

## تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل گرایانه اهرم مالی

سعید لطیفی<sup>۱\*</sup>

مرضیه علیخانی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۱/۰۸ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۳/۱۱

### چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیل کنندگی اهرم مالی بر روی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ می باشد. جامعه آماری تحقیق شامل ۱۱۰ شرکت (۵۵۰ سال شرکت) می باشد. تحقیق حاضر از نوع تحقیقات کاربردی و از نظر ماهیت و روش، تحقیقی توصیفی - همبستگی است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها و تخمین ضرایب با استفاده از تجزیه و تحلیل پانل و رگرسیون حداقل مربعات معمولی نشان می دهد، فرضیه اول تحقیق که بیان می کند: بین عدم تقارن اطلاعاتی با ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، تایید می گردد. به عبارتی هر چه تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد ارزش شرکت افزایش می باید. فرضیه دوم این پژوهش که بیان می کند: اهرم مالی موجب تعدیل اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت می شود، رد می گردد. فرضیه سوم این پژوهش که بیان می کند: تأثیر مثبت اهرم مالی بر ارزش شرکت بوسیله عدم تقارن اطلاعاتی تعدیل می شود و همچنین فرضیه چهارم که بیان می کند: اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت، در شرکت های با فرصت رشد بالاتر، بیشتر است، رد گردیده است. در این پژوهش نتایج قطعی و قوی ای که منجر به رد فرضیه اول این پژوهش با توجه به داده های گردآوری شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار باشد مشاهده نگردیده است.

### واژگان کلیدی

عدم تقارن اطلاعاتی، ارزش شرکت، اهرم مالی

<sup>۱</sup> مدرس دانشگاه آزاد اسلامی واحد پردیس، تهران، ایران. (نویسنده مسئول: [Latifisaheed93@yahoo.com](mailto:Latifisaheed93@yahoo.com))

<sup>۲</sup> مدرس دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، چالوس، ایران.

## ۱. مقدمه

بعد از انقلاب صنعتی، شرکت‌ها رشد کرده و از حالت تک یا چند مالکی خارج شده و به سمت شرکت‌های سهامی حرکت کرده‌اند. حضور تعداد زیادی از سهام داران شرکت باعث شده که توانایی اداره شرکت از اختیارات سهام داران خارج گردد از این رو مدیرانی تحت عنوان نماینده یا کارگزار در شرکت‌ها به نیابت از خودشان انتخاب کرده‌اند. انتخاب مدیران منجر به تئوری نمایندگی شده است. مطابق با تئوری نمایندگی یک سری اطلاعات نهانی در اختیار مدیران قرار دارد که سهام داران بالفعل و بالقوه از آن بی‌خبرند به چنین رویدادی عدم تقارن اطلاعاتی گفته می‌شود. وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث می‌شود که اطلاعات به موقع و قابل اتکا که از خصوصیات کیفی صورت‌های مالی می‌باشد در اختیار سهام داران و بازار سرمایه برای تصمیم‌گیری و تخصیص بهینه منابع قرار نگیرد. شرکت‌هایی که به صورت انتفاعی فعالیت می‌کنند تمایل دارند که ارزش شرکت را افزایش داده و به مأموریت و رسالت خود در بلند مدت برسند. وجود عدم تقارن سبب می‌شود که یک سری از اطلاعات واقعی و درست برای تخصیص بهینه و همچنین تصمیمات اقتصادی در اختیار سهام داران قرار نگیرد و همین امر باعث شود که ارزش شرکت کمتر از ارزش ذاتی یا واقعی برآورد یا سنجیده شود. از منظر کاربردی و تئوری کاهش عدم تقارن اطلاعاتی یا عدم تقارن اطلاعاتی صحیح منجر به تخصیص بهینه سرمایه در بازار سرمایه و که این امر خود به خود منجر به حفظ ارزش شرکت‌ها و همچنین افزایش ارزش آنها خواهد شد. با توجه به مطالب فوق مساله اصلی این است که عدم تقارن اطلاعاتی چه رابطه‌ای با ارزش شرکت دارد و چه عواملی می‌تواند بر روابط بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت تاثیر بگذارد.

## ۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

موضوع بازارهای نامتقارن، مساله‌ای بسیار مهم است که با پیچیده شدن کالاها و خدمات و از طرف دیگر، پیچیده شدن مکانیزم مبادله، روز به روز بر اهمیت آن افزوده شده و نیاز به توجه بیشتر و ارائه راهکارهای جدیدتری را از سوی بازیگران بازار، یعنی فروشندگان، خریداران، نهادهای قانونی، مدیران و اعتباردهندگان و نهایتاً دولت، می‌طلبد. عدم تقارن اطلاعات پيامدهای نامطلوب مختلفی را از قبیل کاهش کارایی بازار، افزایش هزینه‌های معاملاتی، ضعف بازار، نقدشوندگی پایین و به طور کلی، کاهش سود حاصل از معاملات در بازارهای سرمایه، در پی دارد. مطالب یاد شده می‌تواند بیانگر اهمیت موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و تاثیر غیرقابل انکار آن بر تصمیم‌گیری‌های اقتصادی، باشد. (خدماتی پور و قدیری، ۱۳۸۹). در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران و همچنین حسابرسان احتمال وجود هزینه‌ها و زیان‌های شناسایی نشده و محتمل را نیز مد نظر قرار می‌دهد. حسابداری محافظه کارانه به سرمایه‌گذاران این اطمینان را می‌دهد که درآمدها بیش از واقع و هزینه‌ها کمتر از واقع ارائه نشده‌اند؛ به عبارت دیگر اغلب عدم تقارن اطلاعاتی از ماهیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت نشأت می‌گیرد. عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر به دلیل اختیارات رشد، فرصت‌های بیشتری را برای هموار سازی سود و انتقال ثروت به مدیریت از طریق معاملات داخلی و پاداش اضافی فراهم می‌کند. موقعیت‌های رشد بزرگتر یک شرکت، باعث جریان‌های نقدی آتی غیر قابل تایید بیشتری می‌شود و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری میان مدیران و سهامداران به وجود می‌آورد (لافوند و واتز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). وجود عدم تقارن سبب می‌شود که یک سری از اطلاعات واقعی و درست برای تخصیص بهینه و همچنین تصمیمات اقتصادی در اختیار سهام داران قرار نگیرد و همین امر باعث شود که ارزش شرکت کمتر از ارزش ذاتی یا واقعی برآورد یا سنجیده شود. از منظر کاربردی و

<sup>1</sup>- LaFond & Watts

تئوری کاهش عدم تقارن اطلاعاتی یا عدم تقارن اطلاعاتی صحیح منجر به تخصیص بهینه سرمایه در بازار سرمایه و که این امر خود به خود منجر به حفظ ارزش شرکت‌ها و همچنین افزایش ارزش آنها خواهد شد

### پژوهش‌های انجام شده در مورد تحقیق

#### - پژوهش‌های انجام شده در خارج از کشور

ساموئل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقی خود مبنی بر نقش تعدیلی اهرم مالی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی با ارزش شرکت به این نتیجه دست یافتند عدم تقارن اطلاعاتی ارزش شرکت را کاهش می‌دهد به عبارتی رابطه منفی و معناداری بین ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر روی ارزش شرکت دارد و همچنین تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر روی ارزش شرکت زمانی که فرصت رشد بیشتر است، بیشتر از حالتی است که فرصت رشد کمتری دارند. اشمید و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "راهبری شرکتی و ارزش شرکت"، تأثیر ارتباط میان راهبری شرکتی و ارزش شرکتها را در ۶۶۶۳ مشاهده (شرکت - سال) در میان ۲۲ کشور توسعه یافته با استفاده از شاخص Q توپین در سالهای ۲۰۰۳ - ۲۰۰۷ بررسی کرده‌اند. داده‌های راهبری شرکتی مورد استفاده در آزمون فرضیه‌ها از شاخص بین المللی راهبری شرکتی از وبگاه دریافت شده است. این شاخصها در ۶ زیربخش شامل پاسخگویی هیأت مدیره، افشای مالی و ۳ GMI کنترل داخلی، حقوق سهامداران، حق الزحمه مدیر عامل و هیأت مدیره، کنترل بیرونی و رفتار اجتماعی شرکت طبق هبندی شده است. یافته‌های آنها رابطه مثبت معنادار بین تمامی ویژگی راهبری شرکتی و همچنین رفتار اجتماعی شرکت‌ها با ارزش شرکت را نشان می‌دهد. ایمان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) در تحقیق خود مبنی بر افشای اختیاری و نقدینگی بازار، به این نتیجه دست یافتند که با افزایش سطح افشای شرکت‌ها، شکاف قیمت پیشنهادی عرضه و تقاضا، کاهش می‌یابد که این عاملی است در افزایش حجم مبادلات سهام در بازار که اصطلاحاً به آن «نقدینگی بازار» گفته می‌شود. در تحقیق مشابهی باتاچاریا و همکارانش<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) رابطه میان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کردند. با بررسی داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک برای دوره ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۴ آنها مدارکی یافتند که نشان می‌داد، کیفیت پایین سود بطور با اهمیتی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا مرتبط است. بن علی<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی آمریکایی در فرانسه هزینه‌های نمایندگی و تقاضای افشای بهتر و مفیدتر را کاهش و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند.

#### - پژوهش‌ها انجام شده در ایران

حاجیه‌ها و مرادیان (۱۳۹۳) هدف این پژوهش، بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات بر رابطه بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ می‌باشد. این پژوهش در پی پاسخ به این سوال می‌باشد که آیا در صورت وجود عدم تقارن اطلاعات رابطه معناداری بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری وجود دارد یا خیر؟ در این تحقیق ابتدا رابطه مستقیم بین ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری و سپس اثر متقابل عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری بررسی شده است. جامعه آماری تحقیق شامل ۹۹ شرکت می‌باشد. تحقیق حاضر از نوع تحقیقات کاربردی و از نظر ماهیت و روش، تحقیقی توصیفی-همبستگی

<sup>1</sup> Samuel et al

<sup>2</sup> Schmid,

<sup>3</sup> Ayman et al

<sup>4</sup> Bhattacharya

<sup>5</sup> Ben Ali

است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها و تخمین ضرایب با استفاده از تجزیه و تحلیل پانل ورگرسیون حداقل مربعات معمولی نشان می دهد، عدم تقارن اطلاعات، موجب کاهش تاثیر ارزش شرکت بر سرمایه گذاری می شود؛ بنابراین در موقعیتی که عدم تقارن اطلاعات بالاست، مدیران تخمینی محافظه کارانه از اطلاعات بازار ایجاد خواهند کرد. از این رو عدم تقارن اطلاعات به طور بالقوه می تواند منجر به اشتباهات یا ریسک های بزرگی گردد. خواجهی و علیزاده (۱۳۹۳) در پژوهشی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس تهران را مورد بررسی قرار دادند. یافته های پژوهش بیانگر آن بود که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. توکل نیا و تیرگری (۱۳۹۳) به بررسی اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. هدف اصلی این پژوهش، آزمون ارتباط انحنایی بین اهرم مالی و سطح نگهداشت وجه نقد است. علاوه بر این، ارتباط انحنایی بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت نیز آزمون می شود. نمونه مورد استفاده دربرگیرنده ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ است و برای پردازش و آزمون فرضیات از رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر ارتباط یو (U) شکل بین اهرم مالی و سطح نگهداشت وجه نقد و بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت است. جلیلی و همکاران (۱۳۹۲) پژوهش حاضر به بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، حجم معاملات و نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. یافته های پژوهش حاضر حاکی از آن است که بین معاملات سهام و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد و همچنین رابطه منفی و معنی داری بین نقدشوندگی سهام و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که با افزایش میزان معاملات سهام و نقدشوندگی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد خدای پور و محرومی (۱۳۹۱) تأثیر افشای داوطلبانه را بر مربوط بودن سود هر سهم بررسی کردند. جامعه مورد بررسی شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۸۹ می باشد. نتایج بیانگر این بود که افشای داوطلبانه اثر معناداری بر مربوط بودن سود هر سهم ندارد. یک دلیل مهم برای این نتیجه گیری، می تواند ناتوانی سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از گزارش های مالی در استفاده از اطلاعات حسابداری افشا شده باشد. رحیمیان و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس تهران پرداختند. جامعه مورد بررسی شامل ۵۹ شرکت در طی بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۸ است. نتایج این پژوهش نشان داد که بین میزان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط معناداری وجود دارد و کاهش کیفیت سود منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می شود

### ۳. روش شناسی پژوهش

#### - نوع روش تحقیق

. این تحقیق از نوع کاربردی است و داده های آن با استفاده از رویکرد گذشته نگر (از طریق اطلاعات گذشته) مورد مطالعه قرار خواهد گرفت. روش گردآوری اطلاعات از نوع تحقیقات توصیفی - همبستگی بوده و هدف اصلی آن تعیین وجود نوع رابطه (معنادار بودن یا نبودن) بین متغیرهای مورد آزمون است.

#### - جامعه و نمونه آماری تحقیق

کلیه شرکت های عضو جامعه آماری که دارای شرایط ذیل بوده اند به عنوان نمونه انتخاب گردیده اند:

۱. از ابتدای سال ۱۳۹۰ جزو شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران باشند.
۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد. علت ایجاد این محدودیت این است که در محاسبه متغیرها، به خصوص بازده تا حد امکان دوره‌های زمانی مشابه باشند و شرایط و عوامل فصلی در انتخاب عوامل و متغیرها اثرگذار نباشد.
۳. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، موسسات مالی و...) به دلیل ساختار منحصر به فردی که دارند، از نمونه مطالعه حذف گردیده است.

#### - روش و ابزار گردآوری داده‌ها

روش جمع‌آوری اطلاعات شامل روش کتابخانه‌ای و روش میدانی است. در این پژوهش، در بخش ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق از روش کتابخانه‌ای و در بخش اصلی پژوهش، به منظور جمع‌آوری داده‌ها، از روش میدانی استفاده می‌شود. همچنین اطلاعات مورد نیاز برای آزمون متغیرهای تحقیق از طریق بانک‌های اطلاعاتی موجود از جمله نرم افزار ره‌آورد نوین، سایت [www.irbourse.com](http://www.irbourse.com)، سایت [www.codal.ir](http://www.codal.ir) و سایت [www.Fipiran.com](http://www.Fipiran.com) جمع‌آوری می‌شود.

#### - روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

#### - فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اول:** بین عدم تقارن اطلاعاتی با ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم:** اهرم مالی موجب تعدیل اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت می‌شود.
- فرضیه سوم:** تأثیر مثبت اهرم مالی بر ارزش شرکت بوسیله عدم تقارن اطلاعاتی تعدیل می‌شود.
- فرضیه چهارم:** تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت، در شرکت‌های با فرصت رشد بالاتر، بیشتر است.

#### - مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه

فوسو و همکاران (۲۰۱۶) برای آزمون فرضیه‌ها از مدل (Maury and Pajuste (2005) استفاده کردند.

بنابراین برای آزمون فرضیه اول به پیروی از مدل (Maury and Pajuste (2005) داریم:

$$Value_{it} = \alpha + \beta_1 Lev_{it} + \sum_{k=2}^4 \beta_k Controls_{kit} + \gamma Asy_{it} + \varepsilon_{it}$$

همچنین برای آزمون فرضیه دوم داریم:

$$\varepsilon_{it} Lev_{it} * Asy_{it} + \phi Value_{it} = \alpha + \beta_1 Lev_{it} + \sum_{k=2}^4 \beta_k Controls_{kit} + \gamma Asy_{it} +$$

با توجه به مدل‌های ارائه شده برای فرضیه اول و دوم، فرضیه سوم را مورد بررسی و آزمون قرار می‌دهیم.

برای آزمون فرضیه چهارم از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$high\ growth + \beta_3 high \uparrow Value_{it} = \alpha + \beta_1 Lev_{it} + \sum_{k=2}^4 \beta_k Controls_{kit} + \gamma Asy_{it} + \beta high\ growth * asy + \varepsilon_{it}$$

که در روابط فوق متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها به شرح زیر می‌باشد:

#### Value<sub>it</sub>: ارزش شرکت

که برابر است با نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها. (ارزش بازار دارایی‌ها = مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بعلاوه ارزش دفتری بدهی).

### Asy<sup>۱</sup>: عدم تقارن اطلاعاتی

در ادبیات مالی برای اندازه گیری سطح عدم تقارن اطلاعاتی در بازار معیار های متعددی مطرح شده است. از آنجا که سطح عدم تقارن اطلاعاتی به طور مستقیم قابل مشاهده نیست، از این رو محققین از برخی متغیر های شاخص (نماینده) برای سنجش آن استفاده نموده اند. یکی از این معیار ها، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می باشد. مدل دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام در سال ۱۹۸۶، در تحقیق وینکاتش و چیانگ<sup>۲</sup>، مطرح گردید. پس از آن ها، محققان متعددی مانند آبیانکار و همکارانش<sup>۳</sup> (۱۹۹۷)، یوانگ و استول<sup>۴</sup> (۲۰۰۰)، واسان و بون<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) و جایارامان<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) از این روش برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی، بهره گرفته اند. در ایران نیز قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴)، احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵)، رضازاده و آزاد (۱۳۸۷) و رحیمیان و سالکی (۱۳۸۸) از این روش برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده کرده اند. نحوه محاسبه این مدل به صورت زیر است: (خدای پور و قدیری، ۱۳۸۹)

$$SPREAD_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{t=1}^{D_{i,t}} \frac{(Ask - Bid)}{2}$$

در این رابطه  $SPREAD_{i,t}$ : دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

(Ask) میانگین موزون ۳ یا ۵ قیمت پیشنهادی فروش روزانه سهام شرکت  $i$ .

(Bid) میانگین موزون ۳ یا ۵ قیمت پیشنهادی خرید روزانه سهام شرکت  $i$ .

( $D_{i,t}$ ) تعداد روز هایی از سال  $t$  که در آن، بهترین قیمت پیشنهادی خرید و بهترین قیمت پیشنهادی فروش، برای شرکت  $i$  موجود باشد.

روند محاسبه دامنه ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، بدین صورت است که ابتدا داده های روزانه ی مربوط به قیمت های پیشنهادی خرید و فروش سهام برای هر یک از شرکت های نمونه، در طول هر سال استخراج و سپس برای روز هایی از سال که معیار های زیر صادق باشند، «میانگین موزون ۳ الی ۵ قیمت پیشنهادی خرید» به عنوان «بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام» و «میانگین موزون ۳ الی ۵ قیمت پیشنهادی فروش» به عنوان «بهترین قیمت پیشنهادی فروش» آن روز، تعیین گردیده است.

۱. هر دو قیمت پیشنهادی خرید سهام و قیمت پیشنهادی فروش سهام در روز مورد نظر، برای شرکت مربوط موجود باشد.

۲. قیمت های پیشنهادی خرید و فروش سهام در بازه زمانی جلسه رسمی معاملاتی بورس در قلمرو زمانی تحقیق (ساعت ۹:۰۰ تا ۱۲:۰۰) باشد.

<sup>1</sup> Information asymmetry

<sup>2</sup> Winkatshe and Chiang

<sup>3</sup> Abyankar at al

<sup>4</sup> Huang and Stool

<sup>5</sup> esan and boon

<sup>6</sup> Jayaraman

دومین روش برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرات قیمت است که روش پیشنهادی آمیهود<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) می باشد. بر طبق یافته های آمیهود، این معیار برای بازار هایی مناسب است که فاقد زیر ساخت های کلان بازار سرمایه بوده و بازار سرمایه توسعه یافته ای ندارند که نحوه محاسبه آن به شرح زیر است:

$$ILLIQ_{j,t} = \frac{1}{D_{j,t}} \sum_{d=1}^{D_{j,t}} \frac{|r_{j,d,t}|}{V_{j,d,t}}$$

که در رابطه فوق داریم:

$D_{j,t}$ : تعداد روزهایی از سال  $t$  که در آن، معاملات شرکت انجام می شود.

$r_{j,d,t}$ : بازده روزانه سهام.

$V_{j,d,t}$ : حجم معاملاتی در میلیون ریال.

که در این پژوهش، از روش اول برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده می کنیم.

$Lev_{it}$ : اهرم مالی شرکت

عبارتست از نسبت ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی ها.

متغیر های کنترلی عبارتند از:

**Size**: اندازه شرکت که عبارتست از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی.

**Tangibility**: دارایی های مشهود که عبارتست از نسبت دارایی های مشهود به کل دارایی ها.

**Sales growth rate (Growth)**: نرخ رشد فروش که عبارتست از نرخ رشد سالانه فروش شرکت.

#### ۴. یافته های پژوهش

- آمار توصیفی داده ها

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| نام متغیر          | نماد   | تعداد مشاهدات | میانگین  | میانه     | حداکثر  | حداقل    | انحراف معیار |
|--------------------|--------|---------------|----------|-----------|---------|----------|--------------|
| عدم تقارن اطلاعاتی | ASY    | ۵۵۰           | ۰,۱۷۵۰۵۹ | ۰,۲۰۹۴۹۵۹ | ۰,۴۸۵۹۰ | ۰,۰۵۶۸۹۵ | ۰,۲۳۴۵۳۵     |
| رشد فروش           | GROUTH | ۵۵۰           | ۰,۰۷۶۸۶  | -         | ۲,۵۴۸۲۸ | -        | ۰,۴۵۶۱۲      |
|                    |        |               | ۷        | ۰,۰۲۶۳۵۲  | ۱       | ۰,۷۱۱۰۶۶ | ۴            |
| اهرم مالی          | LEV    | ۵۴۵           | ۰,۵۸۷۳۴  | ۰,۵۹۱۷۵۴  | ۰,۸۷۷۵۰ | ۰,۰۹۰۱۶۴ | ۰,۲۱۸۵۸      |
|                    |        |               | ۱        |           | ۶       |          | ۹            |

<sup>1</sup>Amihud

| نام متغیر                   | نماد        | تعداد مشاهدات | میانگین      | میانه    | حداکثر       | حداقل    | انحراف معیار |
|-----------------------------|-------------|---------------|--------------|----------|--------------|----------|--------------|
| اندازه شرکت                 | SIZE        | 550           | 14.2285<br>3 | 14.02078 | 19.1062      | 10.50455 | 1.54378<br>3 |
| نسبت دارایی مشهود به دارایی | TANGIBALITY | 550           | 0.26311<br>6 | 0.225835 | 0.84963<br>4 | 0.001735 | 0.17728<br>3 |
| ارزش شرکت                   | VALUE       | 550           | 1.88049<br>6 | 1.626016 | 6.93812<br>6 | 0.662047 | 0.90503      |

در جدول (۱) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. نتایج نشان می دهد که در شرکت های مورد بررسی، به طور متوسط تقریباً ۵۸٪ منابع مالی شرکت ها از طریق بدهی تأمین مالی شده است. میانه اهرم مالی برابر با ۰٫۵۹ می باشد که نشان دهنده این است نیمی از داده ها بیشتر از این مقدار و نیمی از داده ها کمتر از این مقدار می باشد. حداکثر اهرم مالی برابر با ۰٫۸۷ و حداقل اهرم مالی برابر با ۰٫۰۹ درصد می باشد. انحراف معیار برای اهرم مالی ۰٫۲۱ می باشد که دهنده ی داده های پرت کم و قابل قبولی می باشد. بقیه متغیرها به همین شیوه تفسیر می گردد.

## ۵. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

### نتایج آزمون فرضیه ی اول

#### جدول (۲): نتایج تخمین مدل اول پژوهش

| $Value_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Asy_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 size_{i,t} + \beta_4 Tangibility_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ |      |              |                |             |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------|----------------|-------------|------------|
| متغیر وابسته: ارزش شرکت<br>روش: رگرسیون حداقل مربعات معمولی (تابلویی - اثرات ثابت)<br>دوره زمانی: ۱۳۹۰-۱۳۹۴      تعداد مشاهدات: ۵۵۰  |      |              |                |             |            |
| متغیر                                                                                                                                | نماد | ضریب برآوردی | خطای استاندارد | آماره t     | احتمال     |
| مقدار ثابت (عرض از مبدأ)                                                                                                             | C    | ۴.۲۹۱۱۸۹     | ۲۳۵۹۹۶.۰       | ۱۸<br>۱۸۳۳۳ | ۰.۰۰۰<br>۰ |

|            |               |           |            |                     |                                   |
|------------|---------------|-----------|------------|---------------------|-----------------------------------|
| ۰.<br>۰۰۸۱ | -<br>۶۵۵۱۰۴.۲ | ۰.۲۹۴۱۱.۰ | ۰.۷۸۰۸۹۰.- | $Asy_{i,t}$         | عدم تقارن اطلاعاتی                |
| ۰.<br>۳۷۱۰ | ۰.<br>۸۹۵۱۷۱  | ۰.۰۰۴۸۶.۰ | ۰.۰۰۴۳۵۰.  | $Lev_{i,t}$         | اهرم مالی                         |
| ۰.۰۲۳۶     | ۲.۲۶۹۷۶۸      | ۰.۰۰۸۷۹۵  | ۰.۰۱۹۹۶۲   | $size_{i,t}$        | اندازه شرکت                       |
| ۰.۰<br>۳۳۶ | ۲.<br>۷۸۳۴۹۲  | ۰.۴۴۲۸۰.۰ | ۰.۱۲۳۲۷.۰  | $Tangibility_{i,t}$ | نسبت دارایی مشهود<br>به دارایی ها |
| ۲۴۷۰.۳۷۰.  |               |           |            |                     | ضریب تعیین تعدیل<br>شده           |
| ۴۵۵۸۸۲.۲   |               |           |            |                     | دوربین-واتسون                     |
| ۳۱۲۹.۳۲۹   |               |           |            |                     | آماره F                           |
| ۰۰۰.۰۰۰۰   |               |           |            |                     | احتمال (آماره F)                  |

**در جدول (۲)، مقدار احتمال (یا سطح معنی داری)  $F$  برابر ۰.۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰.۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲.۴۵۵۹ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۲۴.۷٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند. نتایج نشان می دهد که به غیر از متغیرهای اندازه شرکت و نسبت دارایی مشهود به سرمایه گذاری، مابقی متغیر موجود در مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیستند. نتایج حاصل از متغیرهای نشان می دهد که نسبت دارایی مشهود به دارایی و اندازه شرکت با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارند؛ به عبارت دیگر، با افزایش نسبت دارایی مشهود به دارایی و اندازه شرکت متغیر وابسته یا ارزش شرکت افزایش می یابد. در حالت کلی نتایج نشان می دهد که ضریب عدم تقارن اطلاعاتی برابر با ۰.۷۸۰۸۹- بوده که نشان دهنده تأثیر منفی عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت می باشد و همچنین با توجه به احتمال آماره  $t$  ضریب متغیر عدم تقارن اطلاعاتی در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می باشد.**

با توجه به تفاسیر بالا می توان بیان نمود، بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین می توان اینگونه بیان کرد، با ۱ درصد افزایش در عدم تقارن اطلاعاتی، ارزش شرکت به میزان ۷.۸۱ درصد کاهش می یابد. در نهایت فرضیه اول که بیان می کند: **بین عدم تقارن اطلاعاتی با ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، تایید می گردد.**

## نتایج آزمون فرضیه ی دوم

## جدول (۳): نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

| $Value_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Asy_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} * Asy_{i,t,i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 size_{i,t} + \beta_5 Tangibility_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ |                                                |                 |                   |           |        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------|-------------------|-----------|--------|
| متغیر وابسته: ارزش شرکت<br>روش: رگرسیون حداقل مربعات معمولی (تابلویی - اثرات ثابت)<br>دوره زمانی: ۱۳۹۰-۱۳۹۴      تعداد مشاهدات: ۵۵۰                                      |                                                |                 |                   |           |        |
| متغیر                                                                                                                                                                    | نماد                                           | ضریب<br>برآوردی | خطای<br>استاندارد | آماره t   | احتمال |
| مقدار ثابت (عرض از مبدأ)                                                                                                                                                 | C                                              | ۰.۰۹۵۸۵۴        | ۰.۰۲۷۴۸۳          | ۳.۴۸۷۷۹۴  | ۰.۰۰۰۵ |
| عدم تقارن اطلاعاتی                                                                                                                                                       | Asy <sub>i,t</sub>                             | -۰.۰۲۰۹۵۶       | ۰.۰۰۸۰۰۲          | -۲.۶۱۸۸۳۳ | ۰.۰۰۹۱ |
| اهرم مالی * عدم تقارن<br>اطلاعاتی                                                                                                                                        | Lev <sub>i,t</sub><br>* Asy <sub>i,t,i,t</sub> | -۰.۰۰۳۵۵۲       | ۰.۰۱۱۷۹۱          | -۰.۳۰۱۲۲۱ | ۰.۷۶۳۴ |
| اهرم مالی                                                                                                                                                                | Lev <sub>i,t</sub>                             | ۰.۱۵۷۹۰۷        | ۱۲۳۷۴۸۰.          | ۲۷۶۰۲۸۱   | ۲۳۲۱۰. |
| اندازه شرکت                                                                                                                                                              | size <sub>i,t</sub>                            | ۵۲۹۲۱۰.۰        | ۰.۰۰۷۴۵           | ۵۱۶۶۳۰.۲  | ۱۲۰۰.  |
| نسبت دارایی مشهود به<br>دارایی ها                                                                                                                                        | Tangibility <sub>i,t</sub>                     | ۰.۰۰۱۰۷۵        | ۰.۰۰۰۳۰۷          | ۳.۵۰۳۷۱۹  | ۰.۰۰۰۵ |
| ضریب تعیین تعدیل شده                                                                                                                                                     | ۰.26۹254                                       |                 |                   |           |        |
| دوربین-واتسون                                                                                                                                                            | ۲.۱۶۵۴۷۵                                       |                 |                   |           |        |
| آماره F                                                                                                                                                                  | ۱۲۷.۷۶۴۴                                       |                 |                   |           |        |
| احتمال (آماره F)                                                                                                                                                         | ۰.۰۰۰۰                                         |                 |                   |           |        |

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۳) بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰.۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰.۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲.۱۶۵۴۷۵ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۲۷٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند. نتایج نشان می دهد که به غیر از متغیرهای اندازه شرکت، نسبت دارایی مشهود به دارایی ها مابقی متغیرهای موجود در مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیستند. در

حالت کلی نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر اهرم مالی \* عدم تقارن اطلاعاتی،  $-0.003552$  - بوده است که نشان دهنده تأثیر منفی متغیر اهرم مالی \* عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت می باشد و با توجه به احتمال آماره  $t$  ضریب متغیر اهرم مالی \* عدم تقارن اطلاعاتی در سطح اطمینان  $95\%$  در مدل معنادار نمی باشد. این موضوع نشان دهنده این است که از لحاظ آماری، بین متغیر اهرم مالی \* عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. (به دلیل بیشتر از  $5\%$  درصد بودن احتمال متغیر مربوطه).

در نتیجه فرضیه دوم که بیان می کند: اهرم مالی موجب تعدیل اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت می شود، رد می گردد.

### نتایج آزمون فرضیه ی سوم

**فرضیه سوم:** تأثیر مثبت اهرم مالی بر ارزش شرکت بوسیله عدم تقارن اطلاعاتی تعدیل می شود. فرضیه سوم در صورتی قابل تفسیر می باشد که پیش شرط آن فرضیه دوم تایید گردد. با توجه به فرضیه دوم، عدم وجود رابطه و همچنین نداشتن اثر تعدیلی اهرم مالی بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت، خود به خود این فرضیه رد می گردد و نمیتوانیم آن را تفسیر کنیم.

### نتایج آزمون فرضیه ی چهارم

#### جدول (۴): نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

| $Value_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Asy_{i,t} + \beta_2 high\ growth_{i,t} + \beta_3 high\ growth_{i,t} * Asy_{i,t,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 size_{i,t} + \beta_5 Tangibility_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ |                              |              |                |               |         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|--------------|----------------|---------------|---------|
| متغیر وابسته: ارزش شرکت<br>روش: رگرسیون حداقل مربعات معمولی (تابلویی - اثرات ثابت)<br>دوره زمانی: ۱۳۹۰-۱۳۹۴<br>تعداد مشاهدات: ۵۵۰                                                                            |                              |              |                |               |         |
| متغیر                                                                                                                                                                                                        | نماد                         | ضریب برآوردی | خطای استاندارد | آماره $t$     | احتمال  |
| مقدار ثابت (عرض از مبدأ)                                                                                                                                                                                     | $C$                          | ۴.۲۹۱۱۸۹     | ۲۳۵۹۹۶.۰       | ۰.۱۸<br>۱۸۳۳۳ | ۰.۰۰۰۰  |
| عدم تقارن اطلاعاتی                                                                                                                                                                                           | $Asy_{i,t}$                  | ۰.۰۲۰۹۵۶     | ۰.۰۰۸۰۰۲       | ۲.۶۱۸۸<br>۳۳  | ۰.۰۰۹۱  |
| رشد فروش                                                                                                                                                                                                     | $high\ growth$               | ۰.۷۸۰۸۹۰.    | ۰.۲۹۴۱۱.۰      | ۰.۲<br>۶۵۵۱۰۴ | ۰.۰۸۱۰. |
| رشد فروش * عدم تقارن اطلاعاتی                                                                                                                                                                                | $high\ growth * Asy_{i,t,t}$ | -۰.۰۰۵۳      | ۰.۰۰۱۹۶        | -<br>۲.۶۹۸۷۰  | ۰.۰۰۴۱  |

|          |                |          |          |                     |                                |
|----------|----------------|----------|----------|---------------------|--------------------------------|
| ۰۰۲۱۰.   | ۰.۳<br>۰.۹۰۱۲۴ | ۰۱۱۸۶۱۰. | ۰۳۶۶۵۱۰. | Lev <sub>i,t</sub>  | اهرم مالی                      |
| ۴۳۳۶۰.   | ۰.<br>۷۸۳۴۹۲   | ۰۱۵۷۳۳۰. | ۰۱۲۳۲۷۰. | size <sub>i,t</sub> | اندازه شرکت                    |
| ۳۷۱۰۰.   | ۰.<br>۸۹۵۱۷۱   | ۰۰۰۴۸۶۰. | ۰۰۰۴۳۵۰. | Tangibility         | نسبت دارایی مشهود به دارایی ها |
| ۰.297587 |                |          |          |                     | ضریب تعیین تعدیل شده           |
| ۲.۶۴۵۴۶۹ |                |          |          |                     | دوربین-واتسون                  |
| ۴,۴۴۶    |                |          |          |                     | آماره F                        |
| ۰.۰۰۰۰   |                |          |          |                     | احتمال (آماره F)               |

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۴) بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰,۰۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲.۶۴۵۴۶۹ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۲۹٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند. در حالت کلی نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر رشد فروش\* عدم تقارن اطلاعاتی، ۰.۰۰۵۳- بوده است که نشان دهنده تأثیر منفی متغیر رشد فروش\* عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت می باشد و با توجه به احتمال آماره  $t$  ضریب متغیر رشد فروش\* عدم تقارن اطلاعاتی در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می باشد. این موضوع نشان دهنده این است که از لحاظ آماری، بین متغیر رشد فروش\* عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. (به دلیل کمتر از ۵ درصد بودن احتمال متغیر رشد فروش\* عدم تقارن اطلاعاتی).

بین متغیر رشد فروش\* عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین می توان اینگونه بیان کرد، با ۱ درصد افزایش در عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های با فرصت رشد بالا، ارزش شرکت به میزان ۰,۵ درصد کاهش می یابد. با توجه به فرضیه اول که با افزایش ۱ درصد در عدم تقارن اطلاعاتی، ارزش شرکت به میزان ۷,۸۱ کاهش می یابد. در جدول (۴) مشاهده شده است که اثر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های با فرصت رشد بالا، کمتر است. در نهایت فرضیه سوم که بیان می کند: اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت، در شرکت های با فرصت رشد بالاتر، بیشتر است، تایید نمی گردد.

## ۶. بحث و نتیجه گیری:

یکی از اهداف مهم گزارشگری مالی، ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم گیری است. استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری بر اساس اطلاعات گزارش شده در صورت های مالی می باشد. به سبب نقش انکار ناپذیری که اطلاعات در بازار سرمایه دارد، گفته می شود که گران ترین دارایی در بورس، اطلاعات است. در بورس اوراق بهادار، اگر اطلاعات

در مورد سهام را نهاده تلقی کنیم، قیمت سهام ستاده یا محصول خواهد بود. قیمت اوراق بهادار به اطلاعاتی ارتباط می یابد که سرمایه گذاران برای تصمیم گیری، از آن برخوردارند. اطلاعات، تعیین قیمت و تغییر قیمت را توجیه می کند؛ بنابراین، سرمایه گذاران مطلع، راهبردهای خود را بر مبنای به کارگیری اطلاعات جدید، تدوین و توجیه می کنند. بر این اساس آنان که سریع تر به اطلاعات دست یافته اند از نوعی مزیت برخوردار شده اند، زیرا زودتر از دیگران می توانند قیمت آتی اوراق بهادار، یعنی قیمتی را که پس از انتشار عمومی اطلاعات شکل می گیرد را پیش بینی کنند (اطلاعیه سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). مبنای تصمیم گیری مشارکت کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که از سوی بورس ها، ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و واسطه های فعال در این بازارها، منتشر می شود. بهره گیری از این اطلاعات و به عبارتی، تصمیم گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان پذیر است که اطلاعات یاد شده به موقع، مربوط، بااهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد. از سوی دیگر، نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات نیز حایز اهمیت است. در صورتی که انتقال اطلاعات به صورت نابرابر و نامتقارن، بین افراد صورت گیرد می تواند نتایج متفاوتی را نسبت به یک موضوع واحد سبب شود (خدای پور و قدیری، ۱۳۸۹). در میان بازارها، بازاری که نیاز به شفافیت اطلاعاتی جهت تصمیم گیری افراد و سازمان ها را شدیداً در خود احساس می کند، بازار سرمایه است. بازار سرمایه، به مثابه ی بخشی از بازارهای مالی، نقش مهمی را در اقتصاد بازی می نماید. بازار سرمایه در کنار سایر بازارهای مالی، جریان منابع مالی متناسب با میزان فعالیت های اقتصادی را تنظیم می کند. از طریق چنین بازارهایی است که پس اندازهای افراد و سازمان ها در بخش های مختلف اقتصاد ملی، برای سرمایه گذاری در صنعت به شرکت ها منتقل می شود (ابراهیمی نژاد و خلیفه، ۱۳۸۸). با افزایش عدم تقارن اطلاعات، درک موقعیت واقعی سرمایه گذاران بازار، برای مدیران مشکل خواهد بود؛ بنابراین در موقعیتی که عدم تقارن اطلاعات بالاست، مدیران تخمینی محافظه کارانه از اطلاعات بازار ایجاد خواهند کرد. از این رو عدم تقارن اطلاعات به طور بالقوه می تواند منجر به اشتباهات یا ریسک های بزرگی گردد. در دنیای اقتصاد امروزی و در شرایطی که هر روز محیط اقتصادی پیچیده تر و مبهم تر می شود، سرمایه گذاران و سایر ذینفعان همواره به دنبال متغیرها، اطلاعات و عواملی هستند که بتوانند آنها را در تصمیمات خود لحاظ کرده و گام به سوی تصمیمات بهینه تر، با سود حداکثر و ریسک حداقل بردارند. در فرضیه اول رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بررسی شد و نتایج حاصل نشان می دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. با توجه به ضرایب مدل دوم، اهرم مالی موجب تعدیل اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت نمی شود. در مدل سوم که ضرایب نشان داده که اهرم مالی نقش تعدیلی ندارد؛ و ضرایب در مدل آخر نشان داده است که اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت، در شرکت های با فرصت رشد، بالاتر نمی باشد. فرضیه اول نتایج تحقیق حاضر همسو با تحقیق ساموئل و همکاران (۲۰۱۶) و حاجیها و مرادیان (۱۳۹۳) می باشد. فرضیه دوم و سوم همسو با تحقیق ساموئل و همکاران (۲۰۱۶) و فرضیه چهارم در این تحقیق رد گردیده است ولی در تحقیق ساموئل و همکاران (۲۰۱۶) مورد تایید قرار گرفته است.

## منابع و مآخذ

۱. احمد پور، احمد و مریم عجم (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تهیدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۱۱، ص ۱۰۷-۱۲۵.
۲. احمدپور، احمد و رسائیان، امیر (۱۳۸۵). "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۴۶: ۶۰-۳۷.
۳. اسماعیلی، شاپور (۱۳۸۶). "کیفیت سود"، مجله حسابدار (۱۸۴)، سال بیست و یکم.
۴. اعتمادی، حسین و اکرم یار محمدی (۱۳۸۵). "بررسی عوامل موثر بر گزارشگری میان دوره ای بموقع در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره نوزدهم، شماره دوم، پیاپی ۳۸، ۸۷-۹۹.
۵. آذر، عادل و مومنی، منصور (۱۳۸۳). "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، جلد دوم، تهران، انتشارات سمت، چاپ هفتم.
۶. آزاد، عبدالله و رضازاده، جواد (۱۳۸۷). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۴، صص ۶۳-۸۰.
۷. حافظنیا، محمد رضا (۱۳۸۷). "مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی"، تهران، سمت، صفحه ۱۰۷-۸۵.
۸. خدای پور، احمد و قدیری، محمد (۱۳۸۹). "بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره دوم، ۲۹-۱.
۹. خوش طینت، محسن، فرزانه یوسفی اصل (۱۳۸۶). "رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه کاری"، فصل نامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۰، صص ۳۷-۵۹.
۱۰. دلاور، علی (۱۳۸۰). "مبانی نظری و علمی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی"، تهران، رشد، صص ۹۳-۷۷.
۱۱. رسائیان، امیر و حسینی، وحید (۱۳۸۷). "رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۵۳، ۶۷-۸۲.
۱۲. صفاریان، امیر (۱۳۸۲). "واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات مالی، ش ۱۶، صص ۶۱-۸۱.
۱۳. عزتی، مرتضی (۱۳۷۶). "روش پژوهش در علوم اجتماعی"، تهران، مؤسسه پژوهشات اقتصادی دانشگاه تربیت مدرس، چاپ اول.
۱۴. قائمی، محمد حسین و وطن پرست، محمد رضا (۱۳۸۴). "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، ش ۴۱، صص ۸۵-۱۰۳.
۱۵. گجراتی، دامور (۱۳۸۵). "مبانی اقتصاد سنجی"، ترجمه حمید ابریشمی، نشر دانشگاه تهران، چاپ چهارم، جلد دوم.
۱۶. مکرمی، یدالله (۱۳۸۱). "هدف از صورتهای مالی ویژگیهای کیفی اطلاعات مالی: بیانیه پیشنهادی هیئت استانداردهای حسابداری انگلستان"، حسابدار، دوره دهم، شماره ۱۱۰، صص ۱۳-۶.
۱۷. مهدوی، غلامحسین و جمالیان پور، مظفر (۱۳۸۹). "بررسی عوامل موثر بر سرعت گزارشگری مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۸۹-۱۰۸.

۱۸. نادری، عزت الله، سیف نراقی، مریم (۱۳۷۵). "روشهای پژوهش و چگونگی ارزشیابی آن در علوم انسانی"، تهران، دفتر پژوهشات و انتشارات بدر، چاپ سیزدهم.
۱۹. نوری فرد، یدالله (۱۳۷۷). "افشاء اطلاعات در گزارش گری های شرکت ها"، تهران، انتشارات موسسه حسابرسی تامین اجتماعی.
۲۰. وکیلی فرد، حمیدرضا و وهاب رستمی (۱۳۸۹). "تحلیل دامنه شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین اعضای حرفه، تهیه کنندگان و استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری بر پایه ویژگی های کیفی اطلاعات حسابداری و گزارشگری مالی". مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، ش ۶، ص ۱-۱۵.
۲۱. هنرمند، مهسا (۱۳۸۸). "بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با نوسانات بازده سهام و ارزش بازار شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.
22. Agca, S, Mozumber, A, (2007). "The impact of capital market imperfection on investment cash flow sensivity, Journal of banking & Finance 32, 207-216.
23. Akerlof, G., (1970), "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, Vol. 85, PP. 488-500.
24. Almutairi, A. R., Dunn, Kimberly A., Skantz, Terrance (2006). "Audit Quality and Information Asymmetry", School of Accounting, Florida Atlantic University
25. Amihud, Y., (2002). "Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects". Journal of Financial Markets 5, 31-56.
26. Armstrong, C, J., Core, D., Taylor and R, Verrecchia. (2011). "When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?". Journal of Accounting Research, Vol.49 B No.1, Pp1-40.
27. Ayman E. Haddad, Wasim K. AlShattarat, and Haitham Nobanee. (2009). "Voluntary Disclosure and Stock Market Liquidity: Evidence from the Jordanian Capital Market". International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, 5: 285-309.
28. Bagehot, W. (1971). "The only Game in Town", Financial Analysis Journal Vol.27, Pp12-14.
29. Ben Ali Chiraz. (2009). "Disclosure Quality and Corporate Governance in a Context of Minority Expropriation"; Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1406149>.
30. Bhattacharya, N, Desai. H., and Venkataraman, K (2009). "Earnings Quality and Information Asymmetry", Working Paper.
31. Brown, S. and Hillegiest, S. A. (2007). "How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry". Review of Accounting Studies, Vol. 12, pp. 443-477.
32. Cai Jie, Liu Yixin, Qian Yiming. 2008. "Information Asymmetry and Corporate Governance"; available at: <http://ssrn.com>.
33. Copeland, T. and Galai, E. (1983). Information Effects on the Bid-ask Spread, Journal of Finance, 38: 57-69
34. Dechow, P.M & Dichev Iliad (2002). "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors". The Accounting Review, Vol 77, Pp 35-39.
35. Dey A, (2005). "Corporate Governance and Financial Reporting Credibility". Working Paper, Northwestern University.
36. Diamond, D. W (1985). "Optimal Release of Information by Firms". Journal of Finance, 40, 4, pp:828-862
37. Dolgoplov, S (2003). "Insider Trading and the Bid-Ask Spread: A Critical Evaluation of Adverse Selection in Market Making". SSRN Working Paper Series, Rochester: Dec 2003.

38. Glosten, L & p, Milgrom. (1985). "Bid, Ask and Transaction Prices inn a Specialist Market with Heterogeneously Informed Investors". Journal of Financial Economics, 14: 71-100.
39. Healy, P.M, Paepu, K.G, (2000). "A review of the empirical disclosure literature. Prepared for the 2000 JAE conference. Working paper.
40. Jacobson, r. and d. Aaker (1993). "Myopic management behavior with efficient but imperfect financial market: a comparison of information asymmetries in the u.s and japan". Journal of Accounting economics,16,383-405.
41. Jiang, L. & J. B. Kim (2000). "Cross-corporate ownership, information asymmetry and the usefulness of accounting performance measures in Japan", Journal of Accounting, Vol. 35, PP. 85-95.
42. Kanagaretnam, Kiridaran, Lobo Gerald J., Whalen Dennis J.(2007)," Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?". Journal of Accounting and Public Policy; 26(4): 497-522.
43. Kim, w.(2002), "Do foreign investors perform better than locals? Information asymmetry investor sophistication and market liquidity?" [www.google.com](http://www.google.com).
44. Krinsky I, Lee J.(1996), " Earnings Announcements and Components of the Bidask Spread". Journal of Finance; 51(4): 1523-35.
45. Lafond,R and R, Watts (2008). "The Information Role of Conservatism. The Accounting Review, 83, 443\_478.
46. Lafond and Watts (2006). "The information Role of Conservatism". Published working paper. Institute of International Business National Cheng Kung University, Taiwan.
47. Lee, C., Mucklow, B. and Ready, M. (1993). "Spreads, Depths, and The Impact of Earnings Information: An intraday analysis". The Review of Financial Studies, 6 (2): 345-374.
48. Leftwich, R., Watts, R. and Zimmerman, J. (1981) "Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting", Journal of Accounting Research, 19(Supplement): 50-77.
49. Moerman, Regina wittonberg (2006). "The role of information asymmetry and financial reporting guality in debt trading", published working paper, the Wharton school, university of pensylvania.
50. Stoll, H., (1978). "The pricing of security dealer services: an empirical study of NASDAQ stocks". Journal of Finance 33, 53-72.
51. Tinic, S (1972). "The Economics of Liquidity Services". The Quarterly Journal of Economics, 86: 79-93.
52. Verrecchia, R (1982). "Information Acquisition in a Noisy Rational Expectations Economy". Econometrica, 50: 1415-1430.
53. Verrecchia, R (1982). "The Use of Mathematical Models in Financial Accounting". Journal of Accounting Research, Vol. 20, pp.1-42.
54. Welker, M. (1995); "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Markets". Contemporary Accounting Research, 11: 801-828.
55. Xinrog Qiang (2007). "The information vole of conditional and unconditional conservatism". Working paper: [www.google.com](http://www.google.com).

## The effect of information asymmetry on firm value with the moderating role of financial leverage

Saeed Latifi \*<sup>1</sup>  
Marzieh Alikhani <sup>2</sup>

Date of Receipt: 2019/03/28 Date of Issue: 2019/05/31

### Abstract

The main purpose of this study is to investigate the moderating role of financial leverage on the relationship between information asymmetry and company value in companies listed on the stock exchange during the period 1390 to 1394. The statistical population of the research includes 110 companies (550 years of company). The present research is an applied research and in terms of nature and method, it is a descriptive-correlational research. The results of testing the hypotheses and estimating the coefficients using panel analysis and ordinary least squares regression show that the first hypothesis of the research, which states: There is a significant relationship between information asymmetry and firm value, is confirmed. In other words, the higher the information symmetry, the higher the value of the company. The second hypothesis of this research, which states: Financial leverage moderates the effect of information asymmetry on the value of the company, is rejected. The third hypothesis of this study which states: The positive effect of financial leverage on the value of the company is adjusted by information asymmetry and also the fourth hypothesis which states: The effect of information asymmetry on the value of the company is greater in companies with higher growth opportunities. Has been rejected. In this study, definite and strong results that lead to the rejection of the first hypothesis of this study according to the data collected in companies listed on the stock exchange have not been observed.

### Keyword

Information asymmetry, company value, financial leverage

1. Lecturer at Islamic Azad University, Pardis Branch, Tehran, Iran. (Responsible author: Latifisaheed93@yahoo.com)

2. Lecturer, School of Management, Islamic Azad University, Chalous Branch, Chalous, Iran.