائه کردند و مفهوم مدرن ساختار سرمایه در مقاله آن‌ها در سال ۱۹۵۸ منتشر شد. آن‌ها به صورت نظری و از طریق جبر، اثر ساختار سرمایه را بر ارزش شرکت تحلیل نمودند و نتیجه گرفتند که با در نظر گرفتن فرض‌های معین از جمله نبود مالیات، انتخاب بدهی - سرمایه (جهت ساختار سرمایه) تأثیری بر ارزش شرکت ندارد.

ودیگلیانی و میلر در واقع با این مقاله، یک بستر برای محققان در جهت تحلیل تأثیرها ساختار سرمایه فراهم نمودند (تالات افزا و نوید احمد^۲، ۲۰۱۱). متعاقب انتشار نظریه‌های مودیگلیانی و میلر ۱۹۵۸ و ۱۹۶۳ و رفتار متناقض شرکت‌ها، نظریه‌های نوینی مانند توازی ایستا و سلسله‌مراتبی ارائه شدند. در نظریه توازی ایستا فرض می‌شود، شرکت‌ها یک نسبت بدهی مطلوب را تعیین کرده و به سوی آن حرکت می‌کنند. بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی، هیچ نسبت بدهی بهینه‌ای وجود ندارد و شرکت‌ها بدون توجه به ساختار سرمایه بهینه، تنها بر اساس سلسله‌مراتب از پیش تعیین شده، اقدام به تأمین مالی خواهند نمود. در این نظریه، شرکت‌ها می‌توانند از محل وجوه داخلی و خارجی تأمین مالی نمایند. ضمن اینکه همواره تأمین مالی با استفاده از وجوه داخلی در اولویت است. بر اساس این نظریه، شرکت‌ها به دنبال ساختار سرمایه بهینه‌ای نیستند که باعث به حداکثر رسیدن ارزش شرکت شود؛ بلکه مدیران بدون در نظر گرفتن ساختار سرمایه و تنها با توجه به هزینه سرمایه، ابتدا از طریق وجوه داخلی (سود انباشته) و سپس وجوه خارجی ابتدا اوراق بدهی کم ریسک و در نهایت (انتشار سهام) تأمین مالی

¹. Modigliani, F., and Miller, M

². Talat Afza and Naveed Ahmed

می‌نمایند؛ بنابراین، می‌توان بیان کرد که بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی، تغییرات در میزان بدهی شرکت بدون توجه به نسبت بدهی بهینه و ارتباط با نیازهای مالی شرکت انجام می‌پذیرد.

در ادامه به بررسی پژوهش‌های مرتبط با تأثیر ساختار سرمایه بر ارزش و عملکرد شرکت پرداخته خواهد شد. فسبرگ و قوش^۱ (۲۰۰۶) با پژوهشی در بورس اوراق بهادار نیویورک نشان دادند که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها به‌عنوان معیار ارزیابی عملکرد مالی، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. کلین^۲ و دیگران (۲۰۰۵) در پژوهش خود نمونه‌ای از ۲۶۳ شرکت کانادایی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن بودند که اهرم با عملکرد رابطه منفی دارد. چاسوس و اولسن^۳ (۲۰۰۷)، پژوهشی را با عنوان «بررسی تأثیر ریسک محیط، استراتژی شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت» در ۴۸ رستوران منتخب در کشور آمریکا انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که بخش اعظمی از انحرافات در عملکرد رستوران‌ها از طریق این متغیرها توضیح داده می‌شود.

زایتون و تیان^۴ (۲۰۰۷) رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که بین نسبت‌های بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی و کل دارایی، نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی و نسبت کل بدهی به کل حقوق صاحبان سهام با نسبت نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد. ناصر و مظهر^۵ (۲۰۰۷) نشان دادند که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. پائو^۶ (۲۰۰۸) در بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در شرکت‌های تایوانی نشان دادند که بین ساختار سرمایه و حاشیه سود ناخالص رابطه معناداری وجود دارد.

اما جومادی و هاپاجنه (۲۰۱۲) بیان کردند که مدیران شرکت‌ها به دلیل وجود مزیت مالیاتی بدهی تمایل بیشتری دارند تا در ساختار سرمایه خود از بدهی استفاده نمایند تا از این طریق منجر به بهبود

¹ Fosberg & Ghosh

² Klein

³ Chathoth & Olsen

⁴ Zeitun & Tian

⁵ Naser & Mazhar

⁶ Pao

عملکرد خود شوند. ساموئل فوزو^۱ (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه، رقابت در بازار تولید و عملکرد پرداخت و به این نتیجه رسید که اهرم مالی تأثیر مثبت و معناداری بر روی عملکرد شرکت خواهد داشت.

سجادی و همکاران (۱۳۹۰) از طریق تجزیه و تحلیل داده‌های ۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها با نرخ بازده دارایی‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد اما بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد و در نهایت بیان کردند که در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه تأثیر اندک یا هیچ تأثیری بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

اسماعیل‌خانی (۱۳۹۲) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت با توجه به رقابت بازار محصول پرداخت. این پژوهش عملکرد را با معیار نرخ بازده دارایی‌ها موردسنجش قرار داد و از دو معیار برای اندازه‌گیری رقابت، یعنی معیار تمرکز (شاخص هرفیندال هیرشمن) و معیار کارایی (شاخص بونه) استفاده نمود. پس از بررسی ۲۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰، نتایج پژوهش حاکی از آن بودند که رابطه مثبت و معناداری بین اهرم بدهی و نرخ بازده دارایی‌ها وجود دارد.

خواجوی و همکاران (۱۳۹۳) پس از بررسی ۱۲۸ شرکت بیان نمودند که بین ساختار سرمایه و کارایی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. کاظم پور (۱۳۹۳) در پایان‌نامه خود با عنوان بررسی روابط درونی ساختار سرمایه، جریان نقد آزاد، تنوع‌پذیری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پس از بررسی ۱۰۷ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ به این نتیجه رسید که بین اهرم بدهی (ساختار سرمایه) و نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنادار و بین اهرم بدهی با شاخص کیوتوین رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

¹ Samuel Fosu

کیفیت افشا و عملکرد:

اصل افشا یکی از اصول حسابداری است که بر تمامی جوانب گزارشگری مالی تأثیر دارد. اصل افشا ایجاب می‌کند که کلیه واقعیت‌های بااهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. بر اساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی تمامی اطلاعات بااهمیت، مربوط و به‌موقع باشد و این نوع اطلاعات به‌گونه‌ای قابل فهم و به‌صورت کامل ارائه شود تا امکان تصمیم‌گیری‌های آگاهانه برای استفاده‌کنندگان را فراهم سازد.

از سوی دیگر، اطلاعاتی که ارائه می‌شود نباید از لحاظ کمیت و کیفیت به‌گونه‌ای باشد که موجبات سردرگمی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را فراهم سازد (خواجوی و ممتازیان، ۱۳۹۳). گزارشگری مالی و افشا ابزار مهمی برای مدیریت جهت انتقال اثربخش اطلاعات به افراد برون‌سازمانی است. در ادبیات موجود، فرضیه‌ها و نظریه‌های متعددی در رابطه با افشا بیان شده و بارها به پیامدهای اقتصادی افشا و اثرات مثبت آن اشاره شده است. به اعتقاد بوتاسان (۱۹۹۷) افشای بیشتر اطلاعات می‌تواند موجب کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه افزایش ارزش شرکت شود. بر اساس نظریه علامت‌دهی، شرکت‌ها به‌منظور دستیابی به منابع محدود سرمایه باهم در رقابت هستند. اگر شرکت به لحاظ گزارشگری مالی خوش‌نام باشد و در مورد فعالیت‌های خود اطلاعات بیشتری اعلام و افشا نماید توانایی بیشتری در جذب سرمایه خواهد داشت چراکه اعتماد سرمایه‌گذاران را به خود جلب خواهد کرد. گزارش‌های قابل‌اتکا و به‌موقع باعث می‌شود که افراد بتوانند به‌درستی چشم‌اندازهای آتی شرکت را ارزیابی نمایند این امر باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و همچنین نرخ بازده مورد انتظار شده و این امر کاهش هزینه سرمایه را به دنبال خواهد داشت و این کاهش هزینه سرمایه منجر به بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت خواهد شد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۲).

لانگ و لاندلم (۱۹۹۶) معتقدند، کیفیت افشای بالاتر از طریق افزایش تقارن اطلاعاتی، میزان غافل‌گیری در مورد عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد و باعث کاهش نوسان قیمت سهام، انجام مبادله‌های بیشتر روی سهام می‌شود و بهبود عملکرد شرکت را در پی خواهد داشت.

هیلی و همکاران (۱۹۹۹) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های باکیفیت افشای بالاتر، افزایشی در قیمت جاری سهام تجربه می‌کنند که بالاتر از عملکرد سود جاری آن‌هاست. نتایج پژوهش‌های چن

و همکاران (۲۰۰۱)، کلب و زاروین (۲۰۰۲)، لانگ و همکاران (۲۰۰۳) و محمود الاکرا و محمود جهانگیر علی (۲۰۱۰) نشان می‌دهد که با افزایش افشا، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. چی (۲۰۰۹)، به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر عملکرد شرکت‌های تایوانی پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که رابطه مستقیم و معناداری بین کیفیت افشا و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. حسن و همکاران (۲۰۰۹) شواهدی را مبنی بر وجود یک رابطه منفی میان سطح افشا و ارزش شرکت ارائه نمودند.

اعتمادی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهش خود با بررسی ۵۷۲ سال شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ نشان دادند که افشا باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. ستایش، کاظم نژاد و سروستانی (۱۳۹۱) در پژوهش خود از چهار معیار (نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و شاخص کیوتوین) برای اندازه‌گیری عملکرد استفاده نمودند و در نهایت پس از بررسی ۱۱۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ نشان دادند که بین کیفیت افشا و عملکرد جاری و آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اول (بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم (بین کیفیت افشا و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه سوم (بین ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه چهارم (بین کیفیت افشا و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، توصیفی- علی است. در این پژوهش، از روش همبستگی یا رابطه کاوی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها به کار می‌رود. پژوهش حاضر نمی‌تواند از نوع تجربی محض باشد و با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، در طبقه پژوهش‌های نیمه تجربی قرار خواهد گرفت. همچنین، جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران است که ۱۰۰ شرکت در سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است.

$$(۱) ROA = \beta_0 + \beta_1 VDIS + \beta_2 Ln(TDL_{i,t}) + \beta_3 FSIZE$$

$$(۲) ROE = \beta_0 + \beta_1 VDIS + \beta_2 Ln(TDL_{i,t}) + \beta_3 FSIZE$$

بازده دارایی‌ها (ROA) که برابر است با سود قبل از کسر مالیات تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) که برابر است با سود قبل از کسر مالیات تقسیم بر حقوق صاحبان سهام. دلیل اصلی انتخاب بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان متغیرهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها این است که نسبت مزبور با راهبرد شرکت‌ها و عملکرد مدیریت رابطه مستقیم دارند. به‌عنوان مثال، ۸۰ درصد پژوهش‌هایی که به بررسی عملکرد شرکت‌ها پرداخته‌اند این نسبت‌ها را معیارهای مهم ارزیابی عملکرد انتخاب کرده‌اند. بازده دارایی‌ها بیانگر کارایی استفاده از دارایی‌ها و یکی از رایج‌ترین شاخصه‌ای مورد استفاده برای عملکرد شرکت است.

بازده حقوق صاحبان سهام نیز بیانگر کارایی استفاده از حقوق صاحبان سهام عادی است (فوستر، ۱۹۹۶). پژوهش‌های تجربی تمایز دقیق و مشخصی بین کمیت و کیفیت افشا قائل نمی‌شوند و فرض می‌شود که کمیت اطلاعات افشاشده شاخصی در تعیین کیفیت آن بشمار می‌رود ولی برخی معتقدند که کمیت و کیفیت افشا جدای از هم هستند و معتقدند کیفیت بر دقت و یا صحت افشا دلالت دارد. اصطلاحات کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و شفافیت یک سامانه افشا به‌صورت مترادف و قابل جایگزین به کار می‌رود. یکی از عوامل برای مشخص کردن افشای باکیفیت در ایران رتبه‌بندی افشای شرکت‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران است.

این رتبه‌بندی ارزیابی سازمان بورس و اوراق بهادار درباره محتوای اطلاعاتی افشای شرکت‌ها را منعکس می‌کند. امتیازهای مذکور بر اساس میانگین وزنی معیارهای به‌موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشاشده، محاسبه می‌شود. از این‌رو، کیفیت افشا (VDIS) در پژوهش حاضر، امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت است که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و از طریق اعلامیه رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب منتشر می‌شود. همچنین، در پژوهش حاضر از لگاریتم طبیعی مجموع اهرم بدهی (TDL) به‌عنوان نماینده‌ای برای ساختار سرمایه استفاده شد و بر

اساس نتایج پژوهش مشکی (۱۳۹۰) که نشان دادن اندازه شرکت (FSIZE) از دسته متغیرهایی است که تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها بر جای می‌گذارد این متغیر به‌عنوان متغیر کنترلی انتخاب شد.

یافته‌های پژوهش

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته شد. نتیجه آزمون F لیمر در جدول شماره ۳ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در جدول شماره ۲ کمتر از سطح معناداری ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فوق از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود.

جدول شماره ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	معیارها	تعداد	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
نرخ بازده دارایی‌ها	۶۰۰	۰/۱۲	۰/۰۸	۰/۵۶	-۰/۳۰	۰/۱۲	۰/۲۶	۰/۴۲	
نرخ بازده حقوق صاحبان	۶۰۰	۳/۳۵	۲/۸۹	۳۹/۲۷	-۹/۲۶	۳۶/۰۶	-۱۷/۸	۴۱	
کیفیت افشا	۶۰۰	۵۹/۴۸	۶۲/۰۰	۱۰۰	۰/۰۰	۲۴/۱۳	-۰/۳۹	۲/۳۰	
ساختار سرمایه (نسبت بدهی)	۶۰۰	۰/۶۴	۰/۶۴	۲/۷۵	۰/۰۹	۰/۲۴	۲/۴۹	۲۰/۰۶	
اندازه شرکت	۶۰۰	۱۳/۵۲	۱۳/۳۰	۱۸/۶۰	۱۰/۴۵	۱/۴۹	۰/۷۲	۳/۳۸	

جدول شماره ۲: آزمون F لیمر مدل رگرسیونی پژوهش

مدل	$ROA = \beta_0 + \beta_1 VDIS + \beta_2 Ln(TDL_{i,t}) + \beta_3 FSIZE$		
احتمال آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	نوع آزمون
۰/۰۰۰	(۵/۶۸۲)	۲۹/۱۳۵	F لیمر

به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون هاسمن در جدول شماره ۳ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن کم تر از سطح معنی داری ۵٪ هست؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت وجود ندارد و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌شود.

جدول شماره ۳: انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی

مدل	$ROA = \beta_0 + \beta_1 VDIS + \beta_2 Ln(TDL_{i,t}) + \beta_3 FSIZE$		
نوع آزمون	مقدار آماره خی دو	درجه آزادی خی دو	احتمال آماره آزمون
هاسمن	۱۳۲/۶۹۱	۵	۰/۰۰۰

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر متغیرهای مستقل پژوهش بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های مورد بررسی در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

جدول شماره ۴: مدل رگرسیونی اثرات ثابت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیونی	آماره‌ها / متغیرها
۰/۰۰۰	۱۰/۵	۹۵/۳۱	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	-۰/۰۵	-۰/۰۴۶	ساختار سرمایه
۰/۰۰۱	۲/۱۵	۰/۸۳	کیفیت افشا
۰/۰۳۰	۱/۶۵	۰/۰۲	اندازه شرکت
آماره دوربین-واتسون	احتمال آماره F	ضریب تعیین / تعدیل شده	ضریب تعیین
۱/۸	۰/۰۰۱	۰/۵۹	۰/۶۰

نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی دار بوده و از آنجائی که مقدار آماره دوربین-واتسون در محدوده بحرانی ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه مدل فاقد مشکل

خودهمبستگی است. همان‌طور که در جدول شماره ۴ نشان داده شده است مقدار احتمال آماره t مربوط به ساختار سرمایه برابر با $0/000$ است که این امر بیانگر وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها است و با توجه به ضریب رگرسیونی منفی، می‌توان بیان نمود که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. هم‌چنین، با توجه به مقدار احتمال آماره t و ضریب رگرسیونی متغیر کیفیت افشا می‌توان بیان نمود که بین کیفیت افشا و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود. قبل از آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش، ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته شده است. نتیجه آزمون F لیمر در جدول شماره ۶ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در جدول شماره ۶ کمتر از سطح معناداری $5/0$ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فوق از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود.

جدول شماره ۵: آزمون F لیمر مدل رگرسیونی پژوهش

مدل	$ROE = \beta_0 + \beta_1 VDIS + \beta_2 Ln(TDL_{i,t}) + \beta_3 FSIZE$		
نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
F لیمر	۲۹/۱۳۵	(۵/۶۸۲)	۰/۰۲۵

به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون هاسمن در جدول شماره ۵ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن کم‌تر از سطح معنی‌داری $5/0$ است؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت وجود ندارد و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌شود.

جدول شماره ۶: انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی

مدل	$ROE = \beta_0 + \beta_1 VDIS + \beta_2 Ln(TDL_{i,t}) + \beta_3 FSIZE$		
نوع آزمون	مقدار آماره χ^2 دو	درجه آزادی χ^2 دو	احتمال آماره آزمون
هاسمن	۱۳۲/۶۹۱	۵	۰/۰۰۰

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر متغیرهای مستقل پژوهش بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های مورد بررسی در جدول شماره ۷ ارائه شده است.

جدول شماره ۷: مدل رگرسیونی اثرات ثابت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیونی	آماره‌ها / متغیرها
۰/۰۰	۹/۵	۹۵/۳۰	مقدار ثابت
۰/۰۲	-۰/۰۳	-۰/۰۴	ساختار سرمایه
۰/۰۳	۲/۱۳	۰/۷۳	کیفیت افشا
۰/۰۰	۱/۶۴	۰/۰۳	اندازه شرکت
آماره دوربین-واتسون	احتمال آماره F	ضریب تعیین / تعدیل شده	ضریب تعیین
۱/۷	۰/۰۰	۰/۶۰	۰/۶۲

تایید مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و از آنجائی که مقدار آماره دوربین-واتسون در محدوده بحرانی ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه مدل فاقد مشکل خودهمبستگی است. همان‌طور که در جدول شماره ۷ نشان داده شده است مقدار احتمال آماره t مربوط به ساختار سرمایه برابر با ۰/۰۲ است که این امر بیانگر وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است و با توجه به ضریب رگرسیونی منفی، می‌توان بیان نمود که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود. ضمناً، با توجه به مقدار احتمال آماره t و ضریب رگرسیونی متغیر کیفیت افشا می‌توان بیان نمود که بین کیفیت افشا و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین کیفیت افشا، ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از این رو، تعداد ۱۰۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ (۶۰۰ سال- شرکت) مورد بررسی قرار گرفتند. برای اندازه‌گیری کیفیت افشا از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران که از طریق اعلامیه رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب منتشر می‌شود، استفاده شده است و ساختار سرمایه با استفاده از اهرم بدهی و عملکرد هم با دو شاخص حسابداری نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام محاسبه شدند. برای آزمون نمودن چهار فرضیه پژوهش از دو مدل رگرسیونی استفاده و در هر مدل رگرسیون برای تشخیص این امر که داده‌ها تلفیقی یا ترکیبی هستند با استفاده از نرم‌افزار E-views آماره F لیمر برآورد شد که هر دو مدل رگرسیونی از نوع ترکیبی بودند و به همین دلیل با استفاده از آزمون هاسمن بین اثرات ثابت و متغیر، با توجه به آماره موردنظر اثرات ثابت انتخاب شد. در نهایت پس از بررسی اطلاعات به دست آمده نتایج حاکی از آن بودند که بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد که این امر با نتایج پژوهش‌های ناصر و مظهر (۲۰۰۷) و کاظم پور (۱۳۹۳) هم‌سو و با نتایج پژوهش اسماعیل‌خانی و همکاران (۱۳۹۲) در تضاد است. از سوی دیگر، نتایج حاکی از آن بودند که بین کیفیت افشا و نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از این رو نتایج به دست آمده با نتایج پژوهش‌های ستایش و همکاران (۱۳۹۱) و اعتمادی و همکاران (۱۳۹۱) هم‌سو است؛ بنابراین، با توجه به نتایج به دست آمده به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تا با افزایش کیفیت افشا اطلاعات شرکت و ارسال علامت‌های مثبت به بازار بورس اوراق بهادار تهران عملکرد شرکت خود را بهبود ببخشند. از سوی دیگر از آنجائی که نتایج نشان دادند که بین ساختار سرمایه و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه منفی و معناداری وجود دارد مدیران برای استفاده از ساختار سرمایه جهت بهبود عملکرد شرکت بررسی‌های دقیق و لازم را انجام دهند تا با افت عملکرد مواجه نشوند.

منابع

- ۱- آقایی، محمدعلی؛ احمدیان، وحید و اکبر جهاز آتشی. (۱۳۹۳). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست‌وسه، صص ۲۱۲-۱۷۵.
- ۲- اعتمادی، حسین؛ حصار زاده، رضا؛ محمدآبادی، مهدی و آمنه بذرافشان. (۱۳۹۱). افشا و ارزش شرکت: شواهدی از بازار نوظهور ایران. فصل‌نامه حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره سیزده، صص ۶۷-۷۷.
- ۳- اسماعیل‌خانی، حسین. (۱۳۹۲). ساختار سرمایه، رقابت بازار محصول و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد یزد.
- ۴- حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشد. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و شفافیت. حسابدار، شماره هفتادونه صص ۷۴.
- ۵- خواجوی، شکرا...؛ داداشی، ناصر و غلامرضا رضایی. (۱۳۹۳). رابطه ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و عملکرد با استفاده از رویکرد تحلیلی پوششی داده‌ها. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره بیست‌وسه، صص ۵۵-۷۴.
- ۶- خواجوی، شکرا...؛ و ممتازیان، علیرضا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام. دانش حسابداری مالی، دوره یک، شماره یک، صص ۹-۲۷.
- ۷- کاظم پور، مرتضی. (۱۳۹۳). بررسی روابط درونی ساختار سرمایه، جریان نقد آزاد، تنوع‌پذیری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
- ۸- مشکئی (۱۳۹۰). تعیین عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌های بورسی با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته و حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی. مجله پیشرفت‌های حسابداری، سال ششم، صص ۹۱-۱۱۹.
- ۹- ستایش، محمدحسین و کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۲). شناسایی و تبیین عوامل مؤثر بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره چهار، شماره یک، صص ۴۹-۷۹.
- ۱۰- سجادی، حسین، محمدی، کامران و شعیب عباسی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های بورسی. فصل‌نامه حسابداری مالی، سال سه، شماره نه صص ۱۹-۳۸.

- 11- Al-Akra, M & Jahangir Ali, M. (2010). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East- The case for Jordan. Forums Being Presented at the 2010 AFAANZ Conference.
- 12- Bushman R.M, Smith A. J (2003), Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. FRBNY Economic Policy Review; vol. 9 pp.65-87.
- 13- Chathoth, K. Parakash; and Michael D. Olsen. (2007). The effect of environmental risk, corporate strategy, and capital structure on firm performance. *Journal of Hospitality Management*, Vol.26, pp.502-516.
- 14- Chen, J.P., Chen, C.S., Su, X. (2001). Is Accounting Information Value Relevant in the Emerging Chinese Stock Market? Companies earnings announcements. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, 1-22.
- 15- Chi L.C. (2009). Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. *Expert Systems with Applications*, 36, 11198-11203
- 16- Fosberg, R.H; and Ghosh, A. (2006). Profitability and capital structure of Amex and Nyse firms, *Journal of business & economic research*, N.11, pp. 57-64
- 17- Foster G. (1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall Inc
- 18- Gelb. D.S., Zarowin, D., (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7, 33-52.
- 19- Hassan, O. A. G., Romilly, P., Giorgioni, G. & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *International Journal of Accounting*, 44, 79- 102.
- 20- Healy, P & Hutton, A & Palepu K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16, 485-520.
- 21- Klein, P.; Shapiro, D.; and Young, J. (2005). "Corporate Governance, Family ownership and Firm value: the Canadian Evidence", *Corporate Governance*, Volume 13, Number 6, pp.769-784.
- 22- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, 41(2), 17-345.
- 23- Lang, M. H & Lundholm, R. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analysts Behavior. *The Accounting Review*, 71(4), 467-492.
- 24- Madhani M. Pankaj, Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting, *The Accounting World*, 2009, pp. 63-66.

- 25- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American economic review*, 261-297.
- 26- Modigliani, F., Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, 53: 433-443.
- 27- Naser, Mohamed & Mazhar, Ayesha. (2007). Determinants of capital structure decisions case of Pakistani government owned and private firms.
- 28- Samuel Fosu. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: evidence from South Africa. *The quarterly review of economics and finance*, 53, pp. 140-151.
- 29- Talat Afza and Naveed Ahmed. (2011). Leverage Choice and its Determinants: An Empirical Investigation of Insurance Sector of Pakistan, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/>
- 30- Tian, G.G., Zeitun, R. (2007). Capital structure and corporate performance. *Australasian accounting business and finance journal*. N.4, p 40.