



فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
دوره ۱۳/ شماره ۲ (پیاپی ۴۶) / تابستان ۱۴۰۲
صفحه ۹۱ تا ۱۰۴

بازدهی بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بر مبنای محدودیت تامین مالی، استراتژی تجاری و راهبری شرکتی

محمود نوذری پور شمی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
Mahmoud_nozarpour@yahoo.com

نگار خسروی پور

استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

امیر رضا کیقبادی

استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

تاریخ دریافت: ۹۹/۱۰/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۱/۰۶

چکیده

جریان اطلاعات، پارامتر کلیدی در یک فعالیت اقتصادی است و به عنوان یک عامل اصلی در ظهور، ثبات و کارایی بازارهای سرمایه عمل می‌کند، محیط اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران در آن داد و ستد می‌کنند، پیوسته با انتشار (جریان) اطلاعات تغییر می‌یابد. هدف این تحقیق، بررسی بازدهی بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بر مبنای محدودیت تامین مالی، استراتژی تجاری و راهبری شرکتی است همچنین به منظور بررسی موضوع مطالعه، پس از استخراج داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸، از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شده است. با توجه به یافته‌های تحقیق، قیمت گذاری عدم تقارن اطلاعاتی، در شرایط محدودیت مالی بالا کاهش می‌یابد همچنین در سطوح راهبری شرکتی بالاتر، کمتر است از طرف دیگر قیمت گذاری عدم تقارن اطلاعاتی در سطوح با استراتژی جسورانه، بیشتر است. نتایج نشان می‌دهد محدودیت مالی منجر به تفاوت در هزینه سرمایه بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا با شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین می‌شود، راهبری شرکتی منجر به افزایش شفافیت اطلاعاتی و مخابره اخبار مساعد به بازار سرمایه شده و استراتژی جسورانه اختیارات بیشتری برای مدیران فراهم می‌کند، زیرا دنبال کردن استراتژی مبتنی بر بازار و نوآورانه نیازمند سرمایه‌گذاری در چندین تکنولوژی جدید است تا موجب طراحی محصولات و اکتشاف بازارهای جدید شود.

واژه‌های کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، محدودیت مالی، استراتژی تجاری، راهبری شرکتی.

۱- مقدمه

بنگاه اقتصادی است. نمایندگان شرکت‌ها به دلیل ارائه خدمات مدیریتی، نقش مهمی را در حفظ منافع عمومی در بازارهای سرمایه ایفا می‌کنند.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

چوردیا و دیگران (۲۰۰۰) عنوان می‌دارند که محیط اطلاعاتی زیربنایی، به طور بالقوه محرک مهم پشتوانه‌ی رفتار دادوستد است. این ادعای اکثر تحقیقات است که اگر محیط اطلاعاتی مطلوبی در بازار حاکم باشد، سرمایه‌گذاران درجه‌ی ریسکی که به این اطلاعات اختصاص می‌دهند را کاهش می‌دهند. با کاهش ریسک، آنها بازده کمتری را طلب می‌کنند و در نتیجه هزینه سرمایه برای شرکت پایین‌تر خواهد بود. اما اگر محیط اطلاعاتی با تلاطم همراه باشد، سرمایه‌گذاران به دنبال مکانیزم‌هایی برای ارزیابی ریسک اطلاعاتی خواهند بود.

البته نخست باید ریسک اطلاعات را تعریف کرد. در اینجا ریسک اطلاعات به عنوان درجه‌ی عدم اطمینان روبه‌روی سرمایه‌گذاران تعریف می‌شود. ریسک اطلاعات ناشی از عوامل مختلفی است. آنچه بیش از پیش اهمیت می‌یابد، وجود محیط اطلاعاتی است که ابهام و عدم اطمینان را کاهش و در نتیجه توان پیش‌بینی و تحلیل سرمایه‌گذار را افزایش دهد. استفاده از اطلاعات مالی به منظور برقراری توازن بین ریسک و بازده، منجر به بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شود. زیرا اغلب تصمیمات مالی در حالت عدم اطمینان اتخاذ می‌شود و اطلاعات در این گونه موارد، نقش مهمی در کاهش عدم اطمینان خواهد داشت.

همانطور که بوشمن و اسمیت^۱ (۲۰۰۱) عنوان می‌دارند، اطلاعات با کیفیت حسابداری به سه طریق می‌تواند بازار سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد: نخست، اطلاعات بهتر به سرمایه‌گذاران در تشخیص سرمایه‌گذاری‌های خوب و بد و در نتیجه برآورد ریسک کمک می‌کند، دوم؛ اطلاعات با کیفیت تر، سرمایه‌گذاران را در تمیز مدیران خوب از بد کمک کرده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد، و سوم، اطلاعات حسابداری مبهم، رابطه‌ی ارقام حسابداری و واقعیات اقتصادی را تضعیف و در نتیجه موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. بنابراین وجود یک محیط اطلاعاتی مطلوب حسابداری، موجب افزایش توان گزارش‌های مالی در انتقال اطلاعات شرکت و از طرف دیگر، موجب توزیع برابرتر این اطلاعات میان فعالان بازار می‌شود. از این رو، هدف اصلی یک محیط مطلوب اطلاعاتی حسابداری، کاهش نااطمینانی و رفع هر چه بیشتر ابهام است.

اطلاعات حسابداری به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد تا سود شرکت و رشد آن و نیز ریسک‌های ذاتی موجود در خط مشی سرمایه‌گذاری شرکت را ارزیابی کنند. اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا برای سرمایه‌گذاران مفید است چرا که بر قیمت‌های سهم یا حجم معاملاتی اثرگذار است و به لحاظ تجربی واضح است که افراد دارای اطلاعات متفاوت هستند.

چنین تفاوت‌هایی در بازده‌های خصوصی و بازده عمومی می‌تواند از طریق برخی از نهادهای مختلف بازار کاهش یابد. اطلاعات عمومی، اطلاعاتی است که عموم از آن باخبرند. اطلاعاتی خصوصی، بخش اضافی اطلاعاتی است که معامله‌گران مطلع دارند. اطلاعات ممکن است به طور خصوصی در اختیار معامله‌گرانی باشد که در تحصیل اطلاعات پرهزینه، سرمایه‌گذاری می‌کنند و این خود مسئله کژگزینی مستمر ایجاد می‌کند. وقتی عدم اطمینان درباره وقوع رویدادهای اطلاعاتی وجود دارد و شرکت‌ها پیوسته افشاهای ناقصی راجع به این رویدادها دارند.

عمومی سازی اطلاعات حسابداری باید مزیت اطلاعاتی معامله‌گران از قبل مطلع را کاهش دهد و بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد. اساس رابطه‌ی بین انتشار اطلاعات و بازده مورد انتظار این است که هر چه اطلاعات خصوصی در مقیاس وسیع تری به اشتراک گذاشته شود، اطلاعات، بیشتر در قیمت‌ها انعکاس می‌یابد. بنابراین در صورت ثابت بودن سایر موارد، افزایش شمار سرمایه‌گذاران مطلع منجر به قیمت‌هایی می‌شود که بیانگر اطلاعات بیشتر هستند. این امر مزیت سرمایه‌گذاران مطلع را کاهش و در نتیجه صرف مورد تقاضای سرمایه‌گذاران نامطلع را کاهش می‌دهد.

یکی از مهم‌ترین عوامل تصمیم‌گیری صحیح، داشتن اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشود، اثر منفی برای فرد تصمیم‌گیرنده در پی خواهد داشت. شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار در ایجاد شرایط رقابت کامل و ایجاد فرصت‌های برابر در این بازار است. به طوری که، دسترسی همه مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه به اطلاعات شفاف، یکی از الزام‌های رقابت سالم است. سهامداران و اعتباردهندگان نیز خواستار اطلاعات شفاف درباره‌ی عملکرد واحدهای تجاری هستند. مفاهیم راهبری شرکتی، استراتژی تجاری و محدودیت تامین مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثرگذار است. وجود راهبری شرکتی کارآمد راه‌حلی کارآمد برای نظارت بر فعالیت‌های هر

^۱ -Bushman and Smith

مدیران با توجه به اینکه احتمال ریسک عدم بازپرداخت بدهی را پایین برآورد می‌کنند، بیش از سرمایه داخلی اقدام به تامین مالی از طریق بدهی می‌نمایند (تان، ۲۰۱۷). به همین منظور، سهامداران در شرایط وجود محدودیت مالی و با اعمال محافظه-کاری مانع از تحمیل هزینه مالی بالاتر شده و عملکرد شرکت را با کنترل رفتارهای مدیر، بهبود می‌بخشند. به عبارتی، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از تفاوت دیدگاه بین مدیران و سهامداران کاهش پیدا می‌کند و انتظار بر این است که محدودیت مالی منجر به کاهش قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی شود.

استراتژی تجاری و قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی

بر مبنای چارچوب اقتصاد نئوکلاسیک، سرمایه‌گذاری‌های ثابت بر اساس نرخ نهایی ارزیابی می‌شوند و نشان‌دهنده این است که مجموع مزایای کسب شده بالاتر از هزینه‌های سرمایه‌گذاری بوده و نسبت به سرمایه‌گذاری‌های جدید از تعدیل کمتری برخوردار است. افزون بر این سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی مثبت نیاز به تامین مالی برون سازمانی دارد و پس از پرداخت بهره آن، مدیران باید مازاد وجوه را به سرمایه‌گذاران باز گردانند. در حالی که شرکت‌ها همیشه می‌توانند سطوح بهینه سرمایه‌گذاری را در یک بازار کاراً حفظ کنند، مطالعات دیگر استدلال می‌کنند که نوسانات بازار از جمله تامین مالی و مسائل نمایندگی می‌تواند بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی سرمایه‌گذاری کارآمد را پروژه‌ای با ارزش خالص فعلی مثبت بیان می‌کنند که پیش فرض آن، نبود هیچ نوع محدودیت در بازار سرمایه از جمله گزینش نادرست و یا هزینه‌های نمایندگی است (میرز، ۱۹۷۷). بنابراین، سرمایه‌گذاری ناکارآمد موجب اجرای پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی خواهد شد. پژوهش‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری کمتر از حد استدلال می‌کنند که مدیران ریسک‌گریز که نگران حفظ جایگاه شغلی هستند ممکن است پروژه‌های دارای ارزش افزوده را رد کرده یا اگر احساس کنند که چنین پروژه‌هایی رفاه شخصی آنها را در معرض خطر قرار می‌دهد (پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ریسک بالا اما مطلوب)، از پذیرش آنها اجتناب کنند (لمبرت، ۱۹۸۶).

در مقابل در حالت سرمایه‌گذاری بیش از حد، مدیران شرکت‌های خود را فراتر از اندازه مطلوب (رویکرد توسعه‌طلبی) گسترش می‌دهند تا قدرت و منافع بیشتری کسب کنند. در همین راستا مدیران خودمختار با جریان نقد آزاد به جای پرداخت سود به سهامداران، منابع نقدی را در پروژه‌های خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری خواهند کرد که منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد با مطلوبیت کمتر می‌شود. میلس و اسنو (۱۹۷۸) نوعی استراتژی را در مطالعات اخیر خود به کار

اطلاعات حسابداری به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد تا سود شرکت و رشد آن را و نیز ریسک‌های ذاتی موجود در خط‌مشی سرمایه‌گذاری شرکت را ارزیابی کنند. اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا برای سرمایه‌گذاران مفید است چرا که بر قیمت‌های سهم یا حجم معاملاتی اثرگذار است. مطابق با فرضیه بازار کارا، قیمت‌های سهم تمام اطلاعات در دسترس را به سرعت در خود انعکاس می‌دهند و از این رو بازتاب دهنده اطلاعاتی حسابداری هستند.

ریسک اطلاعات ناشی از دو عامل ابهام اطلاعات (کیفیت اطلاعات) و توزیع اطلاعات (عدم تقارن اطلاعاتی) است. بتچریا و دیگران (۲۰۱۲) نیز ریسک اطلاعات را به دو عامل نسبت می‌دهند: (۱) دقت اطلاعات، (۲) توزیع اطلاعات.

کیفیت اطلاعات حسابداری عمدتاً برگرفته از شاخص‌های مبتنی بر ارقام حسابداری منعکس در متن صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی است، اما توزیع اطلاعات متأثر از نگرش کالایی به اطلاعات است. به عبارت دیگر، اطلاعات حسابداری به عنوان یک کالا است. این ادعای تئوری اقتصاد اطلاعات است. حال اگر برای این کالا بازار رقابتی وجود داشته باشد، نباید نگرانی چندانی درباره عرضه و تقاضای آن داشت. این بحث نیز برگرفته از تئوری‌های رقابت در اقتصاد است. از این رو در بررسی ویژگی‌های محیطی اطلاعات حسابداری و نیز نقش اقتصادی این اطلاعات چند بحث وجود دارد: توزیع اطلاعات، راهبری شرکتی، محدودیت مالی و استراتژی تجاری.

محدودیت تامین مالی و قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی

وضعیت مالی، یا محدودیت مالی، عامل مهمی است که بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. بر مبنای دیدگاه فرمانسا و لانگوست (۲۰۱۳) و سیلوا و کاریری (۲۰۱۲)، محدودیت مالی عاملی برای اندازه‌گیری وضعیت مالی یا وضعیت ترازنامه شرکت مانند جریان نقدی، اهرم مالی و اندازه شرکت است. محدودیت مالی بالاتر شرکت‌ها، بیانگر شرایط مالی ضعیف‌تر است.

مدیران بخش عمده‌ای از منابع مورد نیاز خود را از محل بدهی تامین می‌کنند چرا که آنها احتمال موفقیت آتی شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند. به عبارتی، این دسته از مدیران معتقدند که اطلاعات بااهمیتی در اختیار دارند که بازار نسبت به آن مطلع نمی‌باشد (تان، ۲۰۱۷).

سهامداران در شرایط وجود محدودیت مالی و نیاز به تامین منابع، محدودیت‌های بیشتری را نسبت به برآوردها و خوش‌بینی مدیران لحاظ می‌کنند به نحوی که احتمال شکست کاهش یافته و قیمت سهام به قیمت واقعی نزدیک‌تر شود (تان، ۲۰۱۷).

نسبتاً پایین دادوستد مطلع ارتباط دارد، که این به نوبه خود عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد

- تعدیل انگیزه‌های جستجوی اطلاعات خصوصی. بهبود کیفیت راهبری شرکتی انگیزه‌های سرمایه‌گذاران برای جستجوی اطلاعات خصوصی را از طریق کاهش منافع مورد انتظار از کسب اطلاعات خصوصی کاهش می‌دهد. دایاموند (۱۹۸۵) دریافت که انگیزه‌های سرمایه‌گذاران برای کسب اطلاعات خصوصی، وقتی شرکت‌ها اطلاعات را به صورت عمومی افشا می‌کنند، کاهش می‌یابد. شرکت‌های دارای کیفیت راهبری شرکتی بالا، به احتمال بیشتری اطلاعات مهم را برای عموم افشا می‌کنند و در نتیجه اطلاعات آینده‌نگرانه‌ی بیشتری را فراهم می‌سازند. در نتیجه انتظار می‌رود کیفیت بالای راهبری شرکتی، انگیزه‌های جستجوی اطلاعات خصوصی را کاهش دهد. براون و هیلینگست (۲۰۰۷) نشان دادند که کیفیت افشا اساساً از طریق کاهش این احتمال که سرمایه‌گذاران اطلاعات خصوصی را کشف و بر مبنای آن دادوستد می‌کنند، بر عدم تقارن اطلاعاتی اثر می‌گذارد. وجود رابطه‌ی منفی نشانگر کاهش در فعالیت‌های جستجوی غیر بهره‌ور است، از این رو افشای با کیفیت در نتیجه استقرار راهبری شرکتی می‌تواند موجب بهبود میانگین قیمت سهامداران، از طریق کاهش هزینه جستجو شود. این نتایج در واقع مورد علاقه‌ی قانون‌گذاران و شرکت‌هایی است که می‌خواهند از خط مشی افشا برای کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی استفاده کنند. از طرف دیگر، بهبود کیفیت راهبری شرکتی، به طور موثر حداقل موجب می‌شود برخی معامله‌گران مطلع اطلاعات خصوصی را در حوزه عموم پخش کنند و بنابراین ناتعادلی اطلاعاتی بین معامله‌گران را کاهش می‌دهد (لویت، ۱۹۹۸).

۱-۲- پیشینه پژوهش‌های خارجی

هوگز و همکاران (۲۰۰۵) نیز به همین موضوع اشاره کردند که بازار رقابت کامل، اطلاعات سهامداران بر قیمت سهام تأثیری ندارد و بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی در این بازار بر هزینه سرمایه یا بازده مورد انتظار سهامداران تأثیر نخواهد داشت. نتایج تحقیق بیدل و هیلاری (۲۰۰۷) داد که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری، عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین افراد مطلع (آگاه) و افراد غیر مطلع (نا آگاه) را کاهش داده، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در اقلام سرمایه‌ای بر اثر رفع عیوب محتمل ناشی از گزینش نادرست و خطر اخلاقی می‌شود.

گرفته‌اند که استراتژی تجاری را به پیامدهای مالی شرکت (از جمله کیفیت گزارشگری مالی و اجتناب از پرداخت مالیات) پیوند می‌دهد. شرکت‌ها یکی از استراتژی‌های جسورانه و یا محافظه‌کارانه را برای استقرار الگوهای مختلف ساختار سازمانی و فرآیندهای حفظ رقابت در بازار بکار می‌گیرند. بکارگیری استراتژی کسب و کار در شرکت بر هدایت سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین بر میزان اختیارات مدیریتی و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر می‌گذارد که به نوبه خود می‌تواند منجر به تغییر کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شود (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵).

راهبری شرکتی و قیمت گذاری عدم تقارن اطلاعاتی

راهبری شرکتی به چند طریق می‌تواند بر عدم اطلاعاتی اثرگذار باشد:

- تعدیل رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران نامطلع. با توجه به فرضیه شناخت سرمایه‌گذار، این سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری و دادوستد می‌کنند که به خوبی معلوم هستند یا قضاوت می‌کنند که خوب هستند. اگر کیفیت راهبری شرکتی افزایش یابد، میزان رویت پذیری شرکت افزایش می‌یابد و هزینه‌های پردازش اطلاعات عمومی خاص شرکت کاهش می‌یابد، از این رو کیفیت راهبری شرکتی بالا، دادوستد بیشتری را از سوی سرمایه‌گذاران نامطلع منجر می‌شود (مرتون^۱، ۱۹۸۷). دایاموند (۱۹۸۵) نیز بیان می‌دارد که انتشار اطلاعات عمومی باورهای معالعه‌گران را همگن‌تر می‌سازد و شدت وضعیت‌های سفته‌بازی از سوی معامله‌گران مطلع را کاهش می‌دهد. در حالی که شدت بالای دادوستد نامطلع، احتمال دادوستد بر مبنای اطلاعات خصوصی را کاهش می‌دهد، با شرط ثبات سایر عوامل، تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که دادوستد نامطلع بیشتر، دادوستد مطلع بیشتری را جذب می‌کند. کیلی (۱۹۸۵) تشریح می‌کند که مقدار دادوستد مطلع به طور متناسب با مقدار دادوستد نامطلع مبتنی بر نقد شوندگی مورد انتظار متفاوت است. نتیجه نهایی این است که مقدار نسبی دادوستد مطلع بدون تغییر می‌ماند حتی وقتی مقدار مورد انتظار دادوستد نامطلع تغییر می‌کند. با این حال تا اندازه‌ای که معامله‌گران مطلع ریسک‌گریز باشند و سرمایه محدود باشد، انتظار داریم که مقدار نسبی دادوستد مطلع، با افزایش یافتن دادوستد نامطلع، کاهش یابد. علاوه بر این، کیفیت راهبری شرکتی با مقدار

² - Merton

¹ - Investor Recognition Hypothesis

ژنگ و لی (۲۰۱۸)، به بررسی رابطه بین تامین مالی از طریق اعتبار تجاری و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که دستیابی به اعتبار تجاری ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. آنها همچنین دریافتند در مواقعی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر است شدت این رابطه بیشتر است. بالاگريشتا، واويشتا (۲۰۱۹)، افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری منجر به بهبود وضعیت رقابتی شرکت در بازارهای بین‌المللی شده که در نتیجه آن تغییر در قیمت گذاری عدم تقارن اطلاعاتی محسوس تر است

۲-۲- پیشینه پژوهش‌های داخلی

قائم‌ی و وطن پرست در سال ۱۳۸۴ به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار بورس تهران پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات در بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوران قبل از اعلان سود بیشتر از دوران پس از اعلان سود می‌باشد. همچنین عدم تقارن اطلاعات بر حجم معاملات و قیمت سهام تأثیرگذار بوده و در دوره قبل از اعلان حجم معاملات افزایش و قیمت سهام دچار نوسان شده است.

مشایخ شهناز و اسماعیلی مریم در سال ۱۳۸۵ به بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از شاخص‌های راهبری شرکتی از جمله تعداد اعضا و درصد مالکیت اعضا غیرموظف هیات مدیره پرداخته و به این نتیجه رسیده‌اند بین کیفیت سود و این اقلام رابطه‌ای وجود ندارد.

فروغی و احمدی در سال ۱۳۸۹ با بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری و ترکیب سهامداران به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که ترکیب سهامداران آنها عمدتاً متشکل از سهامداران نهادی است در مقایسه با شرکت‌هایی که عمدتاً سهامداران آنها انفرادی است کیفیت اقلام تعهدی بیشتری دارند.

نصرالهی و عارف منش در سال ۱۳۸۹ به بررسی بین ساختار مالکیت و کیفیت سود پرداخته و به این نتیجه دست یافته‌اند که با افزایش نسبت سهامداران نهادی کیفیت سود افزایش می‌یابد و این موضوع به معنای آرایه اطلاعات صادقانه، مربوط و به موقع است و همچنین تمرکز مالکیت سهامداران نهادی سبب کاهش کیفیت سود می‌گردد.

جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۷) با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نشان دادند که چگونه می‌توان این اصل را در زمینه مطالعه رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران برای یک زیرمجموعه مشخص از پنج ویژگی شخصیتی (مرکز کنترل، تمایل به حداکثر

چانگ^۱ و دیگران (۲۰۰۸) عنوان می‌کنند که وقتی نظام راهبری شرکتی ضعیف باشد، تامین کنندگان نقدشوندگی شامل بازارسازان اقدامات حمایتی را از قیمت را انجام خواهند داد و دامنگر افزایش می‌دهند تا زیان بالقوه ناشی از معاملات با افراد مطلع را جبران کنند. بنابراین هر چه نظام راهبری شرکتی ضعیف‌تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش و نقدشوندگی سهم کاهش می‌یابد.

دچو (۲۰۱۰) اثر عدم تقارن اطلاعات را بر سه مکانیزم راهبری شرکتی شامل شدت نظارت هیئت مدیره، انضباط بازار و حساسیت پرداخت بابت عملکرد مدیریت ارشد، پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای ناقرنیگی اطلاعاتی بیشتر، به استفاده‌ی کمتر از نظارت هیئت مدیره، انضباط بیشتر بازار و داشتن عملکرد مدیریت ارشد بالاتر گرایش دارند.

کرافت و دیگران (۲۰۱۲) اثر راهبری شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که برخی از ویژگی‌های پایش رسمی (مثل اندازه کمیته حسابرسی و هیئت مدیره) و نیز حدود افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. تعداد جلسات کمیته حسابرسی می‌تواند منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود در حالی که درباره‌ی تعداد جلسات هیئت مدیره عکس آن مشاهده شد. نتایج دیگر نشان داد که هیئت مدیره مستقل، افشای مدیریت راهبری و افشای مدیران بر کل افشا اثر دارد در حالی که این دو متغیر استقلال هیئت مدیره، هیچ اثری بر نوسان پذیری قیمت سهم و کیو توبین (به عنوان متغیرهای عدم تقارن اطلاعاتی) ندارد.

هیگینز و همکاران، (۲۰۱۵) به این نتیجه رسیدند که بکارگیری استراتژی کسب و کار در شرکت بر هدایت سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین بر میزان اختیارات مدیریتی و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر می‌گذارد که به نوبه خود می‌تواند منجر به تغییر کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شود.

هریبار و یانگ (۲۰۱۶) به این نتیجه رسیدند که مدیران سود را بر اساس اطلاعات شخصی پیش‌بینی کرده و سود برآورد شده بسیار خوش‌بینانه آرایه می‌شود. عدم وجود تشابه بین اطلاعات مدیران و سرمایه‌گذاران منجر به قیمت گذاری نادرست اوراق می‌شود

با بیان لین، چن و تسای (۲۰۱۷) شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر در بورس اوراق بهادار چین، باعث اختلاف زیاد دریافت اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران مختلف و عدم تمایل جهت پرداخت سود نقدی می‌شود.

^۱ - Chung

۲) استراتژی تجاری، منجر به تفاوت در بازدهی بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا با شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین می‌شود.

۳) راهبری شرکتی، منجر به تفاوت در بازدهی بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا با شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین می‌شود.

سازی، خود ارزیابی، هیجان خواهی و رفتارهای متفاوت) به کار برد. نتایج آنها حاکی از این است که فراوانی معامله افراد با مرکز کنترل بیرونی و تمایل به حداکثرسازی زیاد، بیشتر است (بیشتر خرید و فروش می‌کنند) همچنین افراد با مرکز کنترل بیرونی و خودارزیابی و هیجان خواهی زیاد، تنوع پرتفوی کمتری دارند. در نهایت اینکه فراوانی معاملات بیشتر با عملکرد بهتر مرتبط است، در حالی که تنوع پرتفوی تأثیری بر عملکرد افراد ندارد.

۴- مدل، متغیر فرضیات و جامعه آماری

۴-۱- مدل اصلی تحقیق به شکل زیر می‌باشد:

$$R_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 BTM_{i,t} + \alpha_5 STDOCF_{i,t} + \alpha_6 INST_{i,t} + \alpha_7 BIG_{i,t} + \lambda_1 IA_{i,t} + \lambda_2 KZ_{i,t} + \lambda_3 IA_{i,t} \times KZ_{i,t} + \lambda_4 C_Governance_{i,t} + \lambda_5 IA_{i,t} \times C_Governance_{i,t} + \lambda_6 Strategy_{i,t} + \lambda_7 IA_{i,t} \times Strategy_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۳- فرضیات پژوهش

۱) محدودیت تامین مالی، منجر به تفاوت در بازدهی بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا با شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین می‌شود.

<p>بازده مورد انتظار سهم i طی دوره ۱۲ ماهه بر اساس مدل ۵ عاملی (تعدیل شده فاما و فرنچ) است.</p>	$R_{i,t+1}$
<p>انحراف معیار جریان نقد عملیاتی یکی از عوامل کنترلی است و برابر با انحراف معیار ۳ ساله نسبت جریان نقد عملیاتی به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره است.</p>	STDOCF
<p>انحراف معیار بازده سهام یکی از عوامل کنترلی است و برابر با انحراف معیار ۳ ساله بازده سهام است.</p>	STDRET
<p>بازده دارایی‌ها یکی از عوامل کنترلی است و برابر با نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره است.</p>	ROA
<p>یکی از عوامل کنترلی است و برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه در پایان سال t است</p>	Size
<p>یکی از عوامل کنترلی است و برابر با نسبت بدهی‌های شرکت در سال t به مجموع دارایی‌ها در پایان سال مالی t است</p>	LEV
<p>متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهم i برای سال t است.</p>	BTM
<p>میزان مالکیت نهادی: از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت بدست می‌آید.</p>	INST
<p>متغیر مجازی است که اگر حسابرسی شرکت توسط سازمان حسابرسی انجام گرفته باشد عدد یک و در غیر صورت صفر می‌پذیرد.</p>	BIG
<p>متغیر عدم تقارن اطلاعاتی سهم i برای سال t است. این متغیر به چند طریق اشاره شده در بالا محاسبه می‌شود که می‌تواند شکاف بین خرید و فروش یا توزیع موثر باشد.</p> <p>الف) شکاف بین خرید و فروش، به صورت زیر محاسبه می‌شود:</p>	IA

$$SPREAD_{i,t} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{P_{i,t}} \times \text{Order size}$$

که در آن:

$BP_{i,t}$: قیمت پیشنهادی خرید سهم شرکت i در لحظه t

$AP_{i,t}$: قیمت پیشنهادی فروش سهم شرکت i در لحظه t

Order Size: اندازه سفارش سهم

P : قیمت میانی مظنه‌ها

(ب) توزیع موثر به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{Percentage effective spread} = \frac{2D_{it}(\text{Price}_{it} - \text{Mid}_{it})}{\text{Mid}_{it}100}$$

که در آن Price_{it} قیمت معامله برای سهم i در لحظه t Mid_{it} نقطه‌ی میانی قیمت‌های مظنه خریدی و فروش قبل از زمان t و D_{it} یک متغیر دوگانه است که اگر سفارش خرید باشد، ۱ و اگر سفارش فروش باشد، -۱ است. $C_{\text{Governance}}$ شاخص امتیاز محیطی راهبری شرکت i است که از طریق الگوی زیر و بر اساس تحلیل پوششی داده‌ها امتیازبندی و محاسبه می‌شود:

$$\text{PRICE} = F(\text{Constant} + \text{INDEPENDENCE}_{i,t} + \text{DUAL}_{i,t} + \text{INST OWN}_{i,t} + \text{COMPETITION}_{i,t} + \text{BOARD MEMBER}_{i,t} + \text{COMPENSATION}_{i,t} + \text{BIG OWN}_{i,t} + \text{DEBT RATIO}_{i,t} + \text{MARKET VALUE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t})$$

kz

برای محاسبه محدودیت در تامین مالی واحد تجاری از معیار کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) استفاده شده است که الگوی تعدیل شده آن در بورس اوراق بهادار تهران و به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفته است. شرکت‌هایی که در پنجک چهارم و پنجم قرار می‌گیرند جز شرکت‌های دارای محدودیت مالی محسوب می‌شوند.

$$KZ = 17.330 - 37.486 * C - 15.216 * DIV + 3.394 * LEV - 1.402 * MTB$$

در الگوی مذکور C بیانگر نسبت موجودی نقد، DIV سود تقسیمی، LEV اهرم مالی و MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری می‌باشد.

در این پژوهش برای طبقه‌بندی شرکت‌ها به گروه‌های استراتژی از معیاری استفاده می‌شود که در برگزیده محتمل‌ترین استراتژی تجاری است که توسط شرکت‌های نمونه تایید شده است. برای ایجاد نمره استراتژی از ۴ پارامتر ارائه شده در تحقیقات قبلی از جمله بنتلی و همکاران (۲۰۱۳) و هاگینز و همکاران (۲۰۱۵) و به شرح جدول زیر استفاده شده است.

Strategy

جدول ۱. معیارهای اندازه‌گیری استراتژی تجاری شرکت

شاخص‌های عنوان شده برای هر سال کوانتیل‌بندی شده و بر اساس کوانتیل مربوطه به شرکت‌ها امتیاز ۱ تا ۵ داده می‌شود. حداکثر نمره استراتژی که هر شرکت می‌تواند کسب نماید ۲۰ و حداقل نمره استراتژی یک شرکت ۴ است. بر این اساس شرکت‌هایی با امتیاز بالاتر از ۱۷ دارای استراتژی جسورانه (تهاجمی) بوده و شرکت‌هایی با امتیاز بین ۴ تا ۷ دارای استراتژی محافظه‌کارانه (تدافعی) هستند.

ردیف	شرح
۱	درصد تغییر در فروش کل
۲	نسبت هزینه عمومی، اداری و فروش به فروش کل
۳	نسبت تعداد کارکنان به فروش کل
۴	انحراف معیار تعداد کارکنان در سال

اوراق بهادار تهران است. از نظر قلمرو زمانی نیز دوره ۱۰ ساله ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۸ را در بر می‌گیرد.

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۸۹ به بعد در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. جامعه آماری با اعمال

۴-۲- جامعه آماری

این تحقیق از نظر قلمرو موضوعی، در حوزه تحقیقات اثباتی، و در طبقه‌ی تحقیقات بازار سرمایه قرار می‌گیرد. قلمرو موضوعی در حوزه اقتصادی، در ردیف تئوری‌های رقابت و اقتصاد اطلاعات است. از نظر قلمرو مکانی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس

• شرکت از جمله صنایع واسطه‌گری مالی و لیزینگ‌ها نباشد. علت این امر، آن است که این شرکتها خود به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بازار سرمایه محسوب شده و اثر فعالیت آنها در مدل‌ها دیده شده است. ضمن اینکه این شرکتها تابع مکانیزم‌های خاص متفاوت با سایر شرکت‌های فعال در صنایع هستند.

۵- یافته‌های پژوهش (آمار توصیفی و نتایج فرضیات)

۱-۵- آمار توصیفی

برای آرایه‌ی یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

محدودیت‌هایی که آن هم به واسطه‌ای انقطاع زمانی مشخص برای انجام آزمون و استخراج قیمت‌ها است، محدود می‌شود. به عبارت دیگر، نمونه‌ی آماری شامل جامعه آماری مفروض است که با محدودیت‌های زیر، مفروض می‌شوند:

- سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شود. این محدودیت به آن سبب است که قابلیت مقایسه جهت انتخاب و تشکیل پرتفوی‌ها در اختیار باشد. همچنین مبنایی برای انتخاب تاریخ استخراج قیمت‌های سهم موجود باشد.
- در طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ نماد معاملاتی آنها برای بیش از یک سوم روزهای معاملاتی سال بسته نشده باشد. این محدودیت نیز بواسطه‌ی اندازه‌گیری متغیرها، بویژه متغیر راهبری شرکتی است. بسته بودن نماد معاملاتی یک سهم برای مدت طولانی، خود موجب کاهش معاملات و کاهش تمایل به افشای اطلاعات بااهمیت سهم می‌شود.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
شاخص‌های عدم تقارن اطلاعاتی					
شکاف خرید و فروش	۰/۰۱۶۱	۰/۰۱۳۸	۰/۰۱۹۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۳۰۰۲
توزیع موثر	۰/۰۵۶۰	۰/۰۴۷۵	۰/۰۵۲۳	۰/۰۱۷۷	۰/۰۰۰۰۳
متغیرهای موثر بر محیط اطلاعاتی حسابداری					
اهرم مالی	۰/۶۵۶۳	۰/۶۶۳۱	۰/۲۱۶۳	۱/۸۲۴۴	۰/۰۹۶۴
ارزش دفتری به بازار	۰/۸۷۷۳	۰/۸۹۳۱	۰/۳۶۱۲	۱/۵۸۹۰	۰/۳۸۹۸
انحراف معیار بازده	۰/۳۷۹۵	۰/۳۱۷۸	۰/۲۴۰۲	۰/۹۷۷۴	۰/۰۰۰۰
انحراف معیار جریان نقد عملیاتی	۰/۰۱۴۹	۰/۰۱۰۲	۰/۰۱۴۹	۰/۱۲۰۶	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۴۱	۰/۰۵۷۴	۰/۲۱۶۸	۱/۱۸۵۴	۰/۴۳۲۳
اندازه شرکت	۵/۸۴۸۸	۵/۷۹۱۶	۰/۶۲۱۵	۸/۵۲۰۰	۴/۲۴۶۴
مالکیت نهادی	۰/۷۲۶۵	۰/۸۱۹۰	۰/۲۶۱۶	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
اندازه موسسه حسابرسی	۰/۲۴۰۷	۰/۰۰۰۰	۰/۴۲۷۷	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
شاخص‌های مبتنی بر فرضیات					
محدودیت مالی	۰/۱۴۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۳۴۷۲	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
استراتژی تهاجمی	۰/۲۰۳۰	۱/۰۰۰۰	۰/۴۸۹۵	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
استراتژی تدافعی	۰/۶۳۱۹	۱/۰۰۰۰	۰/۴۸۲۵	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰
راهبری شرکتی	۰/۰۸۲۴	۰/۰۸۰۹	۰/۰۵۳۹	۰/۲۹۳۰	۰/۰۰۰۰۲
شاخص بازده مازاد					
هزینه سرمایه	۰/۱۰۱۲	۰/۰۶۵۳	۰/۲۷۷۳	۰/۸۹۷۲	۰/۷۹۵۲

بیانگر محدود بودن میزان نقدینگی نگهداری شده توسط شرکت‌های مورد مطالعه است که با توجه به محدودیت تامین مالی ۱۴ درصدی آنها قابل توجه است. با بررسی میانگین استراتژی‌های تجاری می‌توان ابراز داشت که بخش عمده‌ای از شرکت‌های مورد مطالعه (۶۳ درصد)، استراتژی محافظه‌کارانه را

با بررسی نتایج کمی آمار توصیفی متغیرهای تحقیق و با توجه به جدول فوق ارزش ۰/۱۶- و ۰/۰۵۶+ برای میانگین عدم تقارن اطلاعاتی (شکاف خرید و فروش و توزیع موثر) است. به عبارتی، قیمت پیشنهادی خرید در بین شرکت‌های مورد مطالعه پایین تر از قیمت پیشنهادی فروش می‌باشد. میانگین محدودیت مالی

آزمون فرضیه اول در واقع آزمون هزینه سرمایه و ویژگی‌های محیط اطلاعات است. برای آزمون این فرضیه شرکت‌ها به پنج طبقه بر اساس شاخص محدودیت مالی دسته بندی می‌شوند. سپس شرکت‌ها بر اساس شاخص درجه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی به پنج طبقه دسته‌بندی شده‌اند. نتایج حاصل از هر یک از این طبقه‌ها به شرح زیر می‌باشد:

بکار گرفته‌اند که می‌تواند ناشی از نوسانات موجود در بازار سرمایه باشد. میانگین ۰/۰۸۲۴ راهبری شرکتی بیانگر انحراف محدود از مدل استاندارد راهبری شرکتی در بین شرکت‌های مورد مطالعه است.
۶- نتایج آزمون فرضیات تحقیق
فرضیه اول: آزمون مقایسه محدودیت مالی و عدم تقارن اطلاعاتی با هزینه سرمایه

جدول ۲ پرتفوی پوششی عدم تقارن اطلاعات

پرتفوی پوششی عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از محدودیت مالی			
معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی			
توزیع موثر (Q ₁ -Q ₅)	شکاف خرید و فروش (Q ₁ -Q ₅)		
-۰/۰۷۲۲	-۰/۰۱۵۹	پنجک اول	پنجک‌های محدودیت مالی
-۲/۲۵۱۵	۳/۲۵۱۵		
-۰/۰۱۹۰	۰/۰۳۱۷		
-۳/۴۵۱۵	۳/۹۲۱۷		
۰/۰۲۳۶	۰/۰۹۵۶		
۳/۱۱۵۷	۳/۱۷۹۱	پنجک سوم	
۰/۱۲۴۴	۰/۱۲۰۸	پنجک چهارم	
۲/۹۱۰۱	۲/۹۲۶۶		
۰/۰۸۱۹	۰/۱۵۴۶	پنجک پنجم	
۳/۶۱۰۹	۳/۱۴۰۴		

با توجه به جدول بالا نیز می‌توان ابراز داشت با افزایش محدودیت مالی، ضریب عدم تقارن اطلاعاتی نیز افزایش یافته است به نحوی که در پنجک اول (محدودیت مالی کمتر) ضریب مربوطه حداقل می‌باشد. نتایج حاصل از الگوی بازده مازاد مربوط به این فرضیه نیز به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۳ پرتفوی بازده مازاد

عدم تقارن اطلاعاتی						متغیر	پنجک	محدودیت مالی
پوششی		Q ₅ (پایین ترین)		Q ₁ (بالا ترین)				
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب			
۱/۴۷۰۲	۰/۳۰۱۲	۱/۵۵۲۴	-۰/۳۹۸۷	۱/۹۴۱۲***	۰/۰۹۸۵	جز ثابت	Q ₁	
۰/۳۲۱۲		۰/۳۸۱۶		۰/۲۹۰۴		ضریب تعیین		
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F		
۳/۰۰۲۸*	۰/۰۵۱۲	۲/۳۵۱۰**	-۰/۰۶۲۷	۲/۲۹۱۷**	۰/۰۱۲۴	جز ثابت	Q ₅	
۰/۳۰۴۲		۰/۳۹۶۷		۰/۲۸۱۹		ضریب تعیین		
۰/۰۰۰		۰/۰۱۰		۰/۰۰۲		احتمال آماره F		
***, **, * به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند.								

فوق و نیز براساس کوانتیل‌های اول و آخر و مقایسه آنها می‌توان ابراز داشت که فرضیه اول تحقیق با استفاده از معیار محدودیت مالی و معیار عدم تقارن اطلاعاتی تایید شده است. به عبارتی، بین کوانتیل‌های بالا و پایین عدم تقارن اطلاعاتی از بعد هزینه

متغیر مورد نظر در فرضیه اول، جزء ثابت است. اگر جز ثابت به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا، هزینه سرمایه بالاتری را نسبت به شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین کسب خواهند کرد. با توجه به جدول

آزمون فرضیه دوم در واقع آزمون هزینه سرمایه و ویژگی‌های محیط اطلاعات است. برای آزمون این فرضیه شرکت‌ها به پنج طبقه بر اساس شاخص راهبری شرکتی دسته بندی می‌شوند. سپس شرکت‌ها بر اساس شاخص درجه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی به پنج طبقه دسته‌بندی شده‌اند. نتایج حاصل از هر یک از این طبقه‌ها به شرح زیر می‌باشد:

سرمایه، تفاوت معناداری وجود دارد و می‌توان ابراز داشت که تغییرات در محدودیت مالی منجر به تغییر در هزینه سرمایه می‌شود. فرضیه دوم: آزمون مقایسه راهبری شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی با هزینه سرمایه

جدول ۴ پر تفوی پوششی عدم تقارن اطلاعات

پر تفوی پوششی عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از راهبری شرکتی			
معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی			
توزیع موثر (Q1-Q5)	شکاف خرید و فروش (Q1-Q5)		
۰/۹۲۰۷	۰/۱۹۵۹	پنجک اول	پنجک‌های راهبری شرکتی
۳/۷۷۵۰	۳/۳۶۶۴		
۰/۱۳۰۱	۰/۱۱۷۴	پنجک دوم	
۲/۸۵۷۳	۲/۸۳۱۴	پنجک سوم	
۰/۰۳۶۱	۰/۰۷۵۶	پنجک چهارم	
-۰/۰۱۸۲	۰/۰۲۴۸	پنجک پنجم	
-۳/۲۹۷۸	۳/۸۰۴۶		
-۰/۰۶۵۲	-۰/۰۱۱۷		
-۲/۲۲۱۶	۳/۳۲۱۹		

با توجه به جدول بالا نیز می‌توان ابراز داشت با افزایش راهبری شرکتی، ضریب عدم تقارن اطلاعاتی نیز کاهش یافته است به نحوی که در پنجک اول (راهبری شرکتی کمتر) ضریب مربوطه حداکثر می‌باشد. نتایج حاصل از الگوی بازده مازاد مربوط به این فرضیه نیز به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۵ پر تفوی بازده مازاد

عدم تقارن اطلاعاتی						پنجک	راهبری شرکتی
پوششی		Q5 (پایین ترین)		Q1 (بالا ترین)			
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب		
۳/۱۱۳۹*	۰/۰۳۸۸	۲/۴۰۱۳**	۰/۰۵۹۷	۲/۳۱۴۶**	۰/۰۲۰۲	جز ثابت	Q1
	۰/۴۱۱۷		۰/۲۵۱۲		۰/۴۸۹۷	ضریب تعیین	
	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	احتمال آماره F	
۱/۴۷۸۱	۰/۳۴۲۷	۱/۳۶۹۴	۰/۳۸۵۵	۱/۵۷۴۵	۰/۰۴۲۱	جز ثابت	Q5
	۰/۳۹۱۵		۰/۳۱۲۴		۰/۲۵۶۰	ضریب تعیین	
	۰/۰۰۱		۰/۰۲۳		۰/۰۰۳	احتمال آماره F	

***،**،* به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند.

فوق و نیز براساس کوانتیل‌های اول و آخر و مقایسه آنها می‌توان ابراز داشت که فرضیه دوم تحقیق با استفاده از معیار راهبری شرکتی و معیار عدم تقارن اطلاعاتی تایید شده است. به عبارتی، بین کوانتیل‌های بالا و پایین عدم تقارن اطلاعاتی از بعد هزینه

متغیر مورد نظر در فرضیه دوم، جزء ثابت است. اگر جز ثابت به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا، هزینه سرمایه بالاتری را نسبت به شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین کسب خواهند کرد. با توجه به جدول

برای آزمون این فرضیه شرکت‌ها به پنج طبقه بر اساس شاخص استراتژی تجاری دسته بندی می‌شوند. سپس شرکت‌ها بر اساس شاخص درجه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی به پنج طبقه دسته‌بندی شده‌اند. نتایج حاصل از هر یک از این طبقه‌ها به شرح زیر می‌باشد:

سرمایه، تفاوت معناداری وجود دارد و می‌توان ابراز داشت که تغییرات در راهبری شرکتی منجر به تغییر در هزینه سرمایه می‌شود.

فرضیه سوم: آزمون مقایسه استراتژی تجاری و عدم تقارن اطلاعاتی با هزینه سرمایه

جدول ۶ پرتفوی پوششی عدم تقارن اطلاعات

پرتفوی پوششی عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از محدودیت مالی			
معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی			
توزیع موثر (Q_1-Q_5)	شکاف خرید و فروش (Q_1-Q_5)		
-۰/۰۷۲۲	-۰/۰۱۵۹	پنجک اول	پنجک‌های استراتژی تجاری
-۲/۲۵۱۵	۳/۲۵۱۵		
-۰/۰۱۹۰	۰/۰۳۱۷		
-۳/۴۵۱۵	۳/۹۲۱۷		
۰/۰۲۳۶	۰/۰۹۵۶		
۳/۱۱۵۷	۳/۱۷۹۱	پنجک سوم	
۰/۱۲۴۴	۰/۱۲۰۸	پنجک چهارم	
۲/۹۱۰۱	۲/۹۲۶۶		
۰/۰۸۱۹	۰/۱۵۴۶	پنجک پنجم	
۳/۶۱۰۹	۳/۱۴۰۴		

با توجه به جدول بالا نیز می‌توان ابراز داشت با حرکت به سمت استراتژی جسورانه، ضریب عدم تقارن اطلاعاتی نیز افزایش یافته است به نحوی که در پنجک اول (استراتژی محافظه کارانه‌تر) ضریب مربوطه حداقل می‌باشد. نتایج حاصل از الگوی بازده مازاد مربوط به این فرضیه نیز به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۷ پرتفوی بازده مازاد

عدم تقارن اطلاعاتی						پنجک	متغیر	استراتژی تجاری
پوششی		Q ₅ (پایین ترین)		Q ₁ (بالا ترین)				
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب			
۱/۳۱۱۵	۰/۲۱۰۴	۱/۴۷۲۹	۰/۲۸۴۱	۱/۹۹۸۳**	۰/۰۷۷۶	جز ثابت	Q ₁	
۰/۲۶۴۴		۰/۲۸۱۷		۰/۱۹۲۰		ضریب تعیین احتمال آماره F		
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		جز ثابت	Q ₅	
۳/۰۹۰۴*	۰/۰۶۶۸	۲/۱۱۹۵**	۰/۰۹۰۳	۲/۲۲۸۶**	۰/۰۲۱۱	ضریب تعیین احتمال آماره F		
۰/۲۸۳۴		۰/۴۰۰۶		۰/۱۵۴۷				
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰				

***،**،* به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند.

فوق و نیز براساس کوانتیل‌های اول و آخر و مقایسه آنها می‌توان ابراز داشت که فرضیه اول تحقیق با استفاده از معیار استراتژی تجاری و معیار عدم تقارن اطلاعاتی تایید شده است. به عبارتی، بین کوانتیل‌های بالا و پایین عدم تقارن اطلاعاتی از بعد هزینه

متغیر مورد نظر در فرضیه سوم، جزء ثابت است. اگر جز ثابت به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا، هزینه سرمایه بالاتری را نسبت به شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین کسب خواهند کرد. با توجه به جدول

سرمایه، تفاوت معناداری وجود دارد و می‌توان ابراز داشت که تغییرات در استراتژی تجاری منجر به تغییر در هزینه سرمایه می‌شود.

۷- نتیجه گیری

در این پژوهش بصورت نظری و تجربی به بررسی عدم تقارن اطلاعاتی با توجه به نقش تعدیل شونگی ویژگی‌های مالی و محیطی در بازار سرمایه ایران در شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است.

لحاظ نمودن همزمان سه ویژگی محیطی زیربنایی اطلاعات حسابداری (محدودیت مالی، استراتژی تجاری و راهبری شرکتی) به ندرت در تحقیقات دیده می‌شود. در مطالعاتی، این سه ویژگی به صورت اثر متقابل دیده شده‌اند و یا با کنترل یک ویژگی، اثر ویژگی‌های دیگر بررسی شده است. از این رو در میان مطالعات، مطالعه همزمان و سه بعدی ویژگی‌های محیطی دیده نمی‌شود.

به طور نمونه، لمبرت و دیگران (۲۰۱۲) برای بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه، دو متغیر دیگر یعنی امتیاز محیطی راهبری شرکتی و دقت اطلاعات (کیفیت) را وارد مدل کردند. مدل تحلیلی آنها نشان داد وقتی امتیاز محیطی راهبری شرکتی بالا باشد و سرمایه‌گذاران به عنوان قیمت‌پذیر عمل کنند، همانند آنچه در مدل CAPM و اکثر مدل‌های انتظارات عقلایی نویزی ۱ هست، عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند هزینه سرمایه را تنها از طریق اثر بر میانگین دقت اطلاعات سرمایه‌گذاران تحت تاثیر قرار دهد. در این وضعیت افزایش کیفیت اطلاعات در دسترس عموم می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را کاهش و در نتیجه هزینه سرمایه را کاهش دهد. اما این اثر بر هزینه سرمایه صرفاً به این دلیل رخ می‌دهد که افزایش کیفیت اطلاعات عمومی، میانگین دقت اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد، نه به این دلیل که افزایش کیفیت فی‌نفسه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. در واقع آنها نشان دادند که کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند موجب افزایش یا کاهش میانگین دقت اطلاعات سرمایه‌گذاران شود. وقتی کاهش رخ دهد، هزینه سرمایه افزایش می‌یابد.

بنابراین متفاوت بودن دقت اطلاعاتی هر سرمایه‌گذار از میانگین دقت بازار (میزان عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران) مادامی مسئله نیست که میانگین دقت کنترل شود.

استیگلیز معتقد است تفاوت اطلاعاتی در اثر عدم تقارن اطلاعاتی که در ساختار شرکت‌های سهامی پیچیده بین مدیریت و گروه ذی‌نفعان وجود دارد ایجاد می‌شود. جریان اطلاعات، پارامتر کلیدی در یک فعالیت اقتصادی است و به عنوان یک عامل اصلی در ظهور، ثبات و کارایی بازارهای سرمایه عمل می‌کند (استیگلیز، ۲۰۰۴). جریان اطلاعات در محیط بازار، رفتار فعالان بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهد. طبیعی است که افراد فعال در بازار، سهم متفاوتی از این گردش اطلاعات داشته باشند. به لحاظ تجربی نیز واضح است که افراد، اطلاعات متفاوت دارند. اطلاعاتی که آنها دارند، رفتارشان را در بسیاری از مواقع تحت تاثیر قرار می‌دهد. این خود گویای عدم تقارن اطلاعاتی بین دو طرف یک معامله است. این عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از گردش متفاوت اطلاعات در میان فعالان بازار است.

محیط اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران در آن داد و ستد می‌کنند، پیوسته با انتشار (جریان) اطلاعات تغییر می‌یابد. این تغییر در جریان اطلاعات، منجر به تجدید ارزیابی ریسک توسط سرمایه‌گذاران می‌شود. استفاده از اطلاعات مالی و حسابداری به منظور برقراری توازن بین ریسک و بازده، منجر به بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شود. زیرا اغلب تصمیمات مالی در حالت عدم اطمینان اتخاذ می‌شود و اطلاعات در این گونه موارد، نقش مهمی در کاهش عدم اطمینان خواهد داشت. ناهمگنی میان تفاسیر سرمایه‌گذاران و نابرابری اطلاعاتی ناشی از بی‌قاعدگی‌ها در گردآوری و پردازش اطلاعات در نتیجه‌ی روش‌های مورد استفاده و مهارت‌های مختلف به کار گرفته شده نیز خود عامل دیگری در محیط اطلاعاتی حسابداری است.

فهرست منابع

- * بخشایش مریم، (۱۳۷۷)، "بررسی رابطه میان عدم تقارن اطلاعاتی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد یزد
- * جمشیدی، ناصر؛ قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۷)، " بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‌گذاری آنان شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، ۲۰(۱)، ۷۵-۹۰
- * قائمی، محمد حسین، رحیم پور، محمد، نوذری، روح الله و روحی بهزاد (۱۳۸۹)، "اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی"، مجله پیشرفتهای حسابداری، دوره ۲، شماره ۲، صص ۳۱-۵۰

- * Hughes, J. S., Liu, J., & Liu, J. (2007). Information asymmetry, diversification, and cost of capital. *The Accounting Review*, 82(3), 705-729.
- * Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1315-1335.189
- * Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.
- * Levitt, A.L. (1998). The Numbers Game: Remarks by Chairman Arthur Levitt to the NYU
- * Lin, T., Y. Chen, and H. Tsai. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters* 20:1-12.
- * Merton, R., 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance* 42, 483-510.
- * Myers, S. C. and N. S. Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
- * Tan, K. J. K. (2017) Why Do Overconfident REIT CEOs Issue More Debt? Mechanisms and Value Implications. *Abacus*, 53: 319-348. doi: 10.1111/abac.12111.
- * Stigler, G. J. (1961). The economics of information. *The journal of political economy*, 213-225.
- * مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم (۱۳۸۵). بررسی رابطه‌ی بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسیهای حسابداری و حسابرسی ، شماره ۴۵، صص ۲۵-۴۴
- * فروغی، داریوش، احمدی، نوشین (۱۳۸۹)، " بررسی رابطه بین ترکیب سهامداران و کیفیت اقلام تعهدی" تحقیقات حسابداری، سال دوم، بهار ۱۳۸۹ شماره ۵
- * نصراللهی، زهرا، عارف منش، زهره (۱۳۸۹) " بررسی رابطه مالکیت و کیفیت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " دانش حسابداری، سال ۱۳۸۹، شماره ۳، صص ۱۱۷-۱۳۸
- * Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), 237-333
- * Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2012). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *The Accounting Review*, 87(2), 449-482
- * Balakrishnan, K., Vashishtha, R., & Verrecchia, R. E. (2019). Foreign
- * Competition for Shares and the Pricing of Information Asymmetry: Evidence from Equity Market Liberalization. *Journal of Accounting and Economics*. 68(1). 80-97.
- * Chen, S., Chen, X. I. A., & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure?. *Journal of accounting research*, 46(3), 499-536.
- * Gunn, J, L. and Michas P, N. (2018). Auditor Multinational Expertise and Audit Quality. *The Accounting Review*. 93(4), 203-224.
- * Kraft, A., & Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2), 132-149.
- * Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401.
- * Diamond, D. W. (1985). Optimal release of information by firms. *The journal of finance*, 40(4), 1071-1094.
- * Higgins, D., T.C. Omer, and J.D. Phillips. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness, *Contemporary Accounting Research* 32: 674-702.
- * Higgins, D., T.C. Omer, and J.D. Phillips. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness, *Contemporary Accounting Research* 32: 674-702.
- * Hribar, P. and H. Yang (2016), 'CEO Overconfidence and Management Forecasting', *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33, No. 1, pp. 204-27.



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 12/ No. 46/ Summer 2023

Returns between companies with information asymmetries based on financing constraints, business strategy and corporate governance

Mahmoud Nozarpour

PhD Student, Department of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.
Mahmoud_nozarpour@yahoo.com

Negar Khosravipoor

Assistant Professor, Department of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

Amirreza Keyghobadi

Assistant Professor, Department of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

Abstract

Information flow is a key parameter in an economic activity and acts as a key factor in the emergence, stability and efficiency of capital markets, the information environment in which investors trade, is constantly changing with the dissemination (flow) of information. The purpose of this study is to investigate the returns between companies with information asymmetry based on financing constraints, business strategy and corporate governance. Also, in order to investigate the subject of the study, after extracting data related to companies listed on the Tehran Stock Exchange for a period of time. From 1389 to 1398, the regression model of composite data was used to test the research hypotheses. According to the research findings, pricing of information asymmetry decreases in conditions of high financial constraint. It is also less at higher levels of corporate governance. On the other hand, pricing of information asymmetry is higher at levels with bold strategy. The results show that financial constraints lead to differences in the cost of capital between companies with high information asymmetry and companies with low information asymmetry. Provides because pursuing a market-based and innovative strategy requires investing in several new technologies to design products and explore new markets.