

افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و آثار آن‌ها (با تأکید بر انطباق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت)

فاطمه عزلتی

دانشجوی دکتری گروه حسابداری واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

f_ozlati@yahoo.com

یداله نوری فرد

استادیار گروه حسابداری واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

dr.y.fard@gmail.com

قدرت اله امام وردی

استادیار گروه اقتصاد نظری واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

ghemamverdi@gmail.com

رویا دارابی

دانشیار گروه حسابداری واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

royadarabi110@yahoo.com

زهره حاجیها

دانشیار گروه حسابداری واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

z_hajjha@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۲/۲۱ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۳/۱۰

چکیده

یکی از الزامات رشد و توسعه اقتصادی، دسترسی همه ذینفعان به اطلاعات شفاف است. شرکت‌هایی که گزارشگری مالی شفاف و قابل قبولی ندارند، با ریسک اعتبار مواجه شده و اطمینان سهامداران را از دست می‌دهند. کیفیت افشای اطلاعات حسابداری، از عوامل مؤثر در تعیین کیفیت حسابداری، مورد توجه گروه کثیری از عموم و استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری می‌باشد. این در حالی است که حتی با افزایش الزامات افشای اجباری، شرکت‌ها باز هم به فراهم کردن اطلاعات داوطلبانه ادامه می‌دهند. به این ترتیب، انگیزه چنین رفتارهایی توجه زیادی را به خود معطوف ساخته است که باعث جذاب شدن موضوع افشای داوطلبانه شده است. در مطالعه حاضر تلاش شد تا با تلفیق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت در مقوله افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، نقش آفرینی این اطلاعات در قالب یک چارچوب و چند مدل رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور از داده‌های ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ده ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ استفاده شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی، ریسک پیش‌رو، هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی و موجب تقویت نقدشوندگی سهام شرکت و ارزش بازار شرکت می‌گردند.

واژه‌های کلیدی: اطلاعات غیرمالی، افشای داوطلبانه، تئوری علامت‌دهی، تئوری مشروعیت.

۱- مقدمه

یکی از مهمترین عوامل توسعه پایدار در اقتصاد هر کشور، فراهم کردن زیرساخت‌های اساسی در جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی است. این مهم با وجود فضای رقابتی سالم از طریق اطلاعات شفاف و به‌موقع و امکان دسترسی همه مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات شفاف امکان‌پذیر است (بیلینگز و کاپی^۱، ۲۰۰۹). هرچه انتشار اطلاعات در جوامع بیشتر و بهتر صورت پذیرد، امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه و ایفای مسئولیت پاسخ‌گویی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع، بیشتر می‌شود. در این راستا، رهنمودهای اخلاقی برای کمک به پیشبرد کسب و کار، همسو نمودن آن با قوانین و دوری از تعاملات و اعمال متقلبانه ضروری است. پرسونس^۲ (۲۰۱۳) به‌طور صریح بیان می‌کند که فعالیت‌های غیراخلاقی اثر منفی روی شرکت دارد و بر تصویر و شهرت شرکت سایه می‌اندازد، بر سوددهی و ارزش بازار شرکت اثر می‌گذارد، هزینه‌هایی را به شرکت و سهامداران تحمیل می‌کند و در نهایت، منجر به ایجاد بی‌اعتمادی در عموم می‌شود (عثمان^۳ و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین، یکی از الزامات رشد و توسعه اقتصادی، دسترسی همه ذی‌نفعان به اطلاعات شفاف است (حساس یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، به اطلاعات دقیق و به‌موقع برای اخذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاریشان نیاز دارند (بهروزی^۴ و همکاران، ۲۰۱۳). شرکت‌هایی که گزارشگری مالی شفاف و قابل قبولی ندارند، با ریسک اعتبار مواجه شده و اطمینان سهامداران را از دست می‌دهند. چنین شرایطی در نهایت، درجه اعتبار و میزان نقدشوندگی را در کل بازار سرمایه به شدت کاهش می‌دهد. در واقع، در بلندمدت شرط اصلی رونق بازارهای سرمایه، محیط اطلاعاتی شفاف است (مدهانی^۵، ۲۰۰۹). شفافیت و افشای اطلاعات، عدم اطمینان را کاهش می‌دهد و از این طریق به کاهش بازده مورد انتظار و در نتیجه هزینه سرمایه منجر خواهد شد که می‌تواند شرکت‌ها را برای رشد، توسعه و بهبود مداوم باری کند (خالقی‌مقدم و خالق، ۱۳۸۷). در همین راستا، پذیرش استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، سبب افزایش کیفیت افشای اطلاعات مالی و کاهش ریسک برای سرمایه‌گذاران شده که از عوامل مؤثر در تعیین زمانبندی حسابرسی و مورد توجه گروه کثیری از عموم و استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری می‌باشد و در نتیجه سرمایه‌گذاران کوچک می‌توانند با سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بهتر رقابت کنند، زیرا احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران کوچک‌تر اطلاعات مالی را از محلی غیر از صورت‌های مالی دریافت کنند. در اثر افشای بیشتر اطلاعات، هزینه پردازش اطلاعات مالی

برای سرمایه‌گذاران کاهش یافته و هزینه کمتر پردازش اطلاعات مالی سبب افزایش کارایی بازار می‌شود. شرکت‌هایی که از استانداردهای بین‌المللی گزارشگری پیروی می‌کنند، اطلاعات بیشتری را در گزارش‌های مالی افشا می‌کنند. بنابراین، کیفیت بالای حسابرسی به بهبود افشای داوطلبانه گزارش‌های سالانه کمک می‌نماید (چالمر و گادفری^۶، ۲۰۰۷). با این حال، شرکت‌های مختلف موجود در یک کشور و حتی در یک صنعت، با وجود شرایط محیطی مشابه و برابر، همچنان از نظر میزان شفافیت اطلاعاتی و سیاست‌های افشای اتخاذی، متفاوت عمل می‌کنند. پژوهش‌های بسیاری در سطح جهان، با بررسی تأثیر عوامل درون شرکت بر میزان شفافیت و افشا، درصد روشن کردن این موضوع برآمده‌اند. پژوهشگران مختلف تأثیر متغیرهای شرکتی، از جمله اندازه شرکت، ساختار مالکیت، سودآوری، سن شرکت، میزان فعالیت خارجی، اهرم-های مالی، نسبت‌های نقدینگی و عوامل دیگر را بر میزان افشا و شفافیت اطلاعاتی شرکت بررسی کرده و به نتایج مختلفی دست یافته‌اند. در مطالعه حاضر نیز تلاش می‌شود تا با تلفیق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت در مقوله افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، نقش‌آفرینی این در قالب یک چارچوب و چند مدل رگرسیونی مورد بررسی قرار گیرند.

لازم به ذکر است که امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری نقش بسیار مهمی در گردش فعالیت سازمان‌ها ایفا نموده و در مجموعه محیط اقتصادی کشورها، وظیفه‌ای بااهمیت برعهده دارند. بسیاری از تصمیمات اقتصادی بر اساس اطلاعات حاصل از این سیستم‌ها اتخاذ می‌شوند. همچنین، سهم عمده‌ای از مبادلات اوراق بهادار به خرید و فروش سهام شرکت‌ها اختصاص دارد که آن نیز به نوبه خود می‌تواند تحت تأثیر ارقام و اطلاعات حسابداری باشد. بنابراین هرگونه تحقیق در زمینه نحوه اثرگذاری اطلاعات حسابداری بر طیف وسیع تصمیم‌گیرندگان ذی‌نفع در شرکت‌ها، به درک بهتر از چگونگی و نقش این اطلاعات و ضرورت افشای بهتر آن‌ها کمک می‌کند (ثقفی و عرب مازار، ۱۳۸۹). افشای داوطلبانه، ارائه مازاد بر الزام قانونی اطلاعات است. مدیریت شرکت در فراهم کردن اطلاعات حسابداری و دیگر اطلاعاتی که باعث تسهیل و تأمین مناسب نیازهای استفاده‌کنندگان می‌شود؛ آزاد است. ممکن است شرکت‌ها به‌منظور محدود کردن برداشت نامطلوب سرمایه‌گذاران و ایجاد آگاهی در مورد چشم‌اندازهای آتی شرکت، دست به افشای داوطلبانه بزنند (بارث^۷ و همکاران، ۲۰۰۷). ارائه اطلاعات داوطلبانه در مورد شناسایی، اندازه‌گیری و افشای ارقام مالی و غیرمالی در صورت‌های مالی باعث جذب سرمایه‌گذاران می‌شود و به‌طور موثری به بهبود وضعیت مالی و

نماید که یکی دیگر از ابعاد نوآوری مطالعه حاضر است. به این ترتیب، مطالعه حاضر با تلاش به منظور ارائه چارچوبی کلی برای افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و تبیین آثار آن در قالب انطباق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، نتایج مفیدی برای سرمایه‌گذاران، مدیران اجرایی، حسابداران و مدیران مالی و اساتید دانشگاه و پژوهشگران خواهد داشت. ساختار مقاله به این شرح است: بخش دوم به مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش و فرضیه‌های تحقیق اختصاص داشته و بخش سوم جامعه و نمونه آماری تحقیق و سپس مدل‌ها و متغیرهای پژوهش را توصیف می‌کند و در بخش چهارم آمار توصیفی و تخمین مدل‌های فرضیه‌ها ارائه می‌شوند و در بخش پنجم نیز به تبیین نتیجه‌گیری و پیشنهادها تحقیق پرداخته می‌شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از ابزارهای مهم برای سازمان‌ها در ایفای مسئولیت پاسخ‌گویی، افشای اطلاعات مالی و غیرمالی است. شرکت‌ها افشای اطلاعات را از طریق انتشار صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش هیئت مدیره و نظایر آن انجام می‌دهند. برخی از شرکت‌ها علاوه بر افشای حداقل اطلاعات براساس استانداردهای مربوط و سایر قوانین و مقررات، به افشای اضافی اطلاعات به صورت اختیاری نیز می‌پردازند. افشای اختیاری یا افشای اخلاقی، افشایی است که شرکت‌ها علاوه بر الزامات افشای اجباری انجام می‌دهند (کیو^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۲). از سوی دیگر، شواهد موجود نشان می‌دهند شرکت‌هایی که توسط موسسات حسابرسی باکیفیت بالا حسابرسی می‌شوند، به واسطه شناسایی سریع‌تر زیان، اطلاعات به‌هنگام‌تری درباره عملکرد ضعیف خود ارائه می‌دهند (باسو^{۱۲}، ۱۹۹۷؛ کیو^{۱۳} و همکاران، ۲۰۰۳). دی‌آنجلو^{۱۴} (۱۹۸۱) بر اساس تئوری اقتصادی اظهار نمود که اندازه موسسه حسابرسی، معیاری برای کیفیت حسابرسی است. او اظهار داشت که حسابرسان مشهور و معتبر، توانایی بیشتری در شناسایی تحریفات در صورت‌های مالی داشته و تمایل بیشتری به گزارش و انتشار یافته‌های خود در قیاس با سایر حسابرسان دارند. تخصص و کیفیت بالاتر موسسات حسابرسی بزرگ فقط به‌خاطر در اختیار داشتن منابع بیشتر نیست و تمایل بالاتر آنان برای آموزش کارکنان، بررسی‌های بیشتر و سرمایه‌گذاری در فناوری اطلاعات نیز در این موضوع نقش دارد (کراسول^{۱۵} و همکاران، ۱۹۹۵). از سوی دیگر، استقلال بالاتر موسسات حسابرسی بزرگ، ناشی از شهرت بیشتر آنان در قیاس با سایر موسسات حسابرسی است. از دست دادن شهرت، همانند آنچه برای آرتور اندرسون به‌وقوع

چهره مدیریتی شرکت کمک می‌کند (یاتریدیس و آکساکیس^{۱۶}، ۲۰۱۲) و منجر به کاهش شرایط عدم اطمینان است که این نیز به نوبه خود، نیاز به نظارت بر فعالیت‌های مدیریت را کاهش می‌دهد و متعاقباً باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (گیتزمن و ترومیتا^{۱۷}، ۲۰۰۳). افشای داوطلبانه اساساً برای سهامداران، بانک‌ها و دیگر تأمین‌کنندگان سرمایه ارائه می‌شود و معمولاً شامل اطلاعات در مورد استراتژی شرکت، مسائل رقابتی، فعالیت‌های تولیدی، استراتژی‌های بازاریابی و مسائل مربوط به سرمایه انسانی است. حتی با افزایش الزامات افشای اجباری، شرکت‌ها باز هم به فراهم کردن اطلاعات داوطلبانه ادامه می‌دهند. به این ترتیب، انگیزه چنین رفتارهایی، توجه زیادی را به سمت خود معطوف ساخته است که در نتیجه، باعث جذاب شدن موضوع افشای داوطلبانه شده است.

از سویی دیگر، حسابرسی باکیفیت بالا، انتظام برون-سازمانی را تسهیل می‌نماید و لذا مانع سوءاستفاده درون-سازمانی‌ها می‌شود. حسابرسی باکیفیت بالا، مدیران را به‌عنوان مدیرانی که به دنبال ارائه اطلاعات مالی باکیفیت بالا هستند، معرفی می‌کند و لذا نظارات برون‌سازمانی توسط سهامداران و ارزیابی عملکرد و فعالیت‌های تجاری را تسهیل می‌نماید (کیو^{۱۸} و همکاران، ۲۰۱۵).

تحقیقات متعددی تا کنون به موضوعات افشای اختیاری اطلاعات و کیفیت حسابرسی، عوامل موثر بر آن‌ها و همچنین عواقب و آثار آن‌ها، پرداخته‌اند. گرچه افشای اختیاری اطلاعات موضوعی محبوب در بین محققان ایرانی بوده است، اما تا کنون در کارهای پژوهشی متعدد منتشر شده در مجلات داخلی، چارچوبی جامع برای افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی با تأکید بر موضوعات گذشته‌نگر و آینده‌نگر ارائه نشده است. این در حالی است که در مطالعه حاضر، در یک چارچوب، ابعاد مختلف نقش‌آفرینی افشای اطلاعات غیرمالی مورد بررسی و شناسایی قرار می‌گیرد که نتایج حائز اهمیتی از لحاظ مسائل درون‌سازمانی (مانند هزینه‌های نمایندگی و ریسک پیش‌رو) و مسائل برون‌سازمانی (مانند نقدشوندگی و ارزش بازار سهام) در پی خواهد داشت. علاوه بر این، در همان چارچوب، به بررسی و تبیین نقش کیفیت حسابرسی مستقل شرکت پرداخته می‌شود که یکی از مهمترین ابعاد تأثیرگذاری سازوکارهای نظارتی الزامی و برون‌سازمانی بر شرکت است. به این ترتیب، می‌توان استدلال نمود که مطالعه حاضر می‌تواند نقش‌آفرینی اقدامات اطلاعاتی اختیاری (افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و کیفیت آن) در کنار اقدامات اطلاعاتی الزامی (حسابرسی صورت‌های مالی و کیفیت آن) شرکت را جمع‌بندی و ارائه

۲۰۱۲) چنین مطرح می‌کنند که حسابرسی با کیفیت بالاتر، اعتبار اطلاعات تهیه شده را بهبود می‌بخشد و به استفاده-کنندگان، به خصوص سرمایه‌گذاران، فرصت می‌دهد با اعتماد بیشتری وضعیت مالی و نتایج عملکرد شرکت را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند. بنابراین، کیفیت حسابرسی می‌تواند به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت منجر شود.

از سویی دیگر، وجوه سرمایه‌گذاری محدود بوده و در راستای جذب آن‌ها، شرکت‌ها باید خود را با خواسته‌ها، علایق و تمایلات سرمایه‌گذاران هماهنگ سازند. در این رابطه، شرکتی مورد پذیرش همگان خواهد بود که برای سهامداران و ذی‌نفعان خود ارزش‌آفرینی کند. با توجه به اهمیت این موضوع، پژوهشگران متعددی تلاش نموده‌اند تا محرک‌های ارزش را شناسایی کنند چراکه این محرک‌ها می‌توانند با توجه به تغییراتی که خواهند داشت، ارزش شرکت را افزایش یا کاهش دهند (برای مثال؛ کازلوسکین و کریستاوسکاس^{۲۲}، ۲۰۰۸). توجه ذی‌نفعان مختلف به شرکت موجب می‌شود که شرکت سرمایه‌گذاران بیشتری به دست آورد که در نتیجه آن، ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. روش‌های مختلفی برای شرکت‌ها به منظور علامت‌دهی اطلاعات وجود دارد. در میان آن‌ها، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، به‌عنوان یکی از موثرترین روش‌ها در نظر گرفته می‌شود (گارسیا-مکا^{۲۳} و همکاران، ۲۰۰۵). به این ترتیب، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و کیفیت حسابرسی می‌تواند افزایش ارزش بازار شرکت را موجب گردند. همچنین، جان^{۲۴} و همکاران (۲۰۰۸) بر پایه مطالعه لاپورتا^{۲۵} و همکاران (۱۹۹۷ و ۲۰۰۰) درباره تأثیر محیط قانونی بر بازار سرمایه کشور، نشان دادند آن دسته از سازوکارهای کنترلی شرکت که محافظت از سرمایه‌گذار را تقویت می‌نمایند، دارای رابطه مستقیم با ریسک‌پذیری و رشد شرکت هستند. بارگرون^{۲۶} و همکاران (۲۰۱۰) نیز دریافته‌اند که ریسک‌پذیری شرکت‌ها پس از قانون ساربینز-اکسلی^{۲۷} در سال ۲۰۰۲، کاهش یافته است. بر اساس این قانون، نقش اعضای هیئت مدیره غیرموظف افزایش یافته است، تعهدات اعضای هیئت مدیره و مدیران بیشتر شده است و کنترل‌های داخلی گسترده-تر شده‌اند که جمیع این عوامل منجر به محدود شدن ریسک-پذیری شرکت‌ها شده‌اند. به این ترتیب، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و کیفیت حسابرسی می‌تواند کاهش ریسک-های پیش‌روی شرکت را موجب گردند.

در نهایت، هزینه سرمایه نیز یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است. اجزای تشکیل‌دهنده هزینه سرمایه عبارتند از هزینه بدهی و هزینه حقوق صاحبان سهام. هزینه‌ای که شرکت برای تأمین وجوه از طریق اخذ وام و یا انتشار اوراق

پیوست، می‌تواند موجب خروج موسسات حسابرسی بزرگ از بازار رقابت گردد (هوانگ و لی^{۱۶}، ۲۰۰۹). مدیران شرکت‌ها با افشای کامل اطلاعات به عنوان مکانیزمی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران خارجی می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی که دارای پیامدهای نامطلوبی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملات، ضعف بازار، نقدشوندگی پایین و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازار سرمایه خواهد بود و یکی از عوامل اصلی تئوری نمایندگی است را کاهش دهند. این در حالی است که با جدا شدن مالکیت از مدیریت در شرکت‌ها و برقراری رابطه نمایندگی، هر یک از طرفین رابطه، به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می‌باشند. از آنجا که تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آن‌ها تضاد منافع وجود دارد و سهامداران باید مخارجی را متحمل شوند تا منافع مدیران را با خود هم‌سو کنند. از آنجا که چنین مخارجی به واسطه شکل‌گیری رابطه نمایندگی به‌وجود می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود (جنسن و مک‌لینگ^{۱۷}، ۱۹۷۶). طی چهار قرن اخیر، تلاش‌های بسیاری جهت یافتن راه‌حلی مناسب برای هم‌سو کردن منافع و انگیزه‌های مالک و نماینده صورت گرفته است. کانون تلاش‌های انجام شده در این زمینه، حسابرسی است (حساس یگانه و مرفوع، ۱۳۸۷) و شفافیت می‌تواند راهکاری مفید جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی باشد (هانگ^{۱۸} و همکاران، ۲۰۱۷). به این ترتیب، افشای داوطلبانه هرچه بیشتر اطلاعات غیرمالی و کیفیت حسابرسی می‌تواند کاهش هزینه‌های نمایندگی را موجب گردند.

به‌طورکلی، در بازارها دو نوع واکنش نسبت به اطلاعات می‌تواند روی دهد؛ اولین واکنش، اثر قیمتی اطلاعات بر اوراق بهادار است و دوم، واکنش بازار به صورت حجمی است، این اثر در شاخص‌های "نقدشوندگی" نمایان می‌شود (چانگ^{۱۹} و همکاران، ۲۰۰۹). به‌طورکلی، نقدشوندگی عبارت است از میزان سهولت در خرید و فروش یک کالا بدون تغییر قابل ملاحظه در قیمت آن (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹). یکی از ویژگی‌های بازار کارا و ایده‌آل، نبود هزینه‌های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست. از این‌رو، نقدشوندگی سهام می‌تواند معیاری برای کارایی بازار، به‌ویژه از نظر اطلاعاتی مطرح شود و به شکل گسترده در بررسی عوامل مؤثر بر ارائه اطلاعات مفید به‌کار گرفته شود (چانگ و همکاران، ۲۰۰۹). در این راستا، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، به‌عنوان یکی از موثرترین روش‌ها برای جلب توجه بازار در نظر گرفته شده است که متعاقباً می‌تواند افزایش نقدشوندگی سهام شرکت را موجب گردد. همچنین، تحقیقات انجام شده (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲؛ ریل^{۲۰} و همکاران، ۱۹۸۸؛ چن^{۲۱} و همکاران،

مشروعیت و استفاده از متغیرهای هزینه‌های نمایندگی، ریسک پیش‌رو، نقدشوندگی سهام، ارزش بازار شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی در مقوله‌های افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و کیفیت حساسی، در قالب یک چارچوب بررسی شود.

۲-۱- پژوهش‌های خارجی

واردانی^{۳۰} (۲۰۱۹) به بررسی نقش کیفیت حساسی در واکنش بازار به افشای داوطلبانه اطلاعات پرداخت. به این منظور از داده‌های شرکت‌های غرب آسیا و رگرسیون چندمتغیره استفاده گردید. معیارهای سنجش واکنش بازار در این مطالعه، بازده غیرعادی سهام، نوسانات بازده سهام، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات سهام هستند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که افشای داوطلبانه اطلاعات با واکنش مثبت بازار سرمایه مواجه می‌شود که عبارت از افزایش بازده غیرعادی سهام، نوسانات بیشتر بازده سهام و متوسط حجم معاملات سهام و کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام هستند و کیفیت حساسی موجب تقویت این واکنش می‌گردد.

در این رابطه، بوتوسان^{۳۱} (۲۰۱۷) به مطالعه سطح افشای اطلاعات و هزینه سرمایه سهام در سطح شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه کشور انگلستان با استفاده از تکنیک رگرسیونی پرداختند. آنان به منظور اندازه‌گیری سطح افشای اختیاری اطلاعات، به بررسی شرکت‌های عضو انجمن مدیریت و تحقیقات سرمایه‌گذاری پرداختند. شاخص افشا برحسب چک لیستی شامل ابعاد، اطلاعات عمومی، اطلاعات تاریخی، اطلاعات غیرمالی، چشم‌انداز آتی، تحلیل و بررسی مدیریت و با استفاده از رویکرد وزن‌دهی محاسبه شد. یافته‌ها نشان داد در شرکت‌هایی که تحلیل‌گران کمتری دارند، افشای اطلاعات چشم‌انداز آتی و اطلاعات غیرمالی از اهمیت کمتری و در شرکت‌هایی که تحلیل‌گران بیشتری دارند، افشای اطلاعات تاریخی از اهمیت بالایی برخوردار است.

هانگ و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی تأثیر افشای اختیاری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. آن‌ها به منظور محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده نمودند و در این راستا از اطلاعات شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه کشور چین و روش‌های رگرسیونی و معادلات ساختاری استفاده کردند و پی بردند که گزارشگری اختیاری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد.

قرضه بلندمدت متحمل می‌شود، هزینه بدهی نامیده می‌شود. هزینه حقوق صاحبان سهام نیز متشکل از هزینه سهام عادی، سهام ممتاز و سود انباشته و معمولاً نرخ بازدهی است که سرمایه‌گذاران از شرکت مطالبه می‌کنند (عرب مازار یزدی و طالبیان، ۱۳۸۸). بنابراین، هزینه سرمایه (شامل هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی) متأثر از وضعیت اعتباری شرکت در فرآیندهای تأمین مالی است و هرچه اعتبار و شهرت شرکت بالاتر باشد، هزینه سرمایه کمتری را تحمل خواهد نمود. با توجه به آثار مثبت افشای داوطلبانه اطلاعات بر شهرت شرکت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی می‌تواند کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی شرکت را موجب گردد. این در حالی است که یکی از موارد بااهمیتی که به بهبود افشای داوطلبانه گزارش‌های سالانه کمک می‌نماید، کیفیت بالای حساسی است. حساسی علاوه بر اینکه میزان اطلاعات افشاء شده را تحت تأثیر قرار داده و موجب افزایش آن می‌شوند، به طور میانگین، کیفیت اطلاعات افشاء شده را نیز بهبود خواهند بخشید (بوشمن^{۳۸} و همکاران، ۲۰۰۴) و نتایج تحقیقات تجربی نشانگر این موضوع است که تخصص در صنعت حساسی و اعتبار حساسی، سطح افشای داوطلبانه را بهبود می‌بخشد (احمدی و بوری^{۳۹}، ۲۰۱۷). بنابراین، کیفیت حساسی می‌تواند هزینه سرمایه (شامل هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی) را بکاهد.

تئوری علامت‌دهی مربوط به نحوه رسیدگی به مشکلات پدید آمده از عدم تقارن اطلاعاتی در هر محیط اجتماعی است. این تئوری نشان می‌دهد که اگر طرفی که دارای اطلاعات بیشتری است، بتواند به سایر ذینفعان علامت ارسال کند، عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند کاهش یابد. علامت می‌تواند یک اقدام قابل مشاهده یا یک ساختار باشد که برای نشان دادن ویژگی‌های باکیفیت علامت دهنده به کار برده می‌شود. فرض بر این است که ارسال علامت برای علامت‌دهنده مطلوب است (برای مثال، نشان دادن کیفیت بالاتر محصولاتش در مقایسه با رقبای خود). تئوری مشروعیت یکی دیگر از تئوری‌های وابسته به رابطه بین سازمان‌ها و کل جامعه است. آنچه از این تئوری برداشت می‌شود این است که سازمان باید دائماً مراقب عملیات خود در جهت شکستن مرزها و هنجارهای جوامع خود باشند تا توسط گروه‌های مختلف ذینفعان در جامعه به‌عنوان مشروع مشاهده شوند. وضعیت مشروعیت برای بقای شرکت‌ها عامل تعیین‌کننده است. تئوری مشروعیت اشاره به این دارد که یک قرارداد اجتماعی در خصوص وضعیت مشروعیت سازمان، بین سازمان و جامعه‌ای که در آن عمل می‌کند، وجود دارد. در مطالعه حاضر تلاش می‌شود با تلفیق تئوری‌های علامت‌دهی و

تابلی و همکاران (۱۳۹۷) نیز به بررسی تاثیر کیفیت افشا و افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنان از سه معیار تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش، نقدشوندگی سهام و خطای پیش بینی و روش رگرسیون چندمتغیره استفاده نمودند. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه معنادار بین کیفیت افشا و افشای داوطلبانه اطلاعات با نقدشوندگی سهام می باشد ولی رابطه معنادار بین افشای داوطلبانه با خطای پیش بینی و تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش مشاهده نشد.

موحدی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر سطح افشای داوطلبانه اطلاعات در بازار سرمایه پرداختند. آنان با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که اندازه حسابرسی به طور مثبت و معنادار بر سطح افشای داوطلبانه تاثیر گذار است. همچنین تخصص در صنعت حسابرسی، بر سطح افشای داوطلبانه تاثیر مثبت و معنادار دارد و از سوی دیگر دوره تصدی حسابرسی نیز تاثیر مثبت و معنادار بر سطح افشای داوطلبانه اطلاعات دارد.

در مطالعه‌های دیگر، نقدی و کردلر (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر ویژگی‌های شرکت بر میزان افشای اختیاری در گزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنان با استفاده از تکنیک رگرسیونی نتیجه گرفتند از میان ویژگی‌های مالی و غیرمالی در حوزه افشای اختیاری، فقط اندازه شرکت رابطه مثبت و معناداری با سطح افشای اختیاری دارد و دیگر متغیرها مانند عمر شرکت، سودآوری، نقدینگی، اهرم و اندازه موسسه حسابرسی رابطه معناداری با سطح افشای اختیاری ندارند.

سرلک و محمدی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالی و غیرمالی شرکت با کیفیت افشای اجباری و اختیاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنان با استفاده از رگرسیون چندمتغیره دریافتند که بین کارایی مدیریت، نقدینگی شرکت، سودآوری، اهرم مالی و میزان دارایی‌های ثابت با کیفیت افشای اجباری رابطه مثبت و بین رقابت در بازار محصول و کیفیت افشای اجباری رابطه منفی وجود دارد.

نتایج بررسی‌های خواجهی و علیزاده (۱۳۹۲) در مطالعه بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از رگرسیون چندمتغیره و داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های

مچلی^{۳۲} و همکاران (۲۰۱۷) نیز در بررسی مفید بودن افشای مدل کسب‌وکار برای قضاوت سرمایه‌گذاران در شرکت‌های اروپایی با استفاده از رویکرد رگرسیونی نشان دادند که ارتباط ارزشی متغیرهای حسابداری، افشای گسترده‌ای در ارتباط با مدل کسب‌وکار ارائه می‌دهد. یافته‌ها نشان داد که افشای اطلاعات مدل کسب‌وکار نه تنها برای استراتژی‌های سرمایه‌گذاران، بلکه برای قانون‌گذاران و تهیه‌کنندگان استانداردهای نیز اهمیت دارد.

از سوی دیگر، رودریگز-فرناندز^{۳۳} (۲۰۱۶) در پژوهش خود تحت عنوان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی با تاکید بر نقش حاکمیت شرکتی خوب با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره در سطح شرکت‌های حاضر در بورس کشور اسپانیا، به این نتیجه رسیدند که تمام سیاست‌های مبتنی بر جامعه، منابع مالی شرکت را افزایش می‌دهند و همچنین افزایش شاخص عملکرد مالی، موجب افزایش منابع مبتنی بر جامعه برای شرکت می‌گردد. به این ترتیب شرکت‌ها می‌بایست منابع مالی را در راستای توسعه سیاست‌های افزایشده سطوح اجزای رفتار اجتماعی، سرمایه‌گذاری کنند.

اوکولی و ایزدونی^{۳۴} (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیجریه با استفاده از تکنیک رگرسیونی پرداختند. آنان به این منظور از اندازه موسسه حسابرسی، حق-الزحمه حسابرسی، دوره تصدی حسابرسی و اهمیت صاحبکار استفاده نموده و نتیجه گرفتند که موارد مذکور دارای اثری معنادار بر ارزش بازار سهام می‌باشند.

۲-۲- پژوهش‌های داخلی

انورخطیبی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر کیفیت گزارشگری مالی از دیدگاه گروه‌های مختلف پرداختند. آنان ده شاخص تخصص حسابرسی در صنعت، شهرت حسابرسی، استقلال حسابرسی، تعداد کارها، درآمد سالانه، امتیاز کنترل کیفیت، نسبت شرکا به کارکنان، تعداد حسابرسان رسمی تحت استخدام و تعداد کارکنان حرفه-ای، برای سنجش کیفیت حسابرسی از طریق پرسشنامه به کمک تکنیک تاپسیسی انتخاب نمودند. به این منظور از پاسخ-های پژوهشگران و اساتید دانشگاه، حسابداران رسمی، اعضای کمیته حسابرسی و مدیران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و همچنین رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. نتایج بیانگر آن است که تفاوت معناداری بین گروه‌های مختلف در خصوص ارتباط بین شاخصهای کیفیت حسابرسی و کیفیت گزارشگری وجود دارد.

پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. لذا عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها مستقل از سطح افشای داوطلبانه آن‌ها است.

۳- فرضیه‌های تحقیق

افشای داوطلبانه، به صورت هرگونه اطلاعات مالی و غیرمالی افشاء شده توسط مدیریت، فراتر از گزارش‌های مالی اجباری، تعریف می‌شود (دهالیوال^{۳۵} و همکاران، ۲۰۱۱). افشاهای داوطلبانه می‌توانند شامل افشای اطلاعات استراتژیک (محصول، رقابت، مشتریان)، اطلاعات مالی (پیش‌بینی درآمد مدیریت، قیمت سهام) و اطلاعات غیرمالی (عملکرد پایداری محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) باشند (لی و یانگ^{۳۶}، ۲۰۱۶). پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهند که افشای داوطلبانه می‌تواند نقدشوندگی سهام را بهبود بخشد، هزینه سرمایه را کاهش دهد، واسطه‌گری اطلاعات را افزایش دهد و کیفیت درآمدها را بهبود بخشد (یانگ^{۳۷}، ۲۰۱۲). وسعت و نوع افشاهای داوطلبانه به هزینه‌های مرتبط به افشاء (ژانگ^{۳۸}، ۲۰۰۱)، حاکمیت شرکتی (هو و وونگ^{۳۹}، ۲۰۰۱)، پیشینه و مشخصات فردی مدیران اجرایی (بامبر^{۴۰} و همکاران، ۲۰۱۰) و عملکرد پایداری (خان^{۴۱} و همکاران، ۲۰۱۶) بستگی دارد. از سوی دیگر، گزارش حسابرسی یک منبع اطلاعاتی و ابزاری برای برقراری ارتباط بین موسسه حسابرسی و استفاده‌کنندگان از خدمات آن است که محصول کیفیت خدمات حسابرسی می‌باشد. مربوط بودن اطلاعات ارائه شده توسط این گزارش‌ها از طریق ارتباط آن‌ها با تصمیمات سرمایه‌گذاران و متعاقباً تأثیر بر بازده و قیمت سهام تعیین می‌گردد (التونیبات^{۴۲} و همکاران، ۲۰۰۸). حسابرسی از طریق کشف اقدامات سلب‌کننده مالکیت توسط درون‌سازمانی‌ها، نقش مهمی را در تقویت و حمایت از حقوق سهامداران ایفا می‌کند و می‌تواند از طریق علامت‌دهی قابلیت اتکای اطلاعات مالی تهیه شده توسط مدیریت، شرکت و مدیریت را منتفع سازد. حسابرسی‌های با کیفیت بالا در قیاس با حسابرسی‌های با کیفیت پایین، به احتمال بیشتری، مانع اقدامات سؤال‌برانگیز حسابداری شده و آن را کشف می‌کنند و همچنین اشتباهات مهم و اقدامات خلاف قانون را گزارش می‌نمایند (کریشنان^{۴۳}، ۲۰۰۳). در همین رابطه، نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که حسابرسی با کیفیت بالاتر، اعتبار اطلاعات تهیه شده را بهبود می‌بخشد و به استفاده‌کنندگان، به خصوص سرمایه‌گذاران، فرصت می‌دهد با اعتماد بیشتری وضعیت مالی و نتایج عملکرد شرکت را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند (کالان^{۴۴} و همکاران، ۲۰۱۰؛ دی‌فوند^{۴۵} و همکاران، ۲۰۱۲ و ۲۰۱۴؛ رید^{۴۶}، ۲۰۱۶؛ کریشنان و ژانگ^{۴۷}، ۲۰۱۹).

باتوجه به توضیحات فوق و توضیحات بخش مبانی نظری، فرضیه‌های مطالعه حاضر به صورت زیر بیان می‌شوند:

- ۱) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد.
- ۲) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش ریسک پیش‌روی شرکت می‌گردد.
- ۳) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب تقویت نقدشوندگی سهام شرکت می‌گردد.
- ۴) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب تقویت ارزش بازار شرکت می‌گردد.
- ۵) مطابق تئوری‌های افشای علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌گردد.
- ۶) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه بدهی شرکت می‌گردد.

۴- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ می‌باشد و متشکل از شرکت‌هایی است که حائز معیارهای زیر باشند و باتوجه به این‌که با اعمال این معیارها، تعداد آن‌ها کم محدود خواهند بود، از نمونه‌گیری صرف‌نظر می‌شود: (۱) در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند؛ (۲) بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند؛ (۳) جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نباشند به دلیل این‌که این شرکت‌ها از لحاظ ماهیت فعالیت، متفاوت بوده و درآمد اصلی آن‌ها حاصل از سرمایه‌گذاری است و وابسته به فعالیت سایر شرکت‌ها هستند، لذا ماهیتاً با سایر شرکت‌ها متفاوت می‌باشند و بنابراین، از نمونه مورد بررسی حذف خواهند شد؛ (۴) داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای تحقیق، در طول دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۷، موجود باشند؛ و (۵) دوره مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به صورت پنل به کار برد. توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه آماری این پژوهش شد.

۴-۱-۱ مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

۴-۱-۱-۱ مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های معادلات رگرسیونی پنل، به شرح زیر استفاده می‌شود (بوتوسان و همکاران، ۲۰۱۷؛ مچلی و همکاران، ۲۰۱۷؛ هانگ و همکاران، ۲۰۱۷؛ رضایی و تنو، ۲۰۱۷):

$$AC_{i,t} = F (NDScore_{i,t}, F_NDScore_{i,t}, H_NDScore_{i,t}, IntCov_{i,t}, Beta_{i,t}, Size_{i,t}, BM_{i,t}, Leverage_{i,t}, CFOV_{i,t}, SV_{i,t}, NER_{i,t}, Collateral_{i,t}, Growth_{i,t}, Uniqueness_{i,t}, Liquidity_{i,t}, EQ_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

$$RISK_{i,t} = F (NDScore_{i,t}, F_NDScore_{i,t}, H_NDScore_{i,t}, IntCov_{i,t}, Beta_{i,t}, Size_{i,t}, BM_{i,t}, Leverage_{i,t}, CFOV_{i,t}, SV_{i,t}, NER_{i,t}, Collateral_{i,t}, Growth_{i,t}, Uniqueness_{i,t}, Liquidity_{i,t}, EQ_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

$$Illiquidity_{i,t} = F (NDScore_{i,t}, F_NDScore_{i,t}, H_NDScore_{i,t}, IntCov_{i,t}, Beta_{i,t}, Size_{i,t}, BM_{i,t}, Leverage_{i,t}, CFOV_{i,t}, SV_{i,t}, NER_{i,t}, Collateral_{i,t}, Growth_{i,t}, Uniqueness_{i,t}, Liquidity_{i,t}, EQ_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

$$MV_{i,t} = F (NDScore_{i,t}, F_NDScore_{i,t}, H_NDScore_{i,t}, IntCov_{i,t}, Beta_{i,t}, Size_{i,t}, BM_{i,t}, Leverage_{i,t}, CFOV_{i,t}, SV_{i,t}, NER_{i,t}, Collateral_{i,t}, Growth_{i,t}, Uniqueness_{i,t}, Liquidity_{i,t}, EQ_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

$$COE_{i,t} = F (NDScore_{i,t}, F_NDScore_{i,t}, H_NDScore_{i,t}, IntCov_{i,t}, Beta_{i,t}, Size_{i,t}, BM_{i,t}, Leverage_{i,t}, CFOV_{i,t}, SV_{i,t}, NER_{i,t}, Collateral_{i,t}, Growth_{i,t}, Uniqueness_{i,t}, Liquidity_{i,t}, EQ_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

$$COD_{i,t} = F (NDScore_{i,t}, F_NDScore_{i,t}, H_NDScore_{i,t}, IntCov_{i,t}, Beta_{i,t}, Size_{i,t}, BM_{i,t}, Leverage_{i,t}, CFOV_{i,t}, SV_{i,t}, NER_{i,t}, Collateral_{i,t}, Growth_{i,t}, Uniqueness_{i,t}, Liquidity_{i,t}, EQ_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

که در آن‌ها:

متغیرهای وابسته

$AC_{i,t}$ = هزینه‌های نمایندگی شرکت i در سال t که برای اندازه‌گیری آن از ترکیب شش معیار استفاده می‌شود. توضیح این‌که مقادیر هریک از معیارهای زیر را برای شرکت - سال‌ها محاسبه کرده و پس از رتبه‌بندی به چهار دسته تقسیم می‌گردند و به چارک اول، امتیاز یک؛ به چارک دوم، امتیاز دو؛ به چارک سوم، امتیاز سه؛ و به چارک چهارم، امتیاز چهار داده می‌شود. (۱) اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی درآمد فروش شرکت؛ (۲) فرصت‌های رشد: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت؛ (۳) ریسک عملیاتی: انحراف معیار جریان نقد عملیاتی طی سه سال گذشته؛ (۴) مالکیت شخصی: درصد سهام تحت تملک سهامداران شخصی؛ (۵) اهرم مالی: نسبت بدهی بلندمدت به دارایی‌ها؛ و (۶) جریان نقد آزاد:

تفاوت بین جریان نقد عملیاتی و مخارج سرمایه‌ای (رضایی و تنو^{۴۸}، ۲۰۱۷).

مقادیر بالاتر هرکدام از معیارهای فوق، نشانگر هزینه‌های نمایندگی بیشتر است. به این ترتیب، بالاترین امتیاز برای هر شرکت - سال، ۲۴ و پایین‌ترین امتیاز، شش خواهد بود. شرکت - سال‌ها بر اساس امتیاز کلی در سه دسته دارای هزینه‌های نمایندگی پایین (۶ تا ۱۲)؛ دارای هزینه‌های نمایندگی متوسط (۱۳ تا ۱۸) و دارای هزینه‌های نمایندگی بالا (۱۹ تا ۲۴) قرار می‌گیرند.

$RISK_{i,t}$ = ریسک پیش‌روی شرکت i در سال t که به - منظور محاسبه آن در گام نخست، اقدام به تخمین مدل زیر می‌شود (جان و همکاران، ۲۰۰۸):

$$Risk\ Taking_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RET_{i,t} + \beta_2 GDPGROWTH_{i,t} + \beta_3 EBIT_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 DEBT_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 DEBT_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

که در آن: $Risk\ Taking_{i,t}$ = ریسک‌پذیری شرکت i در سال t که برابر است با نسبت خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به کل دارایی‌ها؛ $RET_{i,t}$ = بازده سهام شرکت i در سال t که برابر است با تفاضل قیمت سهام در انتهای سال جاری و قیمت سهام در انتهای سال قبل به علاوه سودنقد تقسیمی در سال جاری، تقسیم بر قیمت سهام در انتهای سال قبل؛ $GDPGROWTH_{i,t}$ = رشد تولید ناخالص ملی کشور در سال t که برابر است با تولید ناخالص ملی در سال t منهای تولید ناخالص ملی در سال $t-1$ تقسیم بر تولید ناخالص ملی در سال $t-1$ ؛ $EBIT_{i,t}$ = سود قبل از کسر بهره و مالیات شرکت i در سال t که برابر است با نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به کل دارایی‌ها؛ $MTB_{i,t}$ = فرصت‌های رشد شرکت i در سال t که برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ و $DEBT_{i,t}$ = بدهی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها.

پس از تخمین این مدل در سطح کلیت داده‌ها و محاسبه مقادیر β_1 الی β_7 ، طبق فرمول زیر اقدام به محاسبه مقادیر ریسک پیش‌روی شرکت پرداخته می‌شود:

$$Risk\ Absolute\ Value_{i,t} = \epsilon_{i,t} - [\beta'_1 RET_{i,t} + \beta'_2 GDPGROWTH_{i,t} + \beta'_3 EBIT_{i,t} + \beta'_4 MTB_{i,t} + \beta'_5 DEBT_{i,t} + \beta'_6 MTB_{i,t} + \beta'_7 DEBT_{i,t}]$$

$Illiquidity_{i,t}$ = عدم‌نقدشوندگی شرکت i در سال t که برای محاسبه آن از معیار آمیهود^{۴۹} (۲۰۰۲) استفاده می‌شود:

محیط پیرامون شرکت: توانایی شرکت‌های جدید برای ورود به صنعت؛ توانایی ارائه محصولات یا خدمات جایگزین توسط شرکت گزارشگر برای جانشینی آن دسته از شرکت‌های تازه‌وارد؛ روابط شرکت با رقبا و موقعیت آن‌ها در صنعت؛ تغییرات رخ داده در بازارها، رقابت یا فناوری؛ توصیف ساختار صنعت شرکت؛ رشد یا انقباض در سهم بازار؛ و اطلاعات درباره اقتصاد، صنعت شرکت و خود شرکت.

فشرده‌گی رقابت در صنعت: تغییرات اخیر در محیط، ماهیت و زمان‌بندی واکنش‌های شرکت؛ قوانین و مقررات موثر بر صنعت؛ استراتژی تجاری و مدیریت هماهنگی استراتژی با روندهای برون‌سازمانی؛ توانمندسازی زیرساخت‌ها شامل ساختار سازمانی، استراتژی تجاری، فلسفه مدیریت و مشوق-های کارکنان؛ تأکید بر ارائه اطلاعات مالی مبتنی بر پاسخ‌گویی مدیریت؛ اهداف بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سرمایه؛ هویت و پیشینه اعضای هیئت مدیره و مدیران؛ هویت سهامداران عمده، تمامی سهامداران و سهام تحت تملک اعضای هیئت مدیره، مدیران و کارکنان؛ اهداف، استراتژی‌ها و عوامل عمده‌ای که برای پیاده‌سازی موفقیت‌آمیز استراتژی‌ها حیاتی هستند؛ روش‌های هدایت واحد اقتصادی؛ مأموریت، اهداف اساسی و استراتژی‌های دستیابی به اهداف معین و اساسی؛ ماهیت عدم‌توافق با اعضای هیئت مدیره، بانک‌ها، حساب‌برسان مستقل و بازارساز پیشین؛ ضرورت شناخت بخش-های اساسی که تحت مدیریت شرکت، به فعالیت می‌پردازند؛ و انواع و مقادیر پاداش اعضای هیئت مدیره و مدیران و روش‌های محاسبه مورد استفاده.

روندهای شرکت: شرایط مفید یا مضر که شرکت درگیر آن است و می‌تواند موجب افزایش یا کاهش جریان‌های نقد عملیاتی در آینده گردد؛ تغییر در موقعیت مالی و انعطاف-پذیری مالی شرکت؛ تشریح روابط و تغییرات در داده‌ها؛ اطلاعات کیفی آینده‌نگر شامل پیش‌بینی‌ها و اطلاعات مربوط به آینده؛ ارائه اطلاعات درباره مرحله تحقیق و توسعه، شامل اطلاعاتی درباره احتمال این‌که محصول جدید موفقیت‌آمیز باشد، زمان مرحله آزمون تکمیل گردد و توسط سازمان‌های قانونی مورد پذیرش قرار گیرد؛ بحث درباره محصولات جدیدی که معرفی خواهند شد؛ بحث درباره اختراعاتی که مورد استفاده قرار خواهند گرفت؛ و تأکیدات و جهت‌گیری‌های آتی نوآوری-های فناوری (رضایی و تنو، ۲۰۱۷).

افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر شرکت i در سال t که با مبنا قرار دادن ارقام ذکر شده در ادامه، اگر یک قلم از موارد زیر افشاء شده باشد، امتیاز یک و اگر افشاء نشده باشد، امتیاز صفر داده می‌شود. از این‌رو،

$$ILLIQ_t^i = \frac{1}{Days_t^i} \sum_{d=1}^{Days} \frac{|R_{td}^i|}{V_{td}^i}$$

که در آن R برابر است با بازده روزانه سهام؛ V برابر است با حجم معاملات سهام روزانه؛ و $Days$ برابر است با تعداد روزهای معاملاتی سهام در سال t .
 $MV_{i,t}$ = ارزش بازار شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی حاصلضرب ارزش بازار هر سهم و تعداد سهام منتشر شده.

$COE_{i,t}$ = هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t که از طریق مدل رشد گوردون محاسبه می‌گردد. در این مدل، هزینه سرمایه سهام عادی (نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی) را می‌توان از رابطه زیر به‌دست آورد:

$$COE = \frac{DPS_{t+1}}{P_t} + g$$

در مدل فوق: DPS_{t+1} = سود سهام نقدی مورد انتظار سال آتی برای هر سهم است. با توجه به این‌که از اطلاعات گذشته استفاده می‌شود؛ لذا، سود تقسیمی سال بعد شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ P_t = قیمت هر سهم در پایان سال؛ و g = نرخ رشد مورد انتظار است. برای محاسبه نرخ رشد، در ابتدا نسبت سود عملیاتی هر سال نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود. سپس نرخ رشد مورد انتظار با استفاده از میانگین رشد سود عملیاتی طی سه سال قبل محاسبه می‌گردد.
 $COD_{i,t}$ = هزینه بدهی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت هزینه‌های مالی به کل بدهی‌ها.

متغیرهای مستقل

$NDScore_{i,t}$ = افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی شرکت i در سال t که از دو گروه افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته-نگر تشکیل شده است که مجموع امتیازهای آن‌ها را شامل می‌شود.

$F_NDScore_{i,t}$ = افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر شرکت i در سال t که با مبنا قرار دادن ارقام ذکر شده در ادامه، اگر یک قلم از موارد زیر افشاء شده باشد، امتیاز یک و اگر افشاء نشده باشد، امتیاز صفر داده می‌شود. از این‌رو، تعداد ارقام افشاء شده به کل ارقام قابل افشاء، براساس داده-های مندرج در گزارش‌های شرکت‌ها، بیانگر درصد افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر است. اجزای این افشاء به شرح زیر هستند:

اخیر، محصولات یا خدمات نوآورانه؛ قدرت چانه‌زنی با تأمین‌کنندگان منابع و رضایت تأمین‌کنندگان؛ به‌موقع بودن اجرای فعالیت‌های کلیدی؛ روندها در فروش، قیمت‌های فروش، بهای تمام شده واحدها و حجم و قیمت موارد مصرف شده؛ و اطلاعاتی درباره مکان تهیه و تحویل محصولات تولیدی.

مشتریان: اطلاعاتی درباره تمرکز جغرافیایی در فروش‌های شرکت؛ اطلاعاتی درباره تغییرات فناوری و مقرراتی که بر بازار شرکت اثر می‌گذارند؛ اطلاعاتی از بازاریابی، بازرگانی و توزیع؛ افزایش‌ها یا کاهش‌های بزرگ در نسبت محصولات یا خدمات ارائه شده به بزرگترین مشتریان؛ روابط قراردادی عمده؛ تغییرات قیمت، حجم و محصولات تولیدی شرکت و دلایل آن-ها؛ نفوذ در بازار و کیفیت حضور در بازار؛ ارائه معیارهای رضایت مشتریان؛ و قدرت چانه‌زنی نسبی مشتریان.

فناوری: نوآوری‌های جاری محصولات؛ توصیف پروژه‌های تحقیقاتی در جریان؛ شکست پروژه‌های قدیمی‌تر؛ و توصیف اختراعات (رضایی و تئو، ۲۰۱۷). این چارچوب با بررسی چند تن از متخصصان، با مقداری تعدیل، برای استفاده در داخل کشور مورد تأیید قرار گرفت و لذا استفاده گردید که اقلام نهایی به‌صورت زیر است:

تعداد اقلام افشاء شده به کل اقلام قابل افشاء، براساس داده‌های مندرج در گزارش‌های شرکت‌ها، بیانگر درصد افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر است. اجزای این افشاء به شرح زیر هستند:

محیط شرکت: توصیف ساختار صنعت و واحد اقتصادی؛ مشارکت کارکنان و تحقق تغییرات آنان؛ رویدادهای عمومی در فضای تجاری و واحد اقتصادی طی پنج سال اخیر؛ تعداد کارکنان و متوسط پاداش آنان؛ هویت اشخاص وابسته و توصیف روابط؛ دامنه و توصیف فعالیت‌های واحد اقتصادی و دارایی‌های وابسته؛ و امور فصلی و دوره‌ای واحد اقتصادی.

تولید شرکت: تعداد و کیفیت منابع و عرضه‌کنندگان کلیدی؛ تعریف صنعت (یا سایر بخش‌ها)؛ توصیف و دوره زمانی اختراعات مهم و برندهای تجاری؛ توصیف ماهیت عملیات و آسیب‌پذیری‌های جاری؛ توصیف محصولات یا خدمات اساسی؛ رشد در واحدهای فروخته شده یا متوسط قیمت واحدهای فروخته‌شده؛ اطلاعات درباره تمرکز جغرافیایی در پایه‌های تولید؛ اطلاعات درباره تغییر در ماهیت و اراتنی محصولات؛ تغییرات بزرگ در تولید مواد خریداری‌شده از یک یا دو مورد از بزرگترین عرضه‌کنندگان؛ اطلاعات تجاری تاریخی غیرمالی در حدود ده سال اخیر؛ اطلاعات درباره منابع و نتایج پروژه‌های

جدول ۱. عوامل افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی توسط شرکت‌های ایرانی (برگرفته از مطالعه رضایی و تئو، ۲۰۱۷)

توانایی شرکت‌های جدید برای ورود به صنعت
توانایی ارائه محصولات یا خدمات جایگزین توسط شرکت گزارشگر برای جانشینی آن دسته از شرکت‌های تازه‌وارد
روابط شرکت با رقبا و موقعیت آن‌ها در صنعت
تغییرات رخ داده در بازارها، رقابت یا فناوری
رشد یا انقباض در سهم بازار
اطلاعات درباره اقتصاد، صنعت شرکت و خود شرکت
تغییرات اخیر در محیط، ماهیت و زمان‌بندی واکنش‌های شرکت
قوانین و مقررات موثر بر صنعت
استراتژی تجاری و مدیریت هماهنگی استراتژی با روندهای برون‌سازمانی
توانمندسازی زیرساخت‌ها شامل ساختار سازمانی، استراتژی تجاری، فلسفه مدیریت و مشوق‌های کارکنان
تأکید بر ارائه اطلاعات مالی مبتنی بر پاسخ‌گویی مدیریت
اهداف بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سرمایه
هویت سهامداران عمده، تمامی سهامداران و سهام تحت تملک اعضای هیئت مدیره، مدیران و کارکنان
اهداف، استراتژی‌ها و عوامل عمده‌ای که برای پیاده‌سازی موفقیت‌آمیز استراتژی‌ها حیاتی هستند
مأموریت، اهداف اساسی و استراتژی‌های دستیابی به اهداف معین و اساسی
شرایط مفید یا مضر که شرکت درگیر آن است و می‌تواند موجب افزایش یا کاهش جریان‌های نقد عملیاتی در آینده گردد.
تغییر در موقعیت مالی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت
اطلاعات کیفی آینده‌نگر شامل پیش‌بینی‌ها و اطلاعات مربوط به آینده
ارائه اطلاعات درباره مرحله تحقیق و توسعه، شامل اطلاعاتی درباره احتمال این که محصول جدید موفقیت‌آمیز باشد، زمان مرحله آزمون تکمیل گردد و توسط سازمان‌های قانونی مورد پذیرش قرار گیرد.
بحث درباره محصولات جدیدی که معرفی خواهند شد
تأکیدات و جهت‌گیری‌های آتی نوآوری‌های فناوری

توصیف ساختار صنعت و واحد اقتصادی
مشارکت کارکنان و تحقق تغییرات آنان
رویدادهای عمومی در فضای تجاری و واحد اقتصادی طی پنج سال اخیر
تعداد کارکنان و متوسط پاداش آنان
هویت اشخاص وابسته و توصیف روابط
دامنه و توصیف فعالیت‌های واحد اقتصادی و دارایی‌های وابسته
امور فصلی و دوره‌های واحد اقتصادی
تعداد و کیفیت منابع و عرضه‌کنندگان کلیدی
توصیف ماهیت عملیات و آسیب‌پذیری‌های جاری
توصیف محصولات یا خدمات اساسی
رشد در واحدهای فروخته شده یا متوسط قیمت واحدهای فروخته شده
اطلاعات درباره تمرکز جغرافیایی در پایه‌های تولید
اطلاعات درباره تغییر در ماهیت وارانته محصولات
تغییرات بزرگ در تولید مواد خریداری شده از یک یا دو مورد از بزرگترین عرضه‌کنندگان
اطلاعات درباره منابع و نتایج پروسه‌های اخیر، محصولات یا خدمات نوآورانه
قدرت چانه‌زنی با تأمین‌کنندگان منابع و رضایت تأمین‌کنندگان
به‌موقع بودن اجرای فعالیت‌های کلیدی
روندها در فروش، قیمت‌های فروش، بهای تمام شده واحدها و حجم و قیمت موارد مصرف شده
اطلاعاتی درباره مکان تهیه و تحویل محصولات تولیدی
اطلاعاتی درباره تمرکز جغرافیایی در فروش‌های شرکت
اطلاعاتی از بازاریابی، بازرگانی و توزیع
افزایش‌ها یا کاهش‌های بزرگ در نسبت محصولات یا خدمات ارائه شده به بزرگترین مشتریان
روابط قراردادی عمده
نفوذ در بازار و کیفیت حضور در بازار
ارائه معیارهای رضایت مشتریان
قدرت چانه‌زنی نسبی مشتریان
نوآوری‌های جاری محصولات
توصیف پروژه‌های تحقیقاتی در جریان
شکست پروژه‌های قدیمی‌تر
توصیف اختراعات

متغیرهای کنترل

$Leverage_{i,t}$ = اهرم مالی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها.

$CFOV_{i,t}$ = نوسانات جریان نقدی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت انحراف معیار نسبت جریان نقدعملیاتی به دارایی‌های شرکت طی سه سال گذشته به دارایی‌ها.

$SV_{i,t}$ = نوسانات فروش شرکت i در سال t که برابر است با نسبت انحراف معیار نسبت درآمد فروش به دارایی‌های شرکت طی سه سال گذشته به دارایی‌ها.

$NER_{i,t}$ = زیان‌ده بودن شرکت i در سال t که اگر شرکت زیان خالص داشته باشد، متغیر مذکور برابر یک قرار داده می‌شود و در غیراین صورت برابر صفر خواهد بود.

$Collateral_{i,t}$ = عینی بودن دارایی‌های شرکت i در سال t که برابر است با نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی‌ها.

$IntCov_{i,t}$ = نرخ پوشش بهره شرکت i در سال t که برابر است با نسبت سودقبل از کسر بهره و مالیات به هزینه‌های مالی.

$Beta_{i,t}$ = بتای شرکت i در سال t که برای محاسبه‌اش از بازده سهام شرکت‌ها نمونه (R_i) و بازده پرتفوی بازار (R_m) استفاده می‌شود:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{\sigma^2 R_m}$$

$Size_{i,t}$ = اندازه شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

$BM_{i,t}$ = نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت i در سال t که برابر است با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت.

$PPE_{i,t}$ = اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در سال t . پس از تخمین مدل فوق در سطح کلیت داده‌ها و محاسبه مقادیر B_0 , B_1 و B_2 . از ضرایب برآورده شده برای محاسبه اقلام تعهدی اختیاری (DA) به شکل زیر استفاده می‌گردد.

$$DA_{i,t} = \frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \left(\widehat{B}_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \widehat{B}_1 \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \widehat{B}_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

هرچه میزان اقلام تعهدی اختیاری بیشتر باشد، کیفیت سود پایین‌تر است و لذا از قدرمطلق اقلام تعهدی اختیاری ضریب منفی یک به‌عنوان معیاری برای کیفیت سود استفاده می‌گردد.

۵- آمار توصیفی

به‌طور کلی، روش‌هایی را که به‌وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. این نوع آمار صرفاً به توصیف جامعه یا نمونه می‌پردازد و هدف از آن، محاسبه پارامترهای جامعه یا نمونه پژوهش است. نمونه مورد بررسی طی مقاطع زمانی مورد بررسی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷، شامل ۱۰۲ شرکت می‌باشد. در این قسمت، میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه، کمینه متغیرهای مورد استفاده محاسبه و در جدول دو آورده شده است.

$Growth_{i,t}$ = رشد شرکت i در سال t که برابر است با نسبت خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به دارایی‌ها.

$Uniqueness_{i,t}$ = منحصر به‌فرد بودن شرکت i در سال t که برابر است با نسبت هزینه عمومی، اداری و فروش به دارایی‌ها.

$Liquidity_{i,t}$ = نقدشوندگی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری.

$EQ_{i,t}$ = کیفیت سود شرکت i در سال t که برای محاسبه آن از رویکرد تعدیل‌شده جونز^{۵۰} استفاده می‌گردد. در این روش، اقلام تعهدی اختیاری طی دو مرحله برآورد می‌شوند. در ابتدا، متغیر کل اقلام تعهدی (که تفاوت بین سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی است) در رگرسیون متشکل از متغیرهای کلیدی که انتظار می‌رود بر آن تأثیر گذارند، قرار می‌گیرد. به صورت زیر:

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = B_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + B_1 \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + B_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

که در آن: $TAC_{i,t}$ = کل اقلام تعهدی (سود عملیاتی منهای جریان نقد عملیاتی) شرکت i در سال t ; $TA_{i,t-1}$ = کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$; $\Delta SALES_{i,t}$ = تغییرات درآمد فروش شرکت i در سال t که برابر است با درآمد فروش در سال t منهای درآمد فروش در سال $t-1$; $\Delta REC_{i,t}$ = تغییرات حساب‌های دریافتی شرکت i در سال t که برابر است با حساب‌های دریافتی در سال t منهای حساب‌های دریافتی در سال $t-1$ و

جدول ۲. آمار توصیفی (منبع: یافته‌های محقق)

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی	۰/۲۴۱	۰/۲۳۵	۰/۵۴۹	۰/۰۷۸	۰/۰۸
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر	۰/۲۹۹	۰/۲۸۵	۰/۶۶۶	۰/۰۹۵	۰/۱۰۹
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر	۰/۲	۰/۲	۰/۴۶۶	۰/۰۳۳	۰/۰۷۶
کیفیت حسابرسی	۰/۶۶۵	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۱
هزینه‌های نمایندگی	۱۵/۰۴۴	۱۵/۰۰۰	۲۳/۰۰۰	۷/۰۰۰	۳/۱۹
ریسک پیش‌روی	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۱	-۰/۳۹۴	-۰/۴۴۷	۰/۰۷۵
عدم نقدشوندگی	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۰۱	۰/۰۱۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱
ارزش بازار شرکت	۱۳/۲۱۷	۱۳/۲۱۳	۱۹/۲۳۷	۴/۳۸۲	۱/۶۴۸
هزینه حقوق صاحبان سهام	۱/۵۲۷	۱/۳۱۸	۸/۹۴۲	۰/۰۴۵	۱/۰۲۶
هزینه بدهی	۰/۰۶۱	۰/۰۵۳	۰/۵۰۵	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۴۸
بنای شرکت	۰/۴۱۱	۰/۲۲۷	۳/۹۶۳	-۳/۵۶۱	۱/۰۹۱
اندازه شرکت	۱۳/۷۸۱	۱۳/۶۶۱	۱۹/۳۷۴	۱۰/۰۳۱	۱/۴۷
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۷۷۵	۰/۶۲	۴/۷۰۷	۰/۰۳۱	۰/۵۸
اهرم مالی	۰/۵۹۴	۰/۶۰۸	۰/۹۶۵	۰/۱۲۲	۰/۱۷۶
نوسانات جریان نقدی	۰/۰۶۴	۰/۰۵۲	۰/۳۵۸	۰/۰۰۱	۰/۰۴۷
نوسانات فروش	۰/۱۴۳	۰/۰۸۷	۲/۹۷۹	۰/۰۰۱	۰/۲۰۷
زیان‌ده بودن	۰/۰۹۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۹۳
عینی بودن دارایی‌ها	۰/۲۵۸	۰/۲۱۶	۰/۸۵۸	۰/۰۱۳	۰/۱۶۸

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
رشد شرکت	-۰/۰۳۸	-۰/۰۲۵	۰/۳۳۵	-۰/۴۷	۰/۰۷۴
منحصر به فرد بودن شرکت	۰/۰۵۹	۰/۰۴۵	۰/۷۳۹	۰/۰۰۳	۰/۰۰۶
نقدشوندگی	۱/۳۸۱	۱/۲۴۵	۶/۹۳۲	۰/۱	۰/۷۳۱
کیفیت سود	-۰/۱۱۱	-۰/۰۷۴	-۵/۳*۱۰ ^{-۵}	-۰/۸۱۵	۰/۱۱۷

این مطالعه، متغیر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر است که مقادیر بیشینه و کمینه آن، به ترتیب برابر ۰/۶۶۶ و ۰/۰۹۵ است.

۵-۱- بررسی مانایی متغیرها

پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، مانایی متغیرها باید بررسی شود. مانایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. در مطالعه حاضر به‌منظور انجام این تحلیل، از آزمون ایم، پسران و شین استفاده می‌شود. نتیجه این آزمون در جدول شماره سه ارائه شده است. علت منفی بودن آماره t تمامی متغیرها در این آزمون، نوع تعریف آزمون‌ها در آن است و لذا معنای خاصی در منفی بودن آماره‌های t ، وجود ندارد.

میانگین، اصلی‌ترین و مهم‌ترین شاخص مرکزی به شمار می‌آید که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. همان‌طور که در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، ۰/۲۴۱ است. میانه نقطه‌ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می‌نماید. به عبارتی دیگر، ۵۰ درصد مشاهدات قبل و ۵۰ درصد مشاهدات بعد از آن قرار دارند. همان‌طور که در جدول ۲ نشان داده شده است، مقدار میانه متغیر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، ۰/۲۳۵ است. به‌طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می‌نمایند. یکی از مهم‌ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می‌باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، ۰/۰۸ است. گفنتی است بیشترین مقدار متغیر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی برابر با ۰/۵۴۹ و کمترین مقدار آن برابر با ۰/۰۷۸ است. چولگی و کشیدگی متغیر مذکور نیز به ترتیب برابر ۰/۵۹- و ۲/۷۳ است. دیگر متغیر مورد توجه در

جدول ۳. آزمون ایم، پسران و شین (منبع: یافته‌های محقق)

متغیرهای پژوهش	آماره t	سطح معناداری
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی	-۵/۸۴۶	۰/۰۰۰
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر	-۵/۲۸۲	۰/۰۰۰
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر	-۵/۶۸	۰/۰۰۰
کیفیت حسابرسی	-۱۰/۲۷۲	۰/۰۰۰
هزینه‌های نمایندگی	-۱۰/۳۶۵	۰/۰۰۰
ریسک پیش‌روی	-۲۲/۳۳۹	۰/۰۰۰
عدم نقدشوندگی	-۳۱/۲۲	۰/۰۰۰
ارزش بازار شرکت	-۸/۰۷۴	۰/۰۰۰
هزینه حقوق صاحبان سهام	-۱۲/۱۷۸	۰/۰۰۰
هزینه بدهی	-۱۱/۰۴۹	۰/۰۰۰
بتای شرکت	-۱۸/۷۹۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۸/۷۴۵	۰/۰۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۱۸/۸۲۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۱۲/۵۴۶	۰/۰۰۰
نوسانات جریان نقدی	-۱۵/۹۷۷	۰/۰۰۰
نوسانات فروش	-۱۰/۵۴۸	۰/۰۰۰
زبان ده بودن	-۲۲/۱۱۵	۰/۰۰۰
عینی بودن دارایی‌ها	-۱۰/۷۱۱	۰/۰۰۰
رشد شرکت	-۱۶/۵۳۳	۰/۰۰۰

متغیرهای پژوهش	آماره t	سطح معناداری
منحصر به فرد بودن شرکت	-۱۲/۰۲۵	۰/۰۰۰
نقدشوندگی	-۱۳/۲۳۹	۰/۰۰۰
کیفیت سود	-۱۴/۲۱۹	۰/۰۰۰

هزینه‌های نمایندگی، ریسک پیش‌روی، عدم نقدشوندگی، ارزش بازار شرکت، هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی به صورت سیستمی برآورد شده اند که نتایج تخمین به صورت جدول شماره چهار است (تمامی شروط رگرسیونی مورد کنترل قرار گرفته است).

با توجه به جدول فوق، مقدار سطح معناداری آزمون ایم، پسران و شین متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بنابراین، همگی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح مانا هستند.

۲-۵- تخمین مدل‌های فرضیه‌ها

در این مطالعه برای تخمین معادلات رگرسیونی از روش تخمین داده‌های پنل استفاده شده است. معادلات مربوط به

جدول ۴. نتایج برآورد معادلات رگرسیونی (منبع: یافته‌های محقق)

متغیر وابسته:		هزینه‌های نمایندگی		ریسک پیش‌رو		عدم نقدشوندگی	
متغیرهای توضیح دهنده:		سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب
مقدار ثابت		۰/۰۱	۶/۸۵۲	۰/۰۱	۶/۸۵۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی		۰/۰۰۰	-۰/۰۱۲	۰/۰۰۷	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۱
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر		۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	۰/۰۱۱	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۲
افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر		۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۱
کیفیت حسابرسی		۰/۰۳۲	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۰۲
نرخ پوشش بهره		۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۹/۰۴*۱۰ ^{-۷}
بتا		۰/۰۰۱	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۰۳
اندازه شرکت		۰/۰۰۰	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار		۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۲۹	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۴
اهرم مالی		۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۱
نوسانات جریان نقدی		۰/۰۰۰	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۳
نوسانات فروش		۰/۰۰۰	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۴
زیان ده بودن		۰/۰۲۳	۰/۱۵۸	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۰۱
عینی بودن دارایی‌ها		۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۲
رشد شرکت		۰/۰۰۰	-۰/۰۱۳	۰/۰۳۴	-۸/۹۳*۱۰ ^{-۵}	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۰۳
منحصر به فرد بودن شرکت		۰/۰۰۰	۰/۰۱۸	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰۰۳
نقدشوندگی		۰/۰۰۰	-۰/۰۳۱	۰/۰۰۰	۷/۱۴*۱۰ ^{-۵}	۰/۰۰۰	۷/۱۴*۱۰ ^{-۵}
کیفیت سود		۰/۰۰۰	-۰/۰۲۵	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۰۱
آماره F		۴۳/۴۰۲	۳۶/۸۱۱	۳۱/۳۶۹			
سطح معناداری F		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰			
ضریب تعیین (R ²)		۰/۷۷۹	۰/۵۸۴	۰/۵۸۵			
ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R ²)		۰/۷۵۸	۰/۵۵۲	۰/۵۵۵			
آماره دوربین واتسون (Durbin-Watson)		۱/۶۵۶	۱/۹۲۱	۲/۱۹۵			
آماره آزمون چاو (Chow)		۱۵/۳۲۸	۱۳/۴۴	۲۱/۳۹۵			
سطح معناداری آزمون چاو (Chow)		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹			
آماره آزمون هاسمن (Hausman)		۳۶/۷۵۶	۴۹/۰۰۱	۶۳/۰۰۷			
سطح معناداری آزمون هاسمن (Hausman)		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰			

ادامه جدول ۴. نتایج برآورد معادلات رگرسیونی (منبع: یافته‌های محقق)

هزینه بدهی		هزینه حقوق صاحبان سهام		ارزش بازار شرکت		متغیر وابسته:
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	متغیرهای توضیح دهنده:
۰/۰۰۲	-۰/۰۱	۰/۰۰۰	۳/۰۷۶	۰/۰۰۰	۰/۱۰۲	مقدار ثابت
۰/۰۱۷	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	-۰/۹۹۸	۰/۰۱۹	۰/۰۱۳	افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی
۰/۰۰۰	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۲	-۰/۷۸	۰/۰۱	۰/۰۶۸	افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر
۰/۰۰۰	-۰/۰۰۹	۰/۰۲۱	-۱/۰۲۱	۰/۰۰۶	۰/۱۱	افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر
۰/۰۳۶	-۰/۰۱	۰/۰۰۲	-۰/۴۷۲	۰/۰۰۴	۰/۰۶۹	کیفیت حسابرسی
۰/۰۰۰	۰/۰۴۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	-۰/۰۵۶	نرخ پوشش بهره
۰/۰۰۱	۰/۰۸۵	۰/۰۰۴	۰/۰۸۶	۰/۰۴۳	-۰/۲۷	بتا
۰/۰۰۰	۰/۰۰۷	۰/۰۰۳	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۰۵	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۰/۲۵۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۲	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰/۰۰۰	-۰/۰۳۱	۰/۰۰۰	-۰/۱۷	۰/۰۲۳	-۰/۰۲۳	اهرم مالی
۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۰۱۴	۰/۴۳۹	۰/۰۰۵	-۰/۰۱۵	نوسانات جریان نقدی
۰/۰۰۰	۰/۱۵۴	۰/۰۰۲	-۰/۲۸۲	۰/۰۱	۰/۰۲۸	نوسانات فروش
۰/۰۳۸	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۰/۲۹۳	۰/۰۰۰	۰/۰۹۱	زیان ده بودن
۰/۰۰۰	-۰/۰۵۲	۰/۰۰۲	-۰/۵	۰/۰۰۵	-۰/۲۱۹	عینی بودن دارایی‌ها
۰/۰۴۲	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۲	۰/۰۸۹	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	رشد شرکت
۰/۰۰۰	-۰/۱۸۶	۰/۰۰۰	-۰/۸۸۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۹	منحصر به فرد بودن شرکت
۰/۰۳۷	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۱۲۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۷۹	نقدشوندگی
۰/۰۰۱	-۰/۰۲۳	۰/۰۰۰	-۰/۶۶۴	۰/۰۰۸	۰/۲۲۵	کیفیت سود
۳۷/۷۳		۲۶/۶۷۵		۲۷/۴۲۲		آماره F
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معناداری F
۰/۷۴۷		۰/۵۸۶		۰/۶۷		ضریب تعیین (R ²)
۰/۷۱۵		۰/۵۵۱		۰/۶۴۸		ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R ²)
۱/۹۵۸		۱/۹۵۷		۱/۹۶		آماره دوربین واتسون (Durbin-Watson)
۱۲/۰۶		۳/۴۶۳		۵/۹۱۸		آماره آزمون چاو (Chow)
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معناداری آزمون چاو (Chow)
۶۸/۶۰۴		۳۷/۰۸۱		۸۹/۶۳۲		آماره آزمون هاسمن (Hausman)
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معناداری آزمون هاسمن (Hausman)

شرکت است، از آنجا که آماره t متغیرهای افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر و کیفیت حسابرسی بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن‌ها کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار و مستقیم بین افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر با ارزش بازار شرکت برقرار است. به این ترتیب، فرضیه‌های شش گانه مطالعه حاضر، رد نمی‌شوند.

۶- نتیجه‌گیری

فرضیه‌های پژوهش بر اساس داده‌های گردآوری شده از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی

با توجه به نتایج جدول شماره چهار، در مدل‌هایی که متغیر وابسته آن‌ها هزینه‌های نمایندگی، ریسک پیش‌رو، عدم-نقدشوندگی، هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی است، از آنجا که آماره t متغیرهای افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر و کیفیت حسابرسی بزرگتر از ۱/۹۶۵- بوده و سطح معناداری آن‌ها کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار و معکوس بین افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی گذشته‌نگر و کیفیت حسابرسی با هزینه‌های نمایندگی، ریسک پیش‌رو، عدم-نقدشوندگی، هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی برقرار است. همچنین، در مدلی که متغیر وابسته آن ارزش بازار

و رشد شرکت هستند. فاسیو^{۵۳} و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر مالکیت سهامدار عمده بر ریسک‌پذیری شرکت پرداختند و دریافتند شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران نهادی پراکنده هستند، به سطوح بالاتر ریسک‌پذیری تمایل دارند. بارگرون و همکاران (۲۰۱۰) نیز دریافتند که ریسک‌پذیری شرکت‌ها پس از قانون ساربینز-اکسلی در سال ۲۰۰۲، کاهش یافته است. بر اساس این قانون، نقش اعضای هیئت مدیره غیرموظف افزایش یافته است، تعهدات اعضای هیئت مدیره و مدیران بیشتر شده است و کنترل‌های داخلی گسترده‌تر شده‌اند که جمیع این عوامل منجر به محدود شدن ریسک‌پذیری شرکت‌ها شده‌اند.

مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب تقویت نقدشوندگی سهام شرکت می‌گردد. در این رابطه لازم به توضیح است که نقدشوندگی، مفهومی پیچیده است و تعاریف و استنباط‌های گوناگونی در این ارتباط ارائه شده است. به‌طور کلی، نقدشوندگی، میزان سهولت خرید و فروش دارایی بدون تغییر قابل ملاحظه و جدی در قیمت آن است. به‌همین ترتیب، عدم نقدشوندگی، نمایانگر تأثیری است که روند سفارش بر قیمت می‌گذارد. این تأثیر، به‌صورت تخفیف اعطایی فروشنده‌گان یا صرف دریافتی خریداران برای اجرای سفارش در بازار است. تاکنون معیارهای زیادی برای محاسبه نقدشوندگی معرفی شده‌اند که هر یک، مزایا و معایب خاص خود را دارند. هرچقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر این‌که بازده بیشتری عاید دارند آن شود (گادفری و نیکولاسن^{۵۴}، ۲۰۰۳). به‌طور کلی، در بازارها دو نوع واکنش نسبت به اطلاعات می‌تواند روی دهد؛ اولین واکنش، اثر قیمتی اطلاعات بر اوراق بهادار است و دوم، واکنش بازار به صورت حجمی است، این اثر در شاخص‌های نقدشوندگی نمایان می‌شود (چانگ و همکاران، ۲۰۰۹). مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب تقویت ارزش بازار شرکت می‌گردد. در این رابطه لازم به توضیح است که وجوه سرمایه‌گذاری محدود بوده و در راستای جذب آن‌ها، شرکت‌ها باید خود را با خواسته‌ها، علایق و تمایلات سرمایه‌گذاران هماهنگ سازند. در این رابطه، شرکتی مورد پذیرش همگان خواهد بود که برای سهامداران و ذینفعان خود ارزش‌آفرینی کند.

هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است. هزینه سرمایه در تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، نقش اساسی ایفا می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه تأمین مالی را مشخص و آثاری که این منابع بر ریسک و بازده شرکت دارند، معین کند.

سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ و با استفاده از تحلیل رگرسیون پنل مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج بررسی‌های صورت گرفته به‌طور خلاصه حاکی از این بود که (۱) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌گردند؛ (۲) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش ریسک پیش‌روی شرکت می‌گردند؛ (۳) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب تقویت نقدشوندگی سهام شرکت می‌گردند؛ (۴) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب تقویت ارزش بازار شرکت می‌گردند؛ (۵) مطابق تئوری‌های افشای علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌گردند؛ و (۶) مطابق تئوری‌های علامت‌دهی و مشروعیت، افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه بدهی شرکت می‌گردند.

طی چهار قرن اخیر، تلاش‌های بسیاری جهت یافتن راه‌حلی مناسب برای هم‌سو کردن منافع و انگیزه‌های مالک و نماینده صورت گرفته است. کانون تلاش‌های انجام شده در این زمینه، حسابرسی است. شفافیت می‌تواند راهکاری مفید جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی باشد. ریسک و مدیریت ریسک بخش مهمی از مطالعات اخیر را متوجه خود ساخته است چراکه ریسک‌پذیری بالای مدیران با هدف بهبود قیمت سهام، نقش مهمی در بحران‌های مالی داشته است (برونر^{۵۱}، ۲۰۱۰؛ رز^{۵۲}، ۲۰۱۰). ریسک سازمانی اغلب به‌عنوان تغییرات جریان سود یا تغییرات سیستماتیک یا غیرسیستماتیک جریان بازده سهام تعریف می‌شود. ریسک‌پذیری مدیریت با عنوان تصمیمات واقعی سرمایه‌گذاری که به‌دلیل داشتن نتایج فاقد قطعیت شاخص هستند، مفهوم‌سازی شده است. مدل رفتاری تئوری نمایندگی نیز بیان می‌کند که تئوری انتظارات و نمایندگی مکمل یکدیگرند و فرض می‌کند مدیران به جای ریسک‌گریزی، زیان‌گریزند. مطالعات پیشین به سازوکارهای کنترلی متعدد مرتبط با ریسک‌پذیری شرکت، شامل پاداش مدیریت، محافظت از سرمایه‌گذار، پراکندگی مالکیت و مقررات اشاره نموده‌اند. پاداش مبتنی بر حقوق صاحبان سهام، مدیران را تشویق می‌نماید تا پروژه‌های پرریسک را بپذیرند، چراکه این شیوه پرداخت به عملکرد حساس است. جان و همکاران (۲۰۰۸) بر پایه مطالعه لاپورتا و همکاران (۱۹۹۷ و ۲۰۰۰) درباره تأثیر محیط قانونی بر بازار سرمایه کشور، نشان دادند آن دسته از سازوکارهای کنترلی شرکت که محافظت از سرمایه‌گذار را تقویت می‌نمایند، دارای رابطه مستقیم با ریسک‌پذیری

همچنین، در مطالعه حاضر معیاری برای سنجش افشای اطلاعات غیرمالی شرکت‌ها اعم از اطلاعات گذشته‌نگر و آینده-نگر ارائه گردید که پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی از این معیار برای بررسی روابط افشای اطلاعات غیرمالی شرکت‌ها با سایر متغیرها استفاده گردد.

فهرست منابع

- * انورخطیبی، سعید و برادران حسن زاده، رسول و متقی، علی و تقی زاده، هوشنگ (۱۳۹۸). بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی از دیدگاه گروههای مختلف بر کیفیت گزارشگری مالی. دانش حسابداری و حسابداری مدیریت، دوره ۸، شماره ۳، ۲۴۵-۲۶۰.
- * تابلی، حمید؛ مرادزاده، مسلم؛ کاشی، مسعود؛ دروهی، زهره و حسینی طباطبایی، وحید. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر کیفیت افشا و افشای داوطلبانه اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های مدیریت عمومی، ۱۱(۴۲)، ۲۲۷-۲۰۱.
- * ثقفی، علی و عرب مازار یزدی، مصطفی. (۱۳۸۹). رابطه کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه گذاری. مجله پژوهش های حسابداری مالی، ۴(۶)، ۱-۲۰.
- * حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشید. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و شفافیت. ماهنامه حسابداری، ۲۰۳، ۷۴-۸۰.
- * حساس یگانه، یحیی و مرفوع، محمد. (۱۳۸۷). ناکامی ساختارهای حاکمیت شرکتی لزوم تجدید نظر در ساختار حسابداری و حسابرسی. حسابداری، ۲۲(۹۵)، ۶۲-۷۶.
- * خالقی مقدم، حمید و خالق، علیرضا. (۱۳۸۷). شفافیت شرکتی در ایران و عوامل مؤثر بر آن. مطالعات حسابداری، ۲۱، ۳-۶۰.
- * خواجوی، شکراله و علیزاده، وحید. (۱۳۹۲). بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۲)، ۸۹-۱۱۴.
- * رحمانی، علی؛ حسینی، علی و رضاپور، نرگس. (۱۳۸۹). رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران. بررسی-های حسابداری و حسابرسی، ۶۱، ۳۹-۵۴.
- * رحیمیان نظام‌الدین، توکل‌نیا اسماعیل، کرم‌لو میثم. (۱۳۹۲). اظهارنظر حسابرسی تعدیل شده و ساختار سررسید بدهی. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۲۰، ۱۵۷-۱۸۰.

مفهوم هزینه سرمایه بر این فرض استوار است که هدف شرکت، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه تأمین مالی را مشخص و آثاری که این منابع بر ریسک و بازده شرکت دارند، معین کند. مفهوم هزینه سرمایه بر این فرض استوار است که هدف شرکت، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. هزینه‌ای که شرکت برای تأمین وجوه از طریق اخذ وام و یا انتشار اوراق قرضه بلندمدت متحمل می‌شود، هزینه بدهی نامیده می‌شود. لذا هزینه بدهی متأثر از وضعیت اعتباری شرکت در فرآیندهای تأمین مالی است و هرچه اعتبار و شهرت شرکت بالاتر باشد، هزینه بدهی کمتری را تحمل خواهد نمود. لذا افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و کیفیت حسابرسی موجب کاهش هزینه بدهی شرکت می‌گردند. این نتایج را می‌توان منطبق بر نتایج اوکولی و ایزدونی (۲۰۱۴)، رودریگر-فرناندز (۲۰۱۶)، هانگ و همکاران (۲۰۱۷)، مچلی و همکاران (۲۰۱۷)، واردانی (۲۰۱۹) و تابلی و همکاران (۱۳۹۷) و در تضاد با نتایج خواجوی و علیزاده (۱۳۹۲) دانست.

۶-۱- پیشنهادها

به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و همچنین حضور سازمان حسابرسی و موسسات حسابرسی رتبه الف در نقش حسابرس شرکت را به-عنوان مهمترین شاخصه‌های کیفیت افشائیات شرکت و به-عنوان علامتی برای کاهش هزینه‌های متحمل بر شرکت و متعاقباً افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت، در نظر بگیرند. به مدیران شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه نیز توصیه می‌شود توجه بیشتری به افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و همچنین استفاده از ازمان حسابرسی و موسسات حسابرسی رتبه الف به‌عنوان حسابرس مستقل شرکت داشته باشند. در این مطالعه از شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری استفاده شد. لذا پیشنهاد می‌شود که در مطالعات آتی، از بانک‌ها و نهادهای مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس نیز به‌عنوان جامعه آماری استفاده گردد. به‌منظور سنجش مقادیر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی شرکت‌ها در مطالعه حاضر از تحلیل محتوا استفاده شد که می‌توان در مطالعات آتی با استفاده از سایر رویکردها مانند پرسشنامه و مصاحبه استفاده و نتایج را مورد مقایسه قرار داد.

- * Bushman, R., Piotroski, J. and Smith, A. (2004). What Determines Corporate Transparency? *Journal of Accounting Research*, 42, 207-252.
- * Callaghan, J., Parkash, M. and Singhal, R. (2010). Going-concern audit opinions and the provision of non-audit services: Implications for auditor independence of bankrupt firms. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 28 (1), 153-169.
- * Chalmers, K. and Godfrey, J. (2007). Reputation costs: the impetus for voluntary derivative financial instrument reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 29(2), 95-125.
- * Chen, P. F., He, Sh., Ma, Zh. and Stice, D. E. (2012). Qualified audit opinion and debt contracting. Online Available at SSRN: <http://ssrn.com>.
- * Chung, H., Sheu, H. and Wang, J. (2009). Do firms' earnings management practices affect their equity liquidity?. *Finance Research Letters*, 6, 152-158.
- * Craswell, A., Francis, J. and Taylor, S. (1995). Auditor brand name reputations and industry specializations. *J. Account. Econ.* 20 (December), 297-322.
- * DeAngelo, L. (1981). Auditor size and auditor quality. *J. Account. Econ.* 3 (December), 183-199.
- * DeFond, M. and Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, 58 (2-3), 275-326.
- * DeFond, M. L., Raghunandan, K. and Subramanyam, K. (2012). Do non-audit service fees impair auditor independence? Evidence from going-concern opinions. *Journal of Accounting Research*, 40 (4), 1247-1274.
- * Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. and Yang, Y. G. (2011). Voluntary non-financial disclosure and cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- * Faccio, M., Marchica, M. and Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies*, 24(11), 3601-3641.
- * Garcia-Meca, E., Parra, I., Larran, M. and Martinez, I. (2005). The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts. *The European Accounting Review*, 14 (1), 63-95.
- * Geoffrey, K.C. and Nicholson, G.J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 189-205.
- * Gietzmann, M. and Trombetta, M. (2003). Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital. *Accounting & Business Research*, 33 (3), 187-205.
- * Ho, S. S. M. and Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2001), 139-156.
- * Huang, R.D. and Li, H. (2009). Does the market dole out collective punishment? An empirical analysis of industry, geography, and Arthur
- * سرلک، نرگس و محمدی، آمنه. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالی و غیرمالی شرکت با کیفیت افشای اجباری و اختیاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۲۸، ۳۵-۱۸.
- * عرب‌مازار یزدی، محمد و طالبیان، سیدمحمد. (۱۳۸۸). کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه. *فصلنامه مطالعات حسابداری*، ۲۱، ۲۹-۱.
- * موحدی، آرزو و کاظمی، حسین و صراف، فاطمه (۱۳۹۷). تاثیر کیفیت حسابرسی بر سطح افشای داوطلبانه اطلاعات در بازار سرمایه، *مجله نخبگان علوم و مهندسی*، دوره ۳، شماره ۶، ۱-۱۴.
- * نقدی، سجاد و ابراهیمی کردلر، علی. (۱۳۹۵). تاثیر ویژگی‌های شرکت بر میزان افشای اختیاری در گزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۸(۲)، ۲۵-۳۸.
- * Ahmadi, A., and Bouri, A.J.K.E. (2017). The Effect of Audit Quality on the Extent of Voluntary Disclosure: Companies Listed in the Tunisian Stock Exchange. *Journal of the Knowledge Economy*, 8 (32), 1-15.
- * Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5 (1), 31-56.
- * Al-Thuneibat, A., Ata Baker, A. and Issa, R. (2008). Do audit tenure and firm size contribute to audit quality?: Empirical evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*, 26, 317-334.
- * Bamber, L. S., Jiang, J. and Wang, I. Y. (2010). What's my style?: The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 85(4), 1131-1162.
- * Barger, L., Lehn, K. and Zutter, C. (2010). Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 34-52.
- * Barth, M., Landsman, W. and Lang, M. (2007). International accounting standards and accounting quality. Available at: <http://ssrn.com>.
- * Basu, S. (1997). the conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 337-382.
- * Behrouzi, A., Banimahd, B. and Soleymani, A. (2013). Audit Fees and Timeliness of Accounting Information: Evidence from Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3 (6), 481-487.
- * Billings, M. and Capie, F. H. (2009). Transparency and financial reporting in mid- 20th century British banking. *Accounting Forum*, 33, 38-53.
- * Botosan, C. A. (2017). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72, 323-349.
- * Bruner, C. M. (2010). Corporate governance reform in a time of crisis. *The Journal of Corporate Law*, 36(2), 309-341.

- Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (8), 150-166.
- * Persons, O. S. (2013). Characteristics and financial performance of no ethics-code firms. *Journal of academic and business ethics*, 17, 1-14.
 - * Qu, W., Cooper, J., Wise, V. and Leung, P. (2012). Voluntary disclosure in a changing regulatory environment – evidence from Chinese stock market. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (4), 30-43.
 - * Read, W.J. (2016). Auditor Fees and Going-Concern Reporting Decisions on Bankrupt Companies: Additional Evidence. *Current Issues in Auditing*, 9 (1), 13-27.
 - * Rebele, J. E., Heintz, J. A. and Briden, G. E. (1988). Independent Auditor Sensitivity to Evidence Reliability, *Journal of Practice & Theory*, 8, 43-52.
 - * Rezaee, Z. and Tuo, L. (2017). Voluntary disclosure of non-financial information and its association with sustainability performance. *Advances in Accounting*, 39, 47-59.
 - * Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19, 137-151.
 - * Rose, P. (2010). Regulating risk by strengthening corporate governance. (Ohio State Public Law Working Paper No. 130). Retrieved from SSRN website: <http://ssrn.com>.
 - * Usman, A.B., Amran, N.A.B. and Shaari, H.B. (2016). The Value Relevance of Comprehensive Income in Nigerian: A Pilot Test. *International Journal of Economics and Financial*, 6(2), 793-797.
 - * Wardhani, R. (2019). The role of audit quality on market consequences of voluntary disclosure: Evidence from East Asia. *Asian Review of Accounting*, 27(3), 373-400.
 - * Zhang, G. (2001). Private information production, public disclosure, and the cost of capital: Theory and implications. *Contemporary Accounting Research*, 18(3), 363-384.
 - Andersen's reputation. *J. Bank. Financ.* 33 (7), 1255-1265.
 - * Hung, M., Jing, S. and Wang, Y. (2017). The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Information Asymmetry: Evidence from a Quasi-natural Experiment in China. <http://www.ssrn.com>.
 - * Iatridis, G. and Alexakis, P. (2012). Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market. *Review of Accounting and Finance*, 11 (1), 73-92.
 - * Jensen, M. C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, (October), 305-360.
 - * John, K., Litov, L. and Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk taking. *Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728.
 - * Kazlauskiene, V. and Christauskas, C. (2008). Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. *Engineering Economics*, 57 (2), 23-31.
 - * Khan, M., Serafeim, G. and Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724.
 - * Kim, J.-B., Chung, R. and Firth, M. (2003). Auditor conservatism, asymmetric monitoring, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 20 (2), 323-359.
 - * Kim, J.-B., Lee, J. and Park, J. (2015). Audit Quality and the Market Value of Cash Holdings: The Case of Office-level Auditor Industry Specialization. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 34 (2), 27-57.
 - * Krishnan, G. (2003). Audit quality and the pricing of discretionary accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 22 (March), 109-126.
 - * Krishnan, G. and Zhang, J. (2019). Do investors perceive a change in audit quality following the rotation of the engagement partner. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38 (2), 146-168.
 - * La Porta, R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer, A. And Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), Pp 3-27.
 - * La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
 - * Li, X. and Yang, H. I. (2016). Mandatory financial reporting and voluntary disclosure: The effect of mandatory IFRS adoption on management forecasts. *The Accounting Review*, 91(3), 933-953.
 - * Madhani, P. (2009). Role of Disclosure and Transparency in Financial Reporting. *The accounting world*, 8 (2), 63-66.
 - * Mechelli, A., Cimini, R. and Mazzocchetti, F. (2017). The usefulness of the business model disclosure for investors' judgements in financial entities. A European study. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, 20 (1), 1-12.
 - * Okolie, A. O. and Izedonmi, F.I.O. (2014). The Impact of Audit Quality on the Share Prices of

یادداشت‌ها

- ¹ Billings and Capie
- ² Persons
- ³ Usman
- ⁴ Behrouzi
- ⁵ Madhani
- ⁶ Chalmers and Godfrey
- ⁷ Barth
- ⁸ Iatridis and Alexakis
- ⁹ Gietzmann and Trombetta
- ¹⁰ Kim
- ¹¹ Qu
- ¹² Basu
- ¹³ Kim
- ¹⁴ DeAngelo
- ¹⁵ Craswell
- ¹⁶ Huang and Li
- ¹⁷ Jensen and Meckling
- ¹⁸ Hung
- ¹⁹ Chung
- ²⁰ Rebele

- ²¹ Chen
- ²² Kazlauskienė and Christauskas
- ²³ Garcia-Meca
- ²⁴ John
- ²⁵ La Porta
- ²⁶ Bergeron
- ²⁷ Sarbanes-Oxley Act (SOX)
- ²⁸ Bushman
- ²⁹ Ahmadi and Bouri
- ³⁰ Wardhani
- ³¹ Botosan
- ³² Mechelli
- ³³ Rodriguez-Fernandez
- ³⁴ Okolie and Izedonmi
- ³⁵ Dhaliwal
- ³⁶ Li and Yang
- ³⁷ Yang
- ³⁸ Zhang
- ³⁹ Ho and Wong
- ⁴⁰ Bamber
- ⁴¹ Khan
- ⁴² Al-Thuneibat
- ⁴³ Krishnan
- ⁴⁴ Callaghan
- ⁴⁵ DeFond
- ⁴⁶ Read
- ⁴⁷ Krishnan and Zhang
- ⁴⁸ Rezaee and Tuo
- ⁴⁹ Amihud
- ⁵⁰ Jones
- ⁵¹ Bruner
- ⁵² Rose
- ⁵³ Faccio
- ⁵⁴ Geoffrey and Nicholson