

بررسی رابطه بین افشای اختیاری و انحراف حق دریافت وجه نقد از حق کنترل

دکتر محمدعلی آقایی*

وحید احمدیان**

آتنا منصوری***

چکیده

این پژوهش به بررسی رابطه جنبه‌ای از تضاد منافع میان سهامداران شرکت، با افشای اختیاری در گزارشگری مالی می‌پردازد. بدین منظور، پس از بررسی مبانی نظری پژوهش، سه فرضیه طراحی شده و در این فرضیه‌ها، رابطه بین انحراف حق رأی از حق دریافت وجه نقد با سطح افشای اختیاری شرکت‌ها و اثر نیاز به تأمین مالی خارجی و حضور سهامدار بزرگ خارجی به عنوان مکانیزم‌های کنترل‌کننده بر این رابطه، بررسی گردید. نمونه مورد بررسی، از بین شرکت‌های عضو در بورس اوراق بهادار تهران که صورت‌های مالی و گزارش فعالیت هیئت مدیره مربوط به دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۱ را منتشر کرده بودند، انتخاب شدند. نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون چندگانه ترکیبی حاکی از آن است که بین انحراف حق رأی از حق دریافت وجه نقد و سطح

* دانشیار حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

*** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد- واحد بندرعباس، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: وحید احمدیان (Email: Vahid.Ahmadian@Modares.ac.ir)

تاریخ دریافت: ۹۳/۶/۲۹ تاریخ پذیرش: ۵/۴/۹۵

افشای اختیاری رابطه منفی وجود دارد؛ اما این رابطه منفی با حضور سهامداران بزرگ خارجی، کاهش پیدا کرده است. همچنین نیاز به تأمین مالی برون سازمانی، بر رابطه بین افشای اختیاری و انحراف حق رأی از جریان وجه نقد تأثیر معناداری ندارد.

واژه‌های کلیدی: افشای اختیاری، انحراف حق رأی از حق دریافت وجه نقد، سهامدار کنترلی، تأمین مالی برون سازمانی.

مقدمه

بنابر تئوری نمایندگی، یک واحد تجاری مجموعه‌ای از قراردادها است که بین گروه‌های ذینفع منعقد شده است. این قراردادها حیطه و قلمرو واحد تجاری را تعیین می‌کنند. گروه‌های ذینفع از این روگرد هم می‌آیند و یک فعالیت اقتصادی را به صورت مشترک پی می‌گیرند چراکه به خوبی دریافته‌اند انجام دادن فعالیت‌های اقتصادی به صورت مشترک، هزینه‌های مبادلات را کاهش می‌دهد. آنها با کنار هم گذاشتن منابع مالی، مدیریت و مهارت‌های خود و با اتکا بر هم‌افزایی این عوامل با هم، یک فعالیت اقتصادی را هم‌نوا با هم و به صورت متمرکز دنبال می‌کنند. روابط بین ذینفعان بر اساس قراردادهای نوشته و نانوشته شکل می‌گیرد. این قراردادها از این جهت بین ذینفعان منعقد می‌شود که اطمینان حاصل شود، یک گروه به دنبال صدمه رساندن به منافع سایر گروه‌ها نیست (دیگان، ۲۰۰۶)؛ اما هر ذینفعی می‌داند که به دلیل جدایی مالکیت از کنترل واحد تجاری، تضاد منافع وجود دارد و هر یک از گروه‌های ذینفع در واحد تجاری، به دنبال منافع شخصی خویش هستند (ویفنگ، ۲۰۰۸).

اصولاً افشا در گزارشگری مالی، برخاسته از مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و وجود تضاد منافع نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است (کوتاری، ۲۰۰۹). اما بین گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران نیز تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. سرمایه‌گذاران مطلع به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند ولی سرمایه‌گذاران غیرمطلع صرفاً از اطلاعات عمومی برخوردارند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). هنگامی که مالکیت پراکنده است، بخشی از مشکلات

نمایندگی، ناشی از تضاد منافع بین سهامداران اصلی و اقلیتی که مالکیت بخش کوچکی از دارایی شرکت را در دست دارند، می باشد (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶). بسیاری از شرکت ها، به طور مشخص توسط یک سهامدار بزرگ واحدی کنترل می شوند (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹) در چنین حالتی اثرات انگیزشی خاصی برای مالکیت بزرگ وجود دارد. تحت این اثرات محرک، سرمایه گذاران با مالکیت سهام بیشتر، قدرت را به دست آورده و قادر به جمع آوری اطلاعات و کنترل مدیران هستند. سهامداران بزرگ همچنین می توانند مدیران نافرمان را برکنار کنند (شیفلر و ویشنی، ۱۹۹۷). بدین طریق، همان طور که درصد مالکیت سهامداران بزرگ افزایش می یابد، آنها کنترل تقریباً کاملی از شرکت را به دست آورده و ممکن است منفعتی محرمانه از هزینه سهامداران بیرونی به دست آورند. بنابراین، هنگامی که یک مالک، کنترلی موثر از شرکت را به دست می آورد، مشکل نمایندگی عمدتاً بین مالکان کنترل کننده و سهامداران اقلیت خواهد بود (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). حال در این میان، افشا که اصولاً برخاسته از عدم تقارن اطلاعاتی و وجود تضاد منافع است؛ نقش با اهمیتی در کاهش این مسائل از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دارد و بدین طریق افزایش آن باعث افزایش نگرانی سهامدار کنترل کننده در خصوص کاهش تسلط وی می شود. به همین دلیل، سهامداران کنترلی، انگیزه هایی برای کاهش سطح افشای اختیاری شرکت برای پوشش سودهای خصوصی حاصل از کنترل را دارند. در واقع، افشا و شفافیت کمتر، مانع از مشاهده دقیق توسط سایر سهامداران می شود و کنترل سطح افشای یک شرکت، مکانیسم بالقوه در دسترس برای سهامداران اصلی به منظور پنهان نمودن منافع خصوصی کنترل می باشد.

تحقیقات پیشین نیز حاکی از آن است که وجود سهامدار کنترلی، سطح افشای داوطلبانه^۱ را تحت تأثیر قرار می دهد و یک رابطه منفی بین قدرت کنترل سهامدار اصلی و افشای داوطلبانه شرکت ها وجود دارد (لی، ۲۰۰۷). اما، اکثر مطالعات قبلی در بررسی ساختار مالکیت،

بر مالکیت مستقیم (بدون واسطه)، که مالکیت سهامداران نهادی (بزرگترین سهامداران) و مالکیت مدیریتی است، تمرکز می‌کردند و از آن به عنوان شاخصی برای وجود سهامدار کنترل‌کننده استفاده می‌کردند (برای نمونه، **جانگ و کوان، ۲۰۰۲؛ لافوند و روی چودهری، ۲۰۰۸**). اما تجزیه و تحلیل براساس مالکیت بدون واسطه، ساختار کنترل را به درستی نشان نمی‌دهد (لی، ۲۰۰۷). بدین ترتیب در این مطالعه از الگوی **لاپورتا و همکاران (۱۹۹۹)** و روش شناسی زنجیره کنترل **سانچز و همکاران (۲۰۰۹)** استفاده شده و ارتباط بین افشای اختیاری شرکت و تفکیک مالکیت و کنترل در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. در الگوی مورد بحث، به جای تأکید بر مالکیت مستقیم، بر ساختارهای مالکیت پیچیده و هرمی تمرکز شده است.

مبانی نظری پژوهش

بنا بر تئوری نمایندگی، یک شرکت محلی است برای اجتماع ذینفعان مختلفی که هر یک اطلاعات، بازده و مطلوبیت‌های خاص خود را دارند. این ذینفعان برای حفاظت از منافع خویش و در راستای کنترل تضاد منافع دیگر گروه‌های ذینفع با خود، اقدام به انعقاد قراردادهایی با دیگر ذینفعان می‌کنند. یک واحد تجاری را می‌توان مکان هندسی و نقطه تلاقی قراردادها دانست. دولت، اعتباردهندگان، مدیران و سهامداران از جمله ذینفعان اصلی هستند. ادبیات مرتبط با تضاد منافع در واحدهای تجاری در سال‌های اخیر توسعه زیادی یافته است. اغلب تحقیقاتی که در خصوص تضاد منافع بین ذینفعان یک واحد تجاری انجام شده‌اند، روی دو حوزه جداگانه تمرکز داشته‌اند: تضاد منافع بین مالکان و مدیران و نیز تضاد منافع بین مالکان و دیگر ذینفعان. اما ممکن است بین مالکان یک شرکت نیز به سبب پیروی از منافع شخصی، تضاد منافع وجود داشته باشد (لی، ۲۰۰۷). هر گاه سهامداران عمده و اقلیت صرفاً به دنبال کسب حداکثر منافع پولی (حق دریافت وجه نقد) حاصل از واحد تجاری باشند، منافع هر دو

گروه سهامداران در یک راستا بوده و تضاد منافی بین آنها بروز نخواهد کرد. اما به هر حال در دنیای واقعی همواره تضاد منافع به وجود می‌آید (فاسیو و همکاران، ۲۰۰۱).

مطابق تئوری‌های حاکمیت شرکتی، در این مورد، چنین پدیده‌ای هنگامی رخ می‌دهد که مالکان کنترلی تلاش کنند که منافع پولی (حق دریافت وجه نقد) و غیر پولی (حق کنترل یا حق رأی)^۳ واحد تجاری را همزمان در اختیار بگیرند و در نتیجه مالکان کنترلی دارای قدرت کنترلی قوی (حق کنترل) و تأثیرگذار در تصمیم‌گیری می‌شوند که فراتر از میزان سهام آنها در واحد تجاری است. به این پدیده اصطلاحاً «تفکیک (انحراف) حق دریافت وجه نقد و حق کنترل»^۴ گفته می‌شود. چنین حالتی، در مالکیت شرکتی، در شرکت‌های با ساختارهای هرمی و ساختارهای دارای سهام متقابل در شرکت‌ها (شرکتی در شرکت دیگر نیز سهام داشته باشد) رخ می‌دهد (کلاسنس و همکاران، ۲۰۰۰). بدین صورت که این ساختارهای مالکیت، به مالکان کنترل‌کننده این امکان را می‌دهند که با وجود مشارکت اندک در سرمایه شرکت، کنترل شدیدی را بر شرکت داشته باشند و در واقع، یک تفکیک مالکیت (حق دریافت وجه نقد) و کنترل (حق رأی) انجام دهند. هر چه تفکیک (انحراف) حق دریافت وجه نقد از حق کنترل افزایش می‌یابد، مالک کنترلی^۵ با سطوح کنترلی بیشتری موضع می‌گیرد. حتی در چنین حالتی، انگیزه مدیریت نیز می‌تواند برای ارائه اطلاعات به سهامدار اصلی افزایش یابد؛ زیرا بخش اعظم سرمایه واحد تجاری توسط آن سهامدار تأمین شده است. به هر حال، در نبود حمایت کارا از سهامداران اقلیت و شفافیت فعالیت‌های شرکت، سهامداران عمده می‌توانند تصمیماتی را به نفع خود و به هزینه سهامداران اقلیت بگیرند و در نهایت منابع شرکت را از شرکت خارج سازند. احتمال خارج کردن این منافع خصوصی کنترل، یکی از دلایل اصلی وجود بلوک‌های سهام در دنیا می‌باشد. چنین حالتی خصوصاً در شرکت‌های بازارهای نوظهور

که اغلب زیر نظر خواسته‌های خانواده تاسیس کننده اداره می‌شوند و اجرای حقوق قانونی سایر سهامداران ضعیف است، به وجود می‌آید (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹؛ لینز، ۲۰۰۳).

چون مالکان کنترلی، کل منافع خصوصی را دریافت می‌کنند، اما تنها عهده‌دار بخشی از هزینه می‌باشند؛ بنابراین آنها انگیزه‌های بیشتری برای کاهش افشای اختیاری در سطح شرکت دارند تا منافع خصوصی کنترل خود را پنهان سازند. بدین صورت، مالکان اصلی می‌توانند ثروت سهامداران اقلیت را به تملک درآورند و در این میان، سطح پایین افشا در شرکت، مکانیزی برای آسان‌تر کردن کار مالکان کنترلی (مالکان کنترل کننده) به منظور پنهان‌سازی منافع خصوصی کنترل می‌باشد. اگر جداسازی بزرگتر حق دریافت وجه نقد از حق رأی، منافع خصوصی کنترل را برای سهامداران کنترلی به همراه داشته باشد (کلاسنس و همکاران، ۲۰۰۲)؛ قدرت نفوذ در سطح افشای داوطلبانه، به عنوان یک مکانیسم بالقوه در دسترس برای سهامداران کنترلی تعریف می‌شود که از آن برای پنهان کردن منافع خصوصی کنترل خود استفاده می‌کنند (لی، ۲۰۰۷).

زمانی که شرکت به تأمین مالی خارجی نیاز پیدا می‌کند، ارتباط منفی میان افشای اختیاری و انحراف حق دریافت وجه نقد از حق کنترل کمتر می‌شود (لانگ و لوندلم، ۱۹۹۳؛ فرانکل و همکاران، ۱۹۹۵). با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی زیاد بین مدیران و اعتبار دهندگان، و محدود بودن مسئولیتشان در برابر آن‌ها، ممکن است آنان تمایل داشته باشند که با استفاده از منابع دریافتی از اعتبار دهندگان، شرکت را وارد پروژه‌های پرریسک نمایند (دونگمی، ۲۰۰۶). این اقدامات می‌تواند به منافع اعتباردهندگان آسیب جدی وارد کند. آگاهی اعتبار دهندگان از احتمال از بین رفتن ثروتشان سبب می‌گردد آنان تمایل کمتری به قرار دادن منابع مالی در اختیار واحد تجاری داشته باشند و احتمالاً منابع با هزینه بالاتری برای شرکت تأمین خواهد شد. برای اعتبار دهندگان موضوع مهم در خصوص اعطای وام و اعتبار، توان گیرنده

برای بازپرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات دریافتی می باشد. اعتباردهندگان جهت ارزیابی توان بازپرداخت اصل و بهره وام به صورت های مالی شرکت ها و اطلاعات افشا شده توسط آنان اتکا می کنند. آنان با استفاده از این صورت ها به ارزیابی ریسک اعطای اعتبار به یک شرکت می پردازند (پورحیدری و همتی، ۱۳۸۳). از این رو، به صورت منطقی انتظار می رود شرکت هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری بین سهامداران و اعتباردهندگان آنها وجود دارد از جانب اعتباردهندگان برای تأمین مالی با محدودیت بیشتری مواجه شوند. در این میان، افشای داوطلبانه می تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و هزینه تأمین مالی خارجی شرکت را پایین بیاورد (ورچیا، ۱۹۸۳) و توانایی شرکت برای تأمین منابع پروژه های سودآور را بهبود بخشد. به عقیده لی (۲۰۰۷) نیازهای مالی خارجی بیشتر، انگیزه شرکت هایی که هزینه های نمایندگی بالاتری را دارند را تقویت می کند تا افشای اختیاری بالاتری را در سطح شرکت انجام دهند. بنابراین، افشای داوطلبانه، از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، به شرکت های دارای انحراف بالای حق دریافت وجه نقد از حقوق کنترل و نیازهای مالی خارجی بالا برای سرمایه گذاری در پروژه های سودآور و افزایش ارزش شرکت، کمک می کند (لی، ۲۰۰۷).

باید توجه داشت کنترل شرکت ها توسط سهامداران بزرگ خارجی باعث می شود که فعالیت مدیران تحت نظر قرار گیرد و منافع حاصل از عملکرد بهتر با هزینه نظارت عملکرد مدیران تهاتر می شود. در این میان، سهامداران اقلیت، سواری مجانی از تلاش های سهامداران خارجی می گیرند و در منافع سهام می شوند (موروک، ۱۹۸۸). در حاکمیت شرکتی، این منافع منافع مشترک کنترل نامیده می شود. لی (۲۰۰۷) نشان داد که با وجود رابطه منفی بین سطح افشای اختیاری و انحراف بالای حق دریافت وجه نقد از حق کنترل، در شرکت های دارای سهامدار غیرمدیریتی بزرگ تر، این رابطه کمتر می شود. علاوه بر این، یافته های لینز (۲۰۰۳)، نقش سهامداران خارجی بزرگ در کاهش مسایل نمایندگی مرتبط با تفکیک مالکیت و کنترل

در بازارهای نوظهور را تأیید می‌کند. بدین طریق انتظار می‌رود چنانچه سهامداران کنترلی نقش نظارتی خود را به خوبی ایفا نمایند، اطلاعات اختیاری بیشتری منتشر شود. سهامدار خارجی از طریق بهبود افشای اختیاری، فرصت رفتار فرصت طلبانه را از سهامدار عمده سلب می‌نماید. لذا، انتظار می‌رود که رابطه بین افشای اختیاری و انحراف حق دریافت وجه نقد از حق کنترل با حضور سهامداران خارجی بزرگ، کمتر شود.

پس از بررسی مسئله پژوهش و با توجه به مبانی نظری مطرح شده در بالا، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر بیان می‌شوند:

فرضیه ۱: شرکت‌های با انحراف بیشتر حق دریافت وجه نقد از حق کنترل، به شکل معناداری سطح افشای اختیاری کمتری دارند.

فرضیه ۲: شرکت‌های با انحراف حق دریافت وجه نقد از حق کنترل، در شرایط نیاز به تأمین برون سازمانی، اطلاعات اختیاری بیشتری را افشا می‌کنند.

فرضیه ۳: شرکت‌های با انحراف بیشتر حق دریافت وجه نقد از حق کنترل، در صورت وجود یک سهامدار بزرگ برون سازمانی در ترکیب مالکیت، اطلاعات اختیاری بیشتری را افشا می‌کنند.

پیشینه پژوهش

انگ و ماک (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت‌ها پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که هر چه مالکیت مدیریت کمتر و مالکیت دولت بیشتر باشد، افشای داوطلبانه اطلاعات افزایش می‌یابد و مالکیت سهامداران عمده رابطه معناداری با افشا ندارد. همچنین هر چه درصد مدیران غیر موظف بیشتر باشد، افشای داوطلبانه کاهش می‌یابد. در حالی که کلارکسون و دیگران (۲۰۰۳) شواهدی را مبنی بر تأثیرگذاری مثبت مدیران مستقل بر سطح افشای اختیاری به دست آوردند؛ **لاخال**

(۲۰۰۳) به این نتیجه رسید که هر چه درصد مدیران غیر موظف افزایش یابد، افشای اطلاعات به صورت داوطلبانه افزایش می‌یابد و هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، احتمال افشای اطلاعات کمتر می‌شود. همچنین تصدی همزمان سمت‌های مدیرعامل و ریاست هیئت مدیره، موجب کاهش افشای داوطلبانه اطلاعات می‌شود.

براون و هایلجیست (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت افشاء به طور معکوس به عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است. همچنین، بین کیفیت افشاء و میزان معاملات سهامدارانی که دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند، رابطه‌ای معکوس وجود دارد. علاوه بر آن، با توجه به یافته‌های قبلی مبنی بر این که هزینه سرمایه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش می‌یابد، نتایج بیانگر این است که شرکت‌های با کیفیت افشای بیشتر، هزینه سرمایه پایین‌تری دارند. **لی (۲۰۰۷)** در مقاله‌ای با عنوان «افشای اختیاری و انحراف بین حق رأی و حق دریافت وجه نقد» به این نتیجه رسید افشای اختیاری شرکت به صورت منفی با انحراف حق رأی از حق دریافت وجه نقد در ارتباط است. همچنین این رابطه در شرایطی که شرکت‌ها نیاز به تأمین مالی دارند و دارای سهامداران غیر مدیریتی بزرگ هستند منفی می‌باشد.

نتایج پژوهش **لی (۲۰۰۸)** حاکی از آن بود که بزرگی منافع کنترل با تغییرات در حاکمیت شرکتی کاهش می‌یابد و اقدامات حاکمیت شرکتی مناسب با صرف کنترل کمتری همراه است. یافته‌های وی نشان می‌دهد با اجرای اصلاحات حاکمیت شرکتی در کره، بعد از بحران مالی آن، بهبود در اقدامات حاکمیت شرکتی باعث کاهش کسب منافع ناشی از کنترل شده است. **آختاردین و حسین (۲۰۰۸)** به بررسی روابط بین نوع سهامدار کنترل‌کننده و افشای اختیاری پرداختند. نمونه آماری آنها شامل ۱۱۶ شرکت منتخب بازار سرمایه مالزی در سال ۲۰۰۳ بوده است. نتایج حاکی از آن بود که اگر سهامدار کنترل‌کننده شرکت، خارجی باشد

افشای داوطلبانه بیشتری توسط آن شرکت صورت می‌گیرد و زمانی که سهامدار کنترل‌کننده، از اعضای هیئت مدیره و مدیران موظف باشد؛ یک رابطه منفی بین میزان مالکیت وی و سطح افشای داوطلبانه به وجود می‌آید. آنها همچنین ثابت کردند نوع سهامدار کنترل‌کننده، بر روابط بین فرصت‌های رشد و افشای داوطلبانه تأثیر می‌گذارد.

میشاری و الفراهی (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و ارزش دفتری آن در بازار سرمایه کویت پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که سود هر سهم و ارزش دفتری آن با قیمت سهام رابطه معنادار داشته و افشای اطلاعات و سود هر سهم و ارزش دفتری نیز محتوای اطلاعاتی دارند. در نهایت، با افزایش سطح افشاء، محتوای اطلاعاتی مزبور نیز افزایش می‌یابد. **گیسبرت و ناوالاس (۲۰۱۳)** به بررسی رابطه بین افشای داوطلبانه و حاکمیت شرکتی با در نظر گرفتن تضادهای نمایندگی پرداختند. آنها ابتدا ثابت کردند که تضاد نمایندگی در شرکت‌های خانوادگی و دارنده بلوک‌های سهام، موجب کاهش سطح افشاء در چنین شرکت‌هایی می‌شود. سپس آنها روابط بین حضور مدیران مستقل و سطح افشای داوطلبانه را در شرکت‌های با مالکیت متمرکز بررسی کردند. نتایج مطالعه آنها حاکی از آن بود که حضور مدیران مستقل با افزایش افشای داوطلبانه در شرکت‌های اسپانیایی همراه بوده است.

کاشانی‌پور و پارچینی (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان رابطه افشای اطلاعات اختیاری و اعضای غیرموظف هیئت مدیره، به بررسی رابطه دو مکانیسم کنترلی یعنی افشای اختیاری (مکانیسم کنترل خارجی) و مدیران غیر موظف (مکانیسم کنترل داخلی) پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که بین افشای اختیاری و حضور مدیران غیرموظف، رابطه معناداری وجود ندارد. **اسمعیل زاده مقری و شعربافی (۱۳۸۹)** در پژوهشی با عنوان افشای اطلاعات اختیاری و ارتباط آن با نرخ بازده سهام در شرکت‌های سرمایه‌گذاری به این نتیجه

رسیدند که هیچ رابطه معناداری بین کیفیت افشاء و بازده سهام، در هیچ یک از سال‌های مورد بررسی این پژوهش وجود نداشته است.

دیدار و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی اثر خصوصیات شرکتی بر سطح افشاء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به دنبال یافتن پاسخ این سؤال بودند که با وجود اهمیت افشاء برای استفاده کنندگان و تهیه کنندگان اطلاعات، چرا برخی از شرکت‌ها در مقایسه با دیگر شرکت‌ها اطلاعات کمتری افشاء می‌کنند؟ نتایج مطالعه آنان حاکی از آن بود که خصوصیاتمانند درجه مشهود بودن دارایی‌ها، اهرم مالی و سودآوری بر سطح افشاء کل، اثرگذار بوده ولی اندازه و رشد در سودآوری بر سطح افشای کل، تأثیر معناداری ندارند.

خواجهی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آنان شامل ۹۸ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۲ بود. یافته‌های آنان حاکی از آن بود که برای نمونه مورد بررسی، کیفیت افشای اطلاعات تأثیر معناداری بر هزینه‌های نمایندگی ندارد.

مهرانی و پروائی (۱۳۹۳) به بررسی کیفیت افشاء در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ پرداختند. یافته‌های پژوهش آنان، نشان از برتری نداشتن شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیر خانوادگی از دید کیفیت افشاء بود. به بیان دیگر، عامل خانوادگی بودن، رابطه معناداری با کیفیت افشاء نداشت.

روش پژوهش

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش را تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. برای تعیین نمونه مورد مطالعه، بر اساس روش حذف سیستماتیک، شرکت‌هایی از جامعه آماری یاد شده انتخاب شده‌اند که دارای شرایط زیر باشند:

۱. دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۲. طی سال‌های ۸۷ تا ۹۱ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۳. اطلاعات آنها قابل دسترسی در بورس اوراق بهادار باشد.
 ۴. شرکت دارای مالک اصلی (مطابق با تعریف عملیاتی) باشد.
- از بین کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اعمال شرایط فوق ۵۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است که با در نظر گرفتن ۵ سال مالی برای هر شرکت، تعداد کل مشاهدات ۲۷۲ مورد می‌باشد. این تعداد مشاهدات با توجه به تحقیقات انجام شده در زمینه افشای داوطلبانه اطلاعات در خارج از کشور (به عنوان مثال، حلمی حمامی (۲۰۰۸) در قطر فقط ۴۲ شرکت را به عنوان نمونه انتخاب کرد) و یا در داخل **کاشانی پور و پارچینی (۱۳۸۸)** فقط یک سال مالی را در نظر گرفتند و یا **سجادی و زراع نژاد (۱۳۸۷)** برای دو سال مالی فقط ۴۰ شرکت را به عنوان نمونه انتخاب کردند) مناسب می‌باشد. داده‌های پژوهش، از لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نرم افزار رهاورد نوین و تدبیرپرداز استخراج شده‌اند.

متغیرهای پژوهش

سطح افشای اختیاری (DISCLOSURE)

در این پژوهش، سطح افشای اختیاری به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. به منظور اندازه‌گیری این متغیر، از شاخص‌های پیشنهادی توسط **بوتوسان (۱۹۹۷)** که برگرفته از نظرات کمیته جنکینز بود، استفاده گردید. در الگوی بوتوسان، شاخص‌های مورد استفاده از طریق گزارش‌های راهبری شرکتی و نیز ارقام رتبه بندی شرکت‌های آمریکایی استخراج شده بود. به دلیل فقدان دو مورد مذکور در ایران و با توجه به این که سازمان حسابرسی، کتابچه‌ای

تحت عنوان فرمت نمونه گزارشگری منتشر نموده و شرکت‌ها در تهیه و گزارش اطلاعات به شاخص‌های مندرج در آن تکیه می‌کنند، این امر امکان افشای اطلاعات اختیاری در متن صورت‌های مالی را محدود نموده است. لذا به تبعیت از **کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸)** برای استخراج شاخص‌های افشای اختیاری اطلاعات به گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت‌ها اتکا گردید. شاخص پیشنهادی آنها پس از بررسی از نظر الزامی نبودن مطابق استانداردهای حسابداری یا قانونی در شش بخش کلی، شامل پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج تاریخی مهم، اطلاعات بخش‌ها، آماره‌های کلیدی غیرمالی، اطلاعات پیش‌بینی، بحث و تحلیل مدیریت (در مجموع ۷۱ شاخص) تعیین شده است. امتیاز افشای اختیاری از تقسیم مجموع امتیاز حاصله از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می‌آید.

انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل (VOTECASH)

در این مطالعه انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل متغیر مستقل می‌باشد. حقوق ناشی از مالکیت سهم، متعدد است و در موارد مختلف قانون تجارت به آنها اشاره شده است؛ اما به طور کلی و عموماً برای هر سهم از حقوق صاحبان سهام، دو نوع حق اصلی متصور است: اول، حق دریافت سود سهام و سایر مزایای مالی، در صورت و تا جایی که تحت قانون مستحق آن باشد و دوم، حق رأی در جلسات شرکت و در مورد مسائل مربوط به شرکت. مورد اول را «حقوق جریان‌های نقدی» و مورد دوم را «حق رأی» تعریف می‌کنند. تقسیم حقوق صاحب سهم به حقوق مالی و حقوق غیرمالی، مورد اشاره استادان حقوق تجارت ایران نیز واقع شده و می‌توان برای آن، به استناد ماده ۳۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ علاوه بر مبانی تئوری، منشأ و مبنای قانونی هم قائل شد. در ماده یاد شده، به صراحت از اصطلاح «حقوق مالی وابسته به سهام» نام برده شده است. هر چند در نقطه مقابل به «حقوق غیرمالی سهام» اشاره‌ای مستقیم و صریح نشده، اما در مواد ۳۷ و ۳۸ و ۴۹ و ۱۳۹ و ۲۲۰ و ۲۵۷

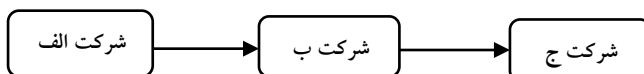
لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، به حق رأی و حق حضور که از مصادیق «حقوق غیرمالی» وابسته به سهام یا به عبارتی «حقوق غیرمالی ناشی از مالکیت بر سهام» هستند به صراحت اشاره شده است. از جمله مصادیق مهم حقوق غیرمالی ناشی از مالکیت بر سهام می‌توان به امکان شرکت در مجامع عمومی صاحبان سهام برای تعیین مدیران و بازرسان قانونی شرکت و عزل و جایگزینی آنان، اصلاح اساسنامه شرکت، افزایش و کاهش سرمایه شرکت، تغییر اقامتگاه شرکت، تصویب یا رد ترازنامه و حساب سود و زیان و همچنین رد یا قبول پیشنهادهایی که عموماً هیئت مدیره به عنوان دستور کار مجامع عمومی صاحبان سهام مطرح کرده اند، اشاره کرد.

اما حقوق مالی ناشی از مالکیت سهام (که در اینجا، جریان وجه نقد از شرکت به سهامدار تعریف شده است). بر چند نوع است، حق سهام شدن در سود شرکت، حق تقدم در خرید سهام جدید، حق دریافت اندوخته قابل تقسیم، حق سهام شدن در دارایی شرکت و دیگر مزایای مالی که سهامدار مستحق دریافت آن است (مفاد مواد ۲۳۹ و ۱۳۸ لایحه قانونی ۱۳۴۷)؛ مانند حق شفعه و حقوق در باقی مانده دارایی‌های شرکت در زمان تصفیه. انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل در ساختارهای مالکیت پیچیده و هرمی به وجود می‌آید. اعتقاد بر این است که تجزیه و تحلیل بر اساس مالکیت بدون واسطه، ساختار کنترل را به درستی نشان نمی‌دهد (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). سانچز و همکاران (۲۰۰۹) روش زنجیره کنترل را در تحقیق خود پیشنهاد می‌کنند که به شناخت سهامدار اصلی شرکت (سهامداری که به طور مؤثر شرکت را کنترل می‌کند) کمک می‌کند.

روش شناسی زنجیره کنترل، شامل طبقه‌بندی شرکت‌های نمونه به دو گروه شرکت‌های با مالکیت پراکنده و شرکت‌های با مالکیت اصلی است (سانچز و همکاران، ۲۰۰۹). بر اساس الگوی لاپورتا و همکاران (۱۹۹۹)، شرکتی دارنده مالک اصلی در نظر گرفته می‌شود که

سهامدار عمده آن شرکت، مستقیم یا غیرمستقیم، دارنده حق رأی به میزان بیشتر یا مساوی با مرز کنترل باشد. برای مثال، اگر سهامدار ۱ با ۲۶٪ از سهامداری حق رأی، سهامدار عمده شرکت الف باشد و همین طور شرکت «الف»، با ۳۲٪ از سهامداری حق رأی، سهامدار عمده شرکت ب باشد، در این حالت می‌توان گفت که شرکت «ب» توسط سهامدار ۱ با سطح کنترلی برابر با ۲۶٪ (ضعیف‌ترین ارتباط در زنجیره کنترل؛ اقل (۳۲٪؛ ۲۶٪)) کنترل می‌شود. در این حالت، مالک اصلی شرکت «ب» به طور غیرمستقیم به واسطه شرکت «الف» اعمال کنترل می‌کند. زمانی که مالک اصلی به طور غیرمستقیم، شرکتی را به واسطه کنترل ناقص (نه صد در صدی) شرکت واسطه کنترل می‌کند، ساختاری هرمی ایجاد شده است (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۰). همان‌گونه که از مثال مشخص است استفاده از این ساختار بر تفاوت بین حق رأی و حقوق جریان وجه نقد سهامدار کنترل‌کننده دلالت می‌کند.

از آنجا که در استانداردهای حسابداری ایران مرز کنترل به صورت کمی بیان نشده است؛ برای به کارگیری این روش شناسی، یعنی تعیین سطح حق رأی و حق جریان وجه نقد سهامدار اصلی، به تبعیت از رحمانی و همکاران (۱۳۹۰) اطلاعات سهامداران مستقیم و غیرمستقیم با بیش از ۵٪ سهام در جریان از بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری گردید. با استفاده از اطلاعات شرکت‌های نمونه، محاسبه حق دریافت وجه نقد و حق رأی در مالکیت‌های غیرمستقیم، به این صورت است که اگر وضعیت زیر (که اصطلاحاً ساختار پدربزرگ، پدر و پسر نامیده می‌شود) در نظر گرفته شود:



در چنین حالتی، کنترل یا نفوذ موثر، به درصد مالکیت مستقیم شرکت الف در ب و شرکت ب در ج بستگی دارد. اگرچه حاصل ضرب درصدهای مالکیت در زنجیره وابستگی، در تعیین سود تلفیقی و سود انباشته تلفیقی به کار می‌رود؛ ولی شرطی برای اندازه‌گیری قدرت کنترل و

نفوذ نبوده و حتی مطابق با استانداردهای حسابداری، شرط تهیه صورت‌های مالی تلفیقی به شمار نمی‌رود. به عبارت دیگر، از این حاصل ضرب نمی‌توان به عنوان معیاری برای تشخیص نفوذ قابل ملاحظه یا کنترل استفاده نمود. در صورتی که در ساختار مالکیت شرکت مورد بررسی مالک اصلی و فرعی وجود داشته باشد و مالکیت شرکت سرمایه‌گذار نیز در اختیار شرکت دیگری باشد در این شرایط درصد مالکیت کوچک‌تر، به عنوان حق رأی در نظر گرفته می‌شود و حقوق وجوه نقد نیز از ضرب درصد مالکیت در زنجیره مالکیت به دست می‌آید.

متغیر تعدیل‌کننده

FINANCE: به معنی تأمین مالی از خارج شرکت می‌باشد و به عنوان یک متغیر مجازی نظر گرفته می‌شود که اگر سهام جدید در دوره جاری یا سال مالی جاری منتشر شود برابر یک و در غیر این صورت مساوی با صفر است.

BLOCK: درصدی از سهام عادی تحت تملک سهامداران خارجی که مالک حداقل ۵٪ سهام منتشره شرکت هستند، می‌باشد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): تحقیقات گذشته، وجود یک رابطه مثبت بین اندازه شرکت و سطح افشاء را عنوان کرده‌اند (لانگ و لاندوم، ۱۹۹۳). شرکت‌های بزرگ‌تر دارای انگیزه بالایی در جهت ارائه اطلاعات از طریق افشای عمومی هستند. متوسط هزینه افشاء برای شرکت با اندازه آن رابطه معکوسی دارد و بنابراین افشاء برای شرکت‌های بزرگ هزینه کمتری در بردارد. در این تحقیق، برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت‌ها استفاده شده است.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): نگار و دیگران (۲۰۰۳) بحث می‌کنند شرکت‌هایی که دارای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتری هستند دارای عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری

می‌باشند، بنابراین انتظار می‌رود چنین شرکت‌هایی به افشای بالاتری دست بزنند. این متغیر، با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری مورد سنجش قرار می‌گیرد.

اهرم مالی (LEV): جنسن و مک لینگ، (۱۹۷۶) اعتقاد دارند وقتی که شرکت دارای اهرم مالی بزرگ‌تری باشد، مسئله نمایندگی بین سهامداران و بستانکاران به وجود می‌آید. بنابراین مدیریت در جهت کسب اطمینان بستانکاران، مجبور به افشای بیشتری است. اهرم مالی به وسیله تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

بازدهی دارایی‌ها (ROA): شرکت‌های سودآور در جهت انتقال خبر خوش، اقدام به افشای اطلاعات بیشتری می‌نمایند. در این تحقیق، برای سنجش سودآوری از شاخص ROA (نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها) استفاده شده است.

الگوهای آزمون فرضیه‌ها

به منظور آزمون فرضیه‌های اول تا سوم پژوهش به ترتیب از الگوهای رگرسیونی شماره ۱

تا ۳ زیر استفاده شده است:

الگوی آزمون فرضیه اول پژوهش:

$$DISCLOSURE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times VOTECASH_{it} + \beta_2 \times SIZE_{it} + \beta_3 \times MB_{it} + \beta_4 \times LEV_{it} + \beta_5 \times ROA_{it} \quad (1)$$

الگوی آزمون فرضیه دوم پژوهش:

$$DISCLOSURE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times VOTECASH_{it} + \beta_2 \times SIZE_{it} + \beta_3 \times MB_{it} + \beta_4 \times LEV_{it} + \beta_5 \times ROA_{it} + \beta_6 \times FINANCE_{it} + \beta_7 \times VOTECASH_{it} \times FINANCE_{it} \quad (2)$$

الگوی آزمون فرضیه سوم پژوهش:

$$DISCLOSURE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times VOTECASH_{it} + \beta_2 \times SIZE_{it} + \beta_3 \times MB_{it} + \beta_4 \times LEV_{it} + \beta_5 \times ROA_{it} + \beta_6 \times BLOCK_{it} + \beta_7 \times VOTECASH_{it} \times BLOCK_{it} \quad (3)$$

که در الگوهای ۱، ۲ و ۳ بالا؛ $DISCLOSURE$: شاخص افشای داوطلبانه؛

$VOTECASH$: تفاوت حق رأی و حق جریان وجه نقد سهامدار اصلی که از تقسیم میزان حق

جریان وجه نقد به حق رأی محاسبه می‌شود (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۰)؛ $FINANCE$: یک

متغیر مجازی است که اگر اوراق بهادار سهامداران در دوره جاری یا سال مالی منتشر شود برابر یک و در غیر این صورت مساوی با صفر است؛ BLOCK: درصدی از سهام عادی در دست سهامداران که تحت تملک سهامداران خارجی که مالک حداقل ۵٪ سهام در دست سهامداران شرکت هستند، می باشد. SIZE: اندازه شرکت است و به وسیله لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت ها محاسبه می شود. MB: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می باشد. LEV: اهرم مالی شرکت است و از تقسیم کل بدهی ها به کل دارایی ها به دست می آید. ROA: شاخص سودآوری شرکت است و از طریق نسبت سود خالص به کل دارایی ها به دست می آید.

یافته های تحقیق

نتایج آمار توصیفی

پس از گردآوری داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه های پژوهش، آماره های توصیفی هر یک از آنها محاسبه گردید. این آماره ها شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقدار مشاهدات می باشند که مقادیر عددی آنها در جدول شماره ۱ ارائه شده است. مقدار میانگین به دست آمده برای متغیر افشای داوطلبانه در مقایسه با سایر تحقیقات مشابه خارجی که در ادبیات تحقیق مورد بررسی قرار گرفتند، حاکی از سطح نسبتاً مناسبی از افشاء در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران می باشد (مطابق با تحقیق لی (۲۰۰۷)، گستره تغییرات امتیاز افشای اختیاری در کشورهای در حال توسعه، از حداقل ۱۸ درصد تا حداکثر ۴۹ درصد در نوسان بوده است). محاسبه ضریب تغییرات (ضریب پراکندگی) که از تقسیم انحراف معیار به میانگین داده ها به دست می آید به عنوان یکی از معیارهای پراکندگی جهت بیان ثبات و پایداری داده ها حاکی از آن است که افشای اختیاری دارای نوسانات بالایی در نمونه بوده و لذا، ثبات و پایداری کمی در طی دوره پنج ساله و در بین شرکت های نمونه داشته است.

همچنین مقدار آماره مذکور برای شاخص سودآوری بیانگر تغییرات و نوسانات شدید سود شرکت‌های نمونه طی دوره تحقیق می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش، با استفاده از الگوی رگرسیون خطی چندگانه آزمون گردیده است. تحلیل‌های اولیه به منظور برازش الگوی مناسب رگرسیونی و اطمینان از عدم تخطی از مفروضات رگرسیون در کلیه آزمون‌ها انجام گردیده است. به منظور بررسی عدم همخطی میان داده‌ها، از شاخص VIF و Tolerance استفاده شده است. آزمون‌های دورین واتسون به منظور اطمینان از استقلال باقیمانده‌ها انجام شده و در جداول مربوط به آزمون هر فرضیه ارائه شده است. برای تعیین معنادار بودن کل الگوی رگرسیونی از آماره F و برای بررسی معنادار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر الگو، از آماره t استیودنت و در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده است. در ادامه، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، ارائه و تحلیل می‌گردد.

جدول شماره ۱. نتایج آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
افشای اختیاری	۳۲/۳۷۱	۳۴/۰۰۱	۸/۷۳۰	۰/۰۰۰	۵۷/۰۰۰
انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل	۲۷/۱۹۰	۲۱/۰۱۷	۰/۲۸۰	۰/۰۱۰	۲/۰۰۰
تأمین مالی خارجی	۰/۹۱۰	۱/۰۰۰	۰/۲۸۶	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
سهامداران عمده	۶۰/۱۸۸	۰/۷۶۰	۴۰/۹۲۸	۰/۹۱۲	۹۹/۵۰۴
اندازه شرکت	۵/۷۶۴	۵/۷۱۰	۰/۶۹۵	۴/۵۴۰	۷/۸۱۹
ارزش بازار بر ارزش دفتری	۸/۵۳۰	۸/۵۵۲	۱/۰۹۱	۰/۰۰۰	۱۱/۲۳۶
اهرم مالی	۰/۶۵۲	۰/۶۶۷	۰/۱۸۳	۰/۱۵۰	۱/۱۰۴
بازده دارایی‌ها	۱۶/۸۴۰	۱۴/۹۱۰	۱۳/۲۲۰	-۱۶/۳۲۰	۶۲/۷۴۴

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول این تحقیق، به بررسی رابطه میان انحراف حق دریافت وجه نقد از حق کنترل با سطح افشای اختیاری می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، در جدول شماره ۲ ارائه شده است. همان‌گونه که در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود، سطح معناداری F برابر با $0/000$ است که چون این مقدار کمتر از $0/05$ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ یعنی، کل الگو معنادار است. مقدار آماره F ، $21/870$ بوده است. بر اساس ضریب تعیین به دست آمده، 32% از تغییرات در سطح افشای اختیاری، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی الگو توضیح داده می‌شود. نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین تغییرات در انحرافات جریان وجه نقد از حق کنترل با متغیر وابسته وجود دارد. ضریب متغیر مذکور $0/467-$ می‌باشد که نشان دهنده وجود یک رابطه منفی میان دو متغیر انحرافات جریان وجه نقد از حق کنترل و تغییرات سطح افشای اختیاری، در حضور سایر متغیرهای کنترلی تحقیق می‌باشد. همچنین بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی، با سطح افشای اختیاری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و میان متغیرهای کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سودآوری شرکت با سطح افشای اختیاری آن، رابطه معناداری وجود ندارد. به نظر می‌رسد، سطح افشای اختیاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، با بزرگ‌تر شدن اندازه شرکت‌ها و نسبت بدهی آنها بیشتر می‌شود؛ اما نسبت به سودآوری و درصد ارزش بازار به ارزش دفتری آنها واکنش معنادار نشان نمی‌دهد. همچنین مقدار به دست آمده برای دوربین واتسون در محدوده مجاز ($1/5$ تا $2/5$) قرار دارد که نشان‌دهنده استقلال خطاها و عدم وجود خود همبستگی است.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش، به بررسی رابطه میان انحراف حق دریافت وجه نقد از حق کنترل با سطح افشای اختیاری، در شرکت‌هایی که با محدودیت در تأمین مالی داخلی مواجه بوده و به

تأمین مالی خارجی نیاز دارند، می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول شماره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	---	۶/۰۴۰	۰/۰۰۰
انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل	-۰/۴۶۷	-۸/۱۲۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۲۵۷	۳/۸۶۳	۰/۰۰۰
ارزش بازار بر ارزش دفتری	-۰/۰۷۸	-۱/۲۰۸	۰/۲۲۸
اهرم مالی	۰/۱۵۱	۲/۳۵۶	۰/۰۱۹
بازده دارایی‌ها	۰/۰۴۳	۰/۶۷۱	۰/۵۰۳
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۲۳	آماره F: ۲۱/۸۷۰		
آماره دوربین واتسون: ۲/۱۶۴	سطح معناداری آماره F: ۰/۰۰۰		

جدول شماره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	---	۴/۶۸۴	۰/۰۰۰
انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل	-۰/۴۲۷	-۷/۶۹۷	۰/۰۰۰
تأمین مالی خارجی	۰/۲۵۳	۴/۶۲۴	۰/۰۰۰
VOTECASH* FINANCE	-۰/۰۸۲	-۱/۵۴۵	۰/۱۲۴
اندازه شرکت	۰/۲۲۹	۳/۵۰۷	۰/۰۰۱
ارزش بازار بر ارزش دفتری	۰/۰۴۷	-۰/۷۳۷	۰/۶۸۱
اهرم مالی	۰/۱۳۳	۲/۱۷۳	۰/۰۳۱
بازده دارایی‌ها	۰/۰۴۴	۰/۷۱۱	۰/۴۷۸
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۸۴	آماره F: ۲۰/۴۳۸		
آماره دوربین واتسون: ۲/۰۲۴	سطح معناداری آماره F: ۰/۰۰۰		

نتایج آزمون، حاکی از پذیرش پیش فرض‌های اولیه رگرسیون دارد. مقدار به دست آمده برای آماره F ، $۲۰/۴۳۸$ بوده و سطح معناداری آن، نشان‌دهنده معنادار بودن کل الگوی رگرسیون می‌باشد. بر اساس ضریب تعیین به دست آمده، $۳۸٪$ از تغییرات در سطح افشای اختیاری، توسط متغیرهای الگوی رگرسیونی توضیح داده شده است. نتایج به دست آمده، همچنین حاکی از وجود رابطه معنادار بین متغیر مستقل انحراف حق دریافت وجه نقد از حق کنترل با سطح افشای اختیاری شرکت‌ها می‌باشد. این رابطه به صورت منفی بوده است. همچنین بین متغیر تأمین مالی خارجی و سطح افشای اختیاری شرکت‌ها، یک رابطه مثبت معنادار وجود دارد. این رابطه مثبت بدین معنی است که در شرایط نیاز به تأمین مالی برون سازمانی، شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، از سطح بالای افشاء به عنوان ابزاری برای کاهش تضاد نمایندگی و جلب توجه بازار استفاده می‌کنند. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه شماره ۲ پژوهش نشان می‌دهد که در سطح اطمینان $۹۵٪$ ، متغیر $VOTECASH^* FINANCE$ که متغیر اصلی و تعیین‌کننده نتیجه آزمون فرضیه مورد بررسی است، رابطه معناداری با متغیر وابسته (سطح افشای اختیاری) نداشته است. بنابراین، شواهد کافی برای پذیرش فرضیه شماره ۲ وجود ندارد. در میان متغیرهای کنترلی نیز، متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی دارای رابطه مثبت معنادار با سطح افشای اختیاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند و میان نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سودآوری شرکت با سطح افشای اختیاری آن رابطه معنادار وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم

بر اساس فرضیه شماره ۳ تحقیق، اعتقاد بر این بود که رابطه منفی میان انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل و سطح افشای اختیاری، در شرکت‌های دارای سهامدار غیرمدیریتی

بزرگ، کمتر است و در واقع، شرکت‌ها با وجود سهامداران بزرگ خارجی، افشای داوطلبانه بیشتری انجام می‌دهند. نتایج آزمون این فرضیه، در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

جدول شماره ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	---	۳/۸۶۵	۰/۰۰۰
انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل	-۰/۴۵۲	-۷/۳۴۴	۰/۰۰۰
سهامدار بلوکی	۰/۰۰۱	-۰/۰۱۸	۰/۹۸۵
VOTECASH* BLOCK	۰/۲۲۷	۴/۱۷۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۲۶۸	۴/۱۷۰	۰/۰۰۰
ارزش بازار بر ارزش دفتری	-۰/۰۵۶	-۰/۸۸۲	۰/۳۷۹
اهرم مالی	۰/۱۴۰	۲/۲۴۷	۰/۰۲۶
بازده دارایی‌ها	۰/۰۲۸	۰/۴۵۲	۰/۶۵۱
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۳۷۰		آماره F: ۱۹/۲۴۳	
آماره دوربین واتسون: ۲/۱۵۰		سطح معناداری آماره F: ۰/۰۰۰	

همان‌گونه که مشاهده می‌شود، مقدار به دست آمده برای آماره F، ۱۹/۲۴۳ و سطح معناداری آن، برابر با ۰/۰۰۰ است که چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ یعنی، کل الگوی رگرسیونی معنادار است. ضریب تعیین به دست آمده نشان می‌دهد، ۳۷٪ از تغییرات در متغیر وابسته، توسط متغیرهای الگوی رگرسیونی توضیح داده شده است. بر اساس نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه سوم تحقیق و در سطح اطمینان ۹۵٪، متغیر انحراف وجه نقد از حق کنترل کماکان یک رابطه منفی با سطح افشای اختیاری دارد. با این حال، متغیر متقابل VOTECASH* BLOCK که متغیر اصلی و تعیین کننده نتیجه آزمون فرضیه سوم تحقیق است، دارای ضریب ۰/۲۲۷ و رابطه معنادار با سطح افشای اختیاری است. مفهوم برآمده از این رابطه، نشان‌دهنده آن است که شرکت‌های دارای

سهامداران فرصت طلب که از حق کنترل غیر مستقیم بهره می‌برند، هنگامی که از سهامداران خارجی و غیرمدیریتی بزرگ استفاده می‌کنند، افشای اختیاری بیشتری انجام داده‌اند. بنابراین، فرضیه سوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار به دست آمده برای دوربین واتسون در محدوده مجاز (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد که نشان‌دهنده استقلال خطاها و عدم وجود خود همبستگی است.

نتیجه‌گیری

این پژوهش شواهدی را در خصوص رابطه بین ساختار مالکیت و سطح افشای اختیاری برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فراهم می‌آورد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که با وجود انحراف بالای حق دریافت وجه نقد از حق کنترل، سطح افشای اختیاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در سطح پایینی قرار خواهد گرفت و در واقع یک رابطه منفی بین این دو متغیر وجود دارد. بنابراین، وجود تئوری نمایندگی در خصوص ارائه و افشای اطلاعات اختیاری در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته می‌شود. به عبارت دیگر، سهامداران با وجود محدودیت در اعمال نظارت و اعمال حق رأی در شرکت‌ها با تحمل هزینه‌های نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران در برهه زمانی مورد مطالعه پژوهش حاضر، افشای اختیاری پایین‌تری داشته‌اند.

نتایج همچنین حاکی از آن است که این روابط به نیازهای تأمین مالی خارجی شرکت‌های مورد آزمون، واکنش نشان نمی‌دهد و حتی با وجود نیاز به تأمین مالی خارجی، انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل، کماکان، منجر به افشای اختیاری کمتر خواهد شد. زمانی که تفاوت حق رأی و حق جریان وجه نقد سهامدار کنترل‌کننده افزایش می‌یابد، شرکت با هزینه‌های زیادتر قراردادهای برون سازمانی روبه‌رو می‌شود. این افزایش در هزینه قراردادهای برون سازمانی، شرکت‌ها را به سمت منابع مالی داخلی سوق می‌دهد که از طریق

ساختار هرمی برای تأمین مالی فرصت های رشد واحد تجاری ایجاد شده است. همچنین این افزایش تفاوت و واگرایی، نگرانی سهامداران کنترل کننده را در خصوص کاهش تسلط سهامداری، تشدید می کند (لی، ۲۰۰۷)؛ احتمالاً، سهامداران کنترل کننده در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، برای جلوگیری از تأثیرات این کاهش، بیشتر بر منابع مالی داخلی برای تأمین مالی پروژه ها اتکا می کنند. همچنین، وجود متغیرهای مداخله گر و تعدیل کننده ناشناخته (مانند عدم کارایی بازار در واکنش به اطلاعات یا اینکه بیشتر شرکت های بزرگ در بورس اوراق بهادار تهران از نوع، نهادی و دولتی می باشند) می تواند دلیل عدم تأثیر متغیر نیاز به تأمین مالی خارجی بر روابط بین میزان انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل و میزان افشای اختیاری در شرکت های نمونه باشد.

نتایج همچنین، افزایش میزان افشای اختیاری با حضور سهامدار بزرگ خارجی را نشان می دهد. بدین صورت که رابطه بین انحراف جریان وجه نقد از حق کنترل و سطح افشای اختیاری، تحت تأثیر شرایطی که شرکت ها توسط سهامداران بزرگ خارجی کنترل می شوند، کمتر می شود. این امر از فعالیت های نظارتی نشأت می گیرد که این گونه سرمایه گذاران انجام می دهند. نتیجه تحقیق حاضر در مورد فرضیه های ۱ و ۳ با نتایج تحقیق لی (۲۰۰۷) مطابقت دارد. وی وجود رابطه منفی بین «گسستگی حق وجه نقد از حق رأی» با سطح افشای داوطلبانه را تأیید کرده و این رابطه را نتیجه مشکل نمایندگی عنوان می کند که در شرایط نیاز به تأمین مالی خارجی و کنترل سهامدار بزرگ خارجی، کمتر می شود. این موضوع به جز در مورد اثرگذاری نیاز به تأمین مالی خارجی، در بورس اوراق بهادار تهران نیز تأیید می گردد.

پیشنادهای کاربردی و محدودیت های پژوهش

با توجه به تأیید فرضیه اول و وجود رابطه منفی بین انحراف حق کنترل از حق دریافت وجه نقد با افشای اختیاری، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در تصمیمات سرمایه گذاری های

خود به عامل ترکیب مالکیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر توجه کنند و به خصوص حضور در شرکت‌های دارای مالکیت‌های زنجیره‌ای را به عنوان ریسک عدم تقارن اطلاعاتی تلقی نمایند. با توجه به نتیجه فرضیه دوم و عدم اثبات واکنش رابطه بین افشای اختیاری و انحراف حق کنترل از حق دریافت وجه نقد به شرایط نیاز به تأمین مالی خارجی، به نظر می‌رسد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، در شرایط نیاز به تأمین مالی، اهمیت استفاده از شفافیت گزارشگری را به عنوان ابزاری برای جلب حمایت و رضایت مؤسسات تأمین مالی مدیران نادیده می‌گیرند. این در حالی است که در کشورهای پیشرفته، افشای اطلاعات و کیفیت آن به عنوان ابزار مدیریتی در جهت کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای استفاده می‌گردد. مدیران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌توانند از افشای اختیاری به عنوان ابزاری برای جلب حمایت و رضایت تأمین‌کنندگان منابع استفاده می‌کنند.

با توجه به نتیجه فرضیه سوم و اثبات تأثیرگذاری سهامدار بزرگ خارجی بر رابطه افشای اختیاری با انحراف حق رأی از حق دریافت وجه نقد به نظر می‌رسد در بورس اوراق بهادار حضور این نوع سهامداران با داشتن حق رأی و نفوذ در جهت نظارت بر کار مدیران به عنوان اجزای حاکمیت شرکتی بر حاکمیت شرکت‌ها التزام می‌بخشند و این فرآیند، به بهبود افشاء و ارائه اطلاعات بیشتر می‌انجامد. بنابراین پیشنهاد می‌گردد سرمایه‌گذاران بعد از در نظر گرفتن سایر جنبه‌ها، نسبت به حضور سهامداران بزرگ خارجی، در جهت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، دیدگاه خوش بینانه‌تری داشته باشند. به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران پیشنهاد می‌شود تا به معاملات بلوک‌های کنترلی سهام توجه بیشتری داشته باشند، چون این معاملات باعث تغییر سهامدار کنترل‌کننده شرکت می‌شوند و بر سیاست‌های افشاء شرکت تأثیر دارند و از این طریق می‌توانند در مورد ورود یا خروج سرمایه‌گذاری خود از شرکت تصمیم‌گیری کنند.

هرچند امتیاز افشای شرکت‌ها در حدود یافته‌های قبلی است، اما اکتفای شرکت‌ها بر اقلام پیشنهادی سازمان حسابرسی، عدم توجه به مقوله افشای اختیاری اطلاعات در متن صورت‌های مالی را در پی داشته است. حل این مانع باعث انعطاف در گزارشگری و توجه به جنبه‌های گوناگون شرکت خواهد شد. پیشنهاد می‌شود یک بانک اطلاعاتی در مورد ترکیب سهامداران، اعضای هیئت مدیره (به تفکیک به اشخاص داخلی و بیرونی) شرکت‌ها فراهم شود تا محققان راحت‌تر در مورد تأثیر معاملات بلوک سهام تغییر سهامداران عمده بر ارزش شرکت، ورود و خروج سهامداران اقلیت و سایر تحقیقات در این رابطه پردازند.

انجام این پژوهش با محدودیت‌هایی مواجه بوده است که باید در تعمیم و تفسیر نتایج به آنها توجه شود. با توجه به این که سازمان حسابرسی کتابچه‌ای تحت عنوان فرمت نمونه گزارش‌گیری منتشر نموده و شرکت‌ها در تهیه و گزارش اطلاعات به شاخص‌های مندرج در آن تکیه می‌کنند، این امر امکان افشای اطلاعات اختیاری در متن صورت‌های مالی را محدود نموده است.

محاسبه انحراف «حق کنترل و حق دریافت وجه نقد» مستلزم شناسایی زنجیره مالکیت حداقل با وجود سه شرکت است. در بسیاری از موارد شرکت‌هایی که سهام‌دار شرکت‌های نمونه تحت بررسی بودند در بورس پذیرش نشده بودند؛ بنابراین دسترسی به اطلاعات آنها در برخی از موارد میسر نشد، در نتیجه محدودیت یاد شده حجم شرکت‌های مورد بررسی به ۲۷۲ سال - شرکت محدود گردید.

متغیر مورد بررسی تحقیق حاضر در بحث افشا، افشای اختیاری اطلاعات است. بنابراین تمامی اطلاعاتی را شامل می‌شود که شرکت‌ها منتشر می‌کنند. بورس اوراق بهادار تهران بانک اطلاعاتی جامعی ندارد و گزارش‌های مالی شرکت‌ها به صورت منسجم نگهداری نمی‌شود از طرف دیگر اطلاعات مزبور همه آن چیزی نیست که شرکت‌ها ممکن است افشا کنند. بنابراین،

گستره پژوهش حاضر در بحث افشای اختیاری محدود به اطلاعاتی است که بورس اوراق بهادار تهران ارائه می‌کند. محدودیت آخر این که اطلاعات آماری شفاف و منسجمی در مورد ساختار مالکیت شرکت‌ها و قدرت مالکان در کنترل شرکت‌ها در ایران وجود ندارد. لذا، این پژوهش برای بررسی تأثیر متغیرهای مرتبط با مالکیت محدودیت داشته است.

یادداشت‌ها

1. Voluntary Disclosure

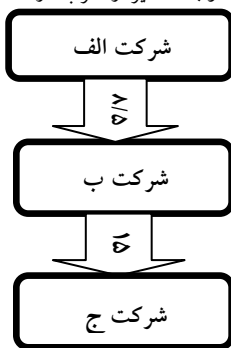
2. Cash Flow Right

3. Control Right or Voting Right

4. Separation of Cash Flow Rights from Control Rights

5. Controlling Owners

۶. نحوه محاسبه انحراف جریان وجه نقد (حق دریافت وجه نقد) از حق کنترل به این شرح است که اگر ساختار زیر را بدین صورت در نظر بگیریم که شرکت «ب» مالک اصلی شرکت «ج» باشد، در حالی که، مالکیت خود این شرکت سرمایه گذار نیز، در اختیار شرکت دیگری با عنوان شرکت «الف» باشد، در این شرایط، حداقل درصد مالکیت «الف در ب» و «ب در ج» به عنوان حق رأی در نظر گرفته می‌شود و حق جریان وجه نقد نیز از ضرب درصد مالکیت در زنجیره مالکیت به دست می‌آید.



سه شرکت که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند، به طور مثال شرکت الف در شرکت ب و شرکت ب در شرکت ج سرمایه گذاری کرده باشند، انتخاب می‌شوند. برای به کارگیری این روش، یعنی تعیین سطح حق رأی و حق جریان وجه نقد سهام دار اصلی، اطلاعات سهامداران مستقیم و غیرمستقیم با بیش از ۵٪ سهام در جریان از بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری می‌شود. جدول زیر باتوجه به موارد ذکر شده بالا تهیه شده است:

(درصد مالکیت الف در ب؛ درصد مالکیت ب در ج) = Min = حق کنترل

$$\text{حق کنترل} = \text{Min} (۱۵, ۵/۸) = ۵/۸$$

درصد مالکیت الف در ب * درصد مالکیت ب در ج = حق دریافت وجه نقد

$$\text{درصد مالکیت الف در ب} = ۱۵ * ۸/۵ = ۱/۲۷۵$$

شرکت اصلی	درصد مالکیت الف در ب	شرکت واسطه	درصد مالکیت ب در ج	شرکت فرعی	حق جریان وجه نقد	سطح کنترل
سرمایه گذاری گروه صنعتی الف	۸/۵	شرکت ب	۱۵	شرکت ج	۱/۲۷۵	۸/۵

References

- Aktaruddin, M., Hossain, M.A., Hossain, M., Yao, L. (2009). Corporate governance and voluntary disclosure in corporate annual reports of Malaysian listed firms. *The Journal of Applied Management Accounting Research*, 7(1), 1-20.
- Botosan, C.A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital, *Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Brown, S., Hillegeist, S.A. (2007). How disclosure quality effects the level of information asymmetry. *Business Media*, 12, 443-477.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57, 2721-2771.
- Clarkson P.M., Ferguson C., Hall J. (2003). Auditor conservatism and voluntary disclosure: Evidence from the year 2000 systems issue. *Accounting and Finance*, 43, 2721-2771.
- Deegan, C. (2006). *Financial Accounting Theory*, Mac Grow Hill.
- Didar, H., Mansourfar, G., Khojaste, H. (2012). The impact of firm's attributes on the disclosure level of the listed companies in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 9(32), 141-168 [In Persian].
- Dongmei, L. (2006). Financial constraints, R&D investment and stock returns: Theory and evidence. *Working Paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Eng, L., Mak, Y. (2003). Corporate governance and voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.

- Esmailzadeh Maghari, A., Sherbafi, A.M. (2011). Voluntary corporate information disclosure and its relation with stock returns in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Quantitative Researches in Management*, 1(3), 69- 82 [In Persian].
- Faccio, M.L., Lang, P.H., Young L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-76.
- Fama, E., Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.
- Frankel, R., McNichols, M., Wilson, P. (1995). Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*, 70(1), 135-150.
- Gisbert, A., Navallas, B. (2013). The association between voluntary disclosure and corporate governance in the presence of severe agency conflicts. *Advances in Accounting*, 29(2), 286-298.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(3), 305-360.
- Jung, K., Kwon, S.Y. (2002). Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *International Journal of Accounting*, 37, 301-325.
- Kashanipoor, M., Rahmani, A., Parchini, S.M. (2009). Corporate governance, internal and external control mechanisms, outside directors, voluntary disclosure. *Quarterly The Iranian Accounting And Auditing Aeviw*, 16(57), 85-100 [In Persian].
- Khajavi, S., Fatheh, M., Najafi. Z. (2014). Relationship between disclosure quality and agency costs of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 5(18), 67-89 [In Persian].
- Khodamipoor, A., Mahroomi, R. (2012) Effect of voluntary disclosure on value relevance of earning per share. *Management Accounting*, 5(14), 1-12 [In Persian].
- Kothari, S.P. Shu, S., Wysocki, P.D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47, 241- 276.
- LaFond, R., Roychowdhury, S. (2008), Managerial ownership and accounting conservatism, *Journal of Accounting Research*, 46(1), 101-133.
- Lakhal, F. (2003). Earning voluntary disclosures and corporate governance: Evidence from france. EFMA 2004 Basel meetings paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=500283>.
- Lang, M., Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. *Accounting Research*, 31, 246-271.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–518.
- Lee, K.W. (2007). Corporate voluntary disclosure and the separation of cash flow rights from control rights. *Review Quantitative Finance Accounting*, 28, 393–416.
- Lee, S. (2008). The value of corporate control and corporate governance, *Ph.D. Dissertation*, University of California, Berkeley.
- Lins, K. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159–184.
- Mehrani, K., Parvaei, A. (2015). Disclosure quality in family firms listed in the Tehran Stock Exchange. *Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(4), 527-540 [In Persian].
- Mishari M.A., Faisal S.A. (2011), Dose voluntary disclosure level affect the value relevance of accounting, *Accounting & Taxation*, 3(2), 65-81.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.
- Nagar, V., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock based incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 34, 283–309.
- Pourheydari, O., Hemati, D. (2004). The impact of debt covenants, political costs, bonus plans and ownership on earnings management in Iranian companies. *Iranian Accounting and Auditing Review*, 11(36), 47-63 [In Persian].
- Rahmani, A., Farzaani, H., Rastegari, M.H. (2011). Relationship between ultimate ownership and earnings conservatism in listed companies of Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 2(6), 43-63 [In Persian].
- Sajjadi, H., Zarranezhad, M., Jafari, A.R. (2010). Company size, type of audit firm, quality of financial information reporting, company age, type of industry, ownership structure. *Quarterly the Iranian Accounting and Auditing Review*, 16(4), 51-68 [In Persian].
- Sanchez, C., Aleman, J., Martin, D. (2009). Ultimate ownership and earnings conservatism, *European Accounting Review*, 21, 59-65
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737–783.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179–194.

Weifeng, H., Zhaoguo Z., Shasha, Z. (2008). Ownership structure and the private benefits of control: An analysis of Chinese firms. *Corporate Governance*, 8(3), 286–298.