

بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر امید پورحیدری*

نسرین یوسف‌زاده**

زینب اعظمی***

چکیده

در این پژوهش تأثیر اندازه شرکت بر رابطه بین افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. در واقع، هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی این ادعا است که شرکت‌های بزرگ‌تر در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر از مزایای بالاتری در نتیجه، انجام افشای بیشتر بهره‌مند می‌شوند. به منظور انجام این پژوهش، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفت. همچنین، از الگوی رگرسیون خطی چندمتغیره به منظور آزمون فرضیه پژوهش استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که اندازه شرکت رابطه بین افشا و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به عبارت دیگر، رابطه منفی و معناداری بین افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های بزرگ وجود دارد، در حالی که رابطه مزبور برای شرکت‌های کوچک معنادار نیست.

* دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

** مربی حسابداری، دانشگاه ولی عصر (عج).

*** مربی حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد بافت، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

نویسنده مسئول مقاله: نسرین یوسف‌زاده (Email: n.yousefzadeh@vru.ac.ir)

تاریخ دریافت: ۹۲/۱/۱۶ تاریخ پذیرش: ۹۳/۶/۱

واژه‌های کلیدی: افشا، عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه، اندازه شرکت.

مقدمه

هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه بین افشا با هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. هزینه سرمایه از اهمیت بالایی برای مدیران شرکت‌ها برخوردار است، چرا که یکی از عناصر اساسی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌باشد و با کاهش آن، ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. از آنجا که هزینه سرمایه مبنای مقایسه در ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد، شرکت‌ها ناگزیر از حفظ هزینه سرمایه خود در سطح معقولی هستند؛ چرا که در صورت بالا بودن هزینه سرمایه، شرکت ناگزیر به کنارگذاری بسیاری از پروژه‌های سرمایه‌گذاری بالقوه خود خواهد گردید.

هزینه سرمایه شرکت میانگین موزون نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و نرخ تأمین مالی از طریق بدهی می‌باشد. به بیان دیگر، هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان سرمایه شرکت برآورده گردد. ریسک، فرصت‌های رشد، و اندازه شرکت از جمله رایج‌ترین عواملی هستند که به عنوان عوامل مؤثر بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران به آن‌ها اشاره شده است (فاما و فرنچ^۱، ۱۹۹۳). پژوهش‌های اخیر در حوزه حسابداری، در کنار عوامل شناسایی شده توسط فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، سطوح افشا در صورت‌های مالی را به عنوان عاملی که رابطه معکوسی با هزینه سرمایه شرکت‌ها دارد، شناسایی نموده‌اند (بوتوسان^۲، ۱۹۹۷؛ بوتوسان و پالوملی^۳، ۲۰۰۲؛ بوتوسان و همکاران^۴، ۲۰۰۴).

افشای صورت گرفته توسط شرکت‌ها را می‌توان به صورت فرآیند ارائه اطلاعات در خصوص ارقام مندرج در صورت‌های مالی از طریق یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی، جداول اضافی، نمودارها و سایر ابزارهای ترسیمی تعریف نمود. در گذشته، افشا توسط شرکت‌ها بیشتر بر داده‌های مالی مبتنی بر استانداردهای حسابداری متمرکز بوده

است. با این حال، این رویه به دلیل این که داده‌های مالی از قابلیت دستکاری بالایی برخوردار است و همچنین، نیازهای برخی از ذینفعان شرکت‌ها را برآورده نمی‌سازند، رویه کافی و مناسبی نمی‌باشد، شرکت‌ها نیز به وجود این ضعف پی برده‌اند و به عنوان بخشی از تلاش‌های خود اقدام به افزایش افشای اختیاری اطلاعات نموده‌اند (شاستر و اوکانل^۵، ۲۰۰۶).

مطالعات مرتبط با افشا و هزینه سرمایه نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین میزان افشا و هزینه سرمایه شرکت‌ها وجود دارد (برای نمونه، بوتوسان، ۱۹۹۷؛ بوتوسان و پالوملی، ۲۰۰۲). رابطه معکوس پیش گفته را می‌توان به این صورت تفسیر نمود که افشای بیشتر منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد که این امر نیز به نوبه خود منجر به کاهش هزینه‌های معاملات و یا کاهش ریسک‌های برآوردی ناشی از اطلاعات و شفافیت خواهد گردید. مطالعات مزبور، اندازه شرکت را به عنوان یک متغیر کنترلی لحاظ نموده‌اند؛ با این استدلال که در مطالعات پیشین اثرگذاری اندازه بر هزینه سرمایه شرکت به صورت تجربی اثبات گردیده است (برای نمونه، بوتوسان، ۱۹۹۷؛ بوتوسان و پالوملی، ۲۰۰۲). با این حال، دیاموند و ورشیا^۶ (۱۹۹۱) ادعا نموده‌اند که شرکت‌های بزرگ‌تر در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر از مزایای افشای اختیاری بهره‌مند می‌گردند.

یکی از تفسیرهای زیربنایی این ادعا، صرفه اقتصادی ناشی از مقیاس است، به این معنی که شرکت‌های بزرگ‌تر هزینه‌های افزایشی کمتری برای افشای اطلاعات محرمانه خود متحمل می‌گردند. دیاموند و ورشیا (۱۹۹۱) همچنین، ادعا نمودند که افشا و هزینه سرمایه می‌تواند دارای رابطه مستقیمی نیز باشند، منوط به این که افشای بیشتر منجر به افزایش نوسان‌پذیری قیمت سهام شرکت شود. سهام شرکت‌های کوچک‌تر از بالقوگی بیشتری برای نوسان‌پذیری در بازارهای سرمایه برخوردار است. هر چه اطلاعات بیشتری توسط شرکت‌های کوچک‌تر افشا شود، این گونه شرکت‌ها را در معرض هزینه‌های مالکانه بیشتری قرار خواهد شد و این امر سبب می‌شود هزینه افشای اطلاعات برای شرکت‌های کوچک‌تر به طور نسبی بالاتر از هزینه مشابه برای شرکت‌های بزرگ‌تر گردد.

از آن جا که افشای بیشتر اطلاعات مالکانه منجر به تحمیل ریسک بالاتری به شرکت‌های کوچک‌تر می‌شود، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران نیز ممکن است به تناسب افشای اطلاعات کاهش نداشته باشد. این بدان معنا است که افشای بیشتر، ممکن است به دلیل وجود ریسک‌ها و هزینه‌های مزبور، منجر به کاهش هزینه سرمایه در شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک گردد و برقراری رابطه معکوس مفروض بین افشا و هزینه سرمایه ممکن است در مورد شرکت‌های کوچک‌تر مصداق نداشته باشد.

بر اساس این تفسیر، انتظار می‌رود اندازه شرکت بتواند کیفیت رابطه بین هزینه سرمایه و میزان افشا توسط شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد و رابطه بین سطوح افشا و هزینه‌های سرمایه به اندازه شرکت‌ها بستگی داشته باشد. به همین دلیل، انتظار می‌رود جایگاه اندازه شرکت در این رابطه چیزی فراتر از یک متغیر کنترلی باشد (زاینی و همکاران^۷، ۲۰۱۲). این مسأله‌ای است که پیش از این در تحقیقات داخلی مورد توجه قرار نگرفته است. بنابراین، تحقیق حاضر به دنبال بررسی این موضوع است: آیا اندازه شرکت رابطه بین افشا و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

این پژوهش همچنین، از چندین جنبه به غنی‌سازی ادبیات موجود کمک می‌نماید. اول این که تحقیق حاضر شواهدی تجربی در تأیید ادعای دیاموند و ورشیا (۱۹۹۱) مبنی بر این که شرکت‌های بزرگ‌تر در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر از مزایای افشای اختیاری بهره‌مند می‌گردند. دوم این که تحقیق حاضر در محیط اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی متفاوت از تحقیقات پیشین در این زمینه صورت گرفته است.

مبانی نظری پژوهش

بوتوسان (۱۹۹۷) با استفاده از رویکردی تجربی نشان داد شرکت‌هایی که افشای اختیاری بیشتری انجام می‌دهند، از هزینه سرمایه کمتری برخوردارند. هزینه سرمایه برای شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است (زورن^۸، ۲۰۰۷)؛ چرا که از اطلاعات مربوط به آن، اغلب برای ارزیابی راهکارهای جایگزین برای تامین مالی، بودجه بندی سرمایه ای و

ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود. هزینه سرمایه بالا منجر به کنارگذاری فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بالقوه می‌گردد که ممکن است به نوبه خود بر رشد آینده شرکت اثرگذار باشد. بنابراین، اگر راهکارهایی برای تغییر هزینه سرمایه پیش روی شرکت‌ها قرار داشته باشد، عدم استفاده از آن‌ها توسط شرکت منطقی نمی‌باشد (زاینی و همکاران، ۲۰۱۲).

افشای اطلاعات رابطه تنگاتنگی با مسأله عدم تقارن اطلاعاتی دارد. مطابق با ادبیات تحقیق، افشای بیشتر می‌تواند منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد (ورشیا، ۲۰۰۱). عدم تقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن، یکی از دو طرف مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل، در اختیار داشته باشد. بنابراین، ممکن است افراد دارای اطلاعات بیشتر، منافع بیشتری را به سبب اطلاعات بیشتر به دست آوردند. عدم تقارن اطلاعاتی منجر به بروز دو مشکل اصلی می‌گردد که گزینش نادرست و خطر اخلاقی می‌باشد. در شرایط کمبود اطلاعات کافی، ممکن است تصمیمات غیربینه‌ای اتخاذ گردد، که از این پدیده به عنوان مسأله «گزینش نادرست» یاد می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی همچنین، ممکن است سبب شود افراد دارای مزیت اطلاعاتی از دیگر معامله‌گرانی که به اطلاعات کافی دسترسی ندارند، سوء استفاده نمایند، که به این پدیده، «خطر اخلاقی» اطلاق می‌شود. این مسایل باعث می‌شود سرمایه‌گذاران از بازارهایی که در آن عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، کناره‌گیری نمایند و در پی این امر شاهد بازارهای سرمایه با نقدشوندگی کمتر و ناکارآ باشیم (آکرلوف، ۱۹۷۰). بنابراین، یکی از راه‌های ایجاد بازار سرمایه کارآ، اطمینان دادن به سرمایه‌گذاران نسبت به پایین بودن یا حتی نبود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه است. نتایج تحقیقات تجربی در این زمینه مؤید این مطلب است که سطح افشا توسط شرکت‌ها با میزان عدم تقارن اطلاعاتی دارای رابطه معکوس است و عدم تقارن اطلاعاتی پیامدهای نامطلوب مختلفی از قبیل کاهش کارآیی بازار، افزایش هزینه‌های معاملاتی، کاهش نقدشوندگی سهام و به طور کلی، افزایش هزینه سرمایه شرکت در پی دارد (براون و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۴).

علاوه بر مطالعه صورت گرفته توسط بوتوسان (۱۹۹۷) که نشان‌دهنده رابطه معکوس بین افشا و هزینه سرمایه شرکت بود، تحقیقات صورت گرفته توسط ریچاردسون و ولکر^{۱۲} (۲۰۰۱)، بوتوسان و پلاملی (۲۰۰۲)، بوتوسان و همکاران (۲۰۰۴) نیز از جمله تحقیقاتی بودند که به نتایج مشابهی در این خصوص دست یافتند. با این حال، رابطه معکوس بین افشا و هزینه سرمایه نوعی رابطه مشروط قلمداد می‌شود. برای نمونه، بوتوسان (۱۹۹۷)، دریافت که رابطه معکوس مزبور تنها در مورد شرکت‌هایی که از پوشش تحلیل‌گری پایینی برخوردارند، معنادار بوده است. از سوی دیگر، ریچاردسون و ولکر (۲۰۰۱) نیز دریافتند که تنها افشای اطلاعات مالی است که با هزینه سرمایه شرکت‌ها دارای رابطه معکوس و معنادار است و افشای اطلاعات غیرمالی، تأثیری بر هزینه سرمایه شرکت ندارد. مطالعات پیشین در بررسی رابطه بین افشا و هزینه سرمایه از اندازه شرکت به عنوان یک متغیر کنترلی استفاده نموده‌اند؛ با این دیدگاه که اندازه شرکت بر بازده سهام اثرگذار است. در واقع، هزینه سرمایه، حداقل بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران شرکت است. سرمایه‌گذاران در قبال سرمایه‌گذاری خود در سهام شرکت و همچنین، در قبال ریسکی که از این بابت تحمل می‌نمایند، خواستار کسب بازده مورد انتظار خود هستند. هر چه این ریسک بالاتر باشد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران نیز بالاتر خواهد بود. بانز^{۱۳} (۱۹۸۱) برای اولین بار به تأثیر اندازه بر بازده سهام شرکت‌ها پرداخت. وی دریافت که شرکت‌های کوچک میانگین بازده بالاتری در مقایسه با شرکت‌های بزرگ دارند. وی همچنین، بر اساس یافته‌های خود ادعا نمود که اندازه شرکت نقش مهمی در تبیین بازده سهام ایفا می‌نماید. اثر اندازه مطرح شده توسط بانز (۱۹۸۱) در پژوهش‌های پس از وی مبنای کار قرار گرفت. برای نمونه، فاما و فرنچ در الگوی چند عاملی خود متغیر اندازه را لحاظ نموده و دریافتند که اندازه شرکت دارای رابطه معکوس با بازده سهام است. با این وجود، تشریح رابطه بین اندازه و بازده سهام شرکت‌ها، یا به عبارتی، همان اثر اندازه شرکت‌ها امری دشوار است (دیویس و دسای^{۱۴}، ۱۹۹۸). از این گذشته، اثر اندازه در تمامی شرکت‌ها و بازارها از الگوی یکنواختی پیروی نمی‌کند. برای نمونه دیویس و

دسای (۱۹۹۸) دریافتند که رابطه بین اندازه و بازده سهام شرکت‌ها به شرایط بازار نیز بستگی دارد.

از سوی دیگر، پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهد که اندازه شرکت با کیفیت و میزان افشای شرکت نیز در ارتباط است (احمد و کورتیس^{۱۵}، ۱۹۹۹؛ و انگ و ماک^{۱۶}، ۲۰۰۳). به عبارت دیگر، شرکت‌های بزرگ از میزان افشای بیشتری در مقایسه با شرکت‌های کوچک برخوردار هستند. دیاموند و ورشیا (۱۹۹۱) ادعا نمودند که افشا برای شرکت‌های بزرگ مزایای بیشتری را در مقایسه با شرکت‌های کوچک در پی دارد. دیاموند و ورشیا (۱۹۹۱) نشان دادند که افشا و هزینه سرمایه می‌تواند دارای رابطه مستقیمی باشند، منوط به این که افشای بیشتر منجر به افزایش نوسان‌پذیری قیمت سهام شرکت شود. سهام شرکت‌های کوچک از بالقوگی بیشتری برای نوسان‌پذیری در بازارهای سرمایه برخوردار هستند. هرچه اطلاعات بیشتری توسط شرکت‌های کوچک‌تر افشا شود، این گونه شرکت‌ها را در معرض هزینه‌های مالکانه بیشتری قرار می‌دهد و این امر سبب می‌شود هزینه افشای اطلاعات برای شرکت‌های کوچک‌تر به طور نسبی بالاتر از هزینه مشابه برای شرکت‌های بزرگ‌تر گردد. از آن جا که افشای بیشتر اطلاعات مالکانه منجر به تحمیل ریسک بالاتری به شرکت‌های کوچک‌تر می‌شود، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران ممکن است به تناسب افشای اطلاعات، کاهش پیدا نکند. به عبارت دیگر، برقراری رابطه معکوس بین افشا و هزینه سرمایه ممکن است در مورد شرکت‌های کوچک‌تر مصداق نداشته باشد.

پیشینه تحقیق

ژو و^{۱۷} (۲۰۰۹) به بررسی این موضوع پرداخت که آیا اطلاعات محیطی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و هزینه سرمایه تأثیرگذار است یا خیر؟ نتایج پژوهش او نشان داد که بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و هزینه سرمایه شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. ساینی و هرمان^{۱۸} (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین افشای بخش‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس و معناداری میان سطح

افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به طور کلی، نتایج این تحقیق نشان داد که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، ارتباط بین سطح افشا و هزینه سرمایه قوی‌تر می‌شود. زاینی و همکاران (۲۰۱۲)، به بررسی اثرات اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های مالزیایی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان داد رابطه منفی و معناداری بین افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های بزرگ وجود دارد و شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک از مزایای بیشتری در خصوص سیاست‌های افشای خود بهره‌مند می‌گردند.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیق خود، به بررسی رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیر موظف پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان داد که بین افشای اختیاری و نسبت مدیران غیرموظف هیچ‌گونه رابطه معناداری وجود ندارد؛ اما بین افشای اختیاری و اندازه شرکت یک رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. ستایش و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی جاری و آینده و هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد؛ اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آینده شرکت وجود ندارد.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۰)، به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ پرداختند. آن‌ها در پژوهش خود، برای اندازه‌گیری امتیاز افشا از اطلاع‌رسانی محاسبه شده توسط بورس اوراق بهادار تهران استفاده کردند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد. مهر آذین و عباس نژاد (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای به بررسی نقش محافظه‌کاری و افشا در کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد که رابطه معکوس و معناداری بین محافظه‌کاری و هزینه سرمایه وجود دارد. از سوی دیگر، این یافته‌ها نشان داد رابطه بین افشا و هزینه سرمایه نیز معکوس می‌باشد. افزون بر این، نتایج بررسی رابطه بین

محافظه کاری و هزینه سرمایه، مشخص نمود که رابطه این دو در شرایط عدم کفایت افشا، افزایش می‌یابد.

باغومیان و نقدی (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنان نشان داد که از میان ساز و کارهای نظام حاکمیت شرکتی در حوزه افشای اختیاری، تنها مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری با سطح افشای اختیاری دارد.

روش تحقیق

روش مورد استفاده در این تحقیق، هبستگی از نوع شبه تجربی می‌باشد. برای آزمون فرضیه تحقیق رگرسیون خطی چند متغیره مورد استفاده قرار گرفت. داده‌های مورد نیاز، نیز از صورت‌های مالی حسابرسی شده، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های مجمع عمومی عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایت اینترنتی «مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی»، «سازمان بورس اوراق بهادار»، سایت «کدال» بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز استخراج و جمع آوری شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از سال ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۸۹ در بورس فعال بوده‌اند. برای محاسبه بتا از بازده‌های مربوط به ۳۶ ماه گذشته شرکت و شاخص کل بازار استفاده شده است؛ لذا، دوره زمانی تحقیق تا سال ۱۳۸۵ بسط یافته است. تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق، مشتمل بر ۱۰۷ شرکت، با استفاده از روش حذف سیستماتیک براساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشد.
۲. شرکت جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد؛ زیرا ماهیت فعالیت این شرکت‌ها متفاوت از شرکت‌های تولیدی می‌باشد.

۳. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

۴. وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشند.

۵. داده‌های مورد نیاز شرکت در دسترس باشند.

فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری یاد شده، فرضیه پژوهش به صورت زیر قابل بیان است:

فرضیه: اندازه شرکت بر رابطه بین افشا و هزینه سرمایه شرکت تأثیر دارد.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

در این پژوهش، افشای اختیاری، متغیر مستقل و هزینه سرمایه سهام عادی، متغیر وابسته می‌باشند. متغیر اندازه شرکت نیز به عنوان یک متغیر تعدیل گر مورد بررسی قرار گرفت. همچنین، بتا، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، و اهرم مالی شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند.

متغیر مستقل این پژوهش شاخص افشای اختیاری (DS_{it}) است. امتیازدهی به میزان افشای شرکت‌ها نیز با استفاده از چک لیست تدوین شده توسط پورحیدری و حسین‌پور (۱۳۹۱) صورت گرفته است. چک لیست افشای مزبور مشتمل بر ۶۰ مورد افشای اختیاری اطلاعات است که در قالب ۱۱ طبقه کلی مرتب شده‌اند. طبقات کلی آن اطلاعات عمومی شرکت، حاکمیت شرکتی، بیان چشم‌انداز، اهداف و استراتژی‌های شرکت، پیش‌بینی‌های شرکت، اطلاعات مربوط به تحلیل وضعیت مالی و عملیاتی شرکت، تحقیق و توسعه، مدیریت ریسک عمومی، اطلاعات مربوط به کارکنان، گزارش‌های اجتماعی و زیست محیطی، آمارهای کلیدی غیرمالی، و اطلاعات مربوط به بازار می‌باشد. با بررسی صورت‌های مالی سالانه، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های مجامع عمومی، به هر قلم از موارد موجود در چک لیست که توسط شرکت‌ها افشا شده بود، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر تعلق گرفت و در نهایت، شاخص افشای اختیاری با تقسیم جمع موارد

افشا شده به کل مواردی که می‌بایست افشا شود، محاسبه گردید. شاخص افشای اختیاری به صورت زیر محاسبه گردیده است:

$$VDI_{it} = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{n} \quad (1)$$

که در آن: d_i ، اگر مورد افشا شده باشد، یک و در غیر این صورت، صفر می‌باشد. حداکثر موارد افشا، ۶۰ مورد می‌باشد.

متغیر وابسته این تحقیق هزینه سرمایه سهام عادی (COE_{it}) است. به منظور اندازه‌گیری هزینه سرمایه سهام عادی در این تحقیق، از الگوی ارزش گذاری زیر استفاده شده است:

$$COE_{it} = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g \quad (2)$$

به طوری که COE_{it} ، هزینه سرمایه سهام عادی شرکت i در سال t ؛ $D_0(1+g)$ ، سود تقسیمی مورد انتظار که در پایان سال اول پرداخت خواهد شد؛ P_0 ، قیمت بازار کنونی سهام عادی شرکت؛ g ، نرخ رشد سود تقسیمی مورد انتظار است.

مشکل اصلی در استفاده از این الگو، محاسبه نرخ رشد مورد انتظار است. چندین دیدگاه برای محاسبه نرخ رشد مورد انتظار وجود دارد. این دیدگاه‌ها برآوردهای مختلفی از نرخ رشد ارائه می‌دهند؛ زیرا هر کدام از آن‌ها بر منابع مختلفی از اطلاعات تکیه می‌کنند. روش رشد پایدار، نرخ رشد مورد انتظار را از طریق پیش‌بینی نرخ انباشت سود (نسبت تقسیم سود - ۱) و ضرب آن در بازده حقوق صاحبان سهام، محاسبه می‌کند.

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): به عنوان متغیر تعدیل‌گر، با استفاده از ارزش بازار شرکت‌ها اندازه‌گیری شده است که یکی از رایج‌ترین متغیرهای جانشین مورد استفاده در تحقیقات برای اندازه‌گیری اندازه شرکت‌ها به شمار می‌رود. این متغیر در بسیاری از تحقیقات مرتبط با هزینه سرمایه شرکت‌ها به عنوان متغیر کنترلی برای اندازه شرکت استفاده شده است؛ از آن جمله می‌توان به پژوهش بوتوسان (۱۹۹۷)، بوتوسان و پلاملی (۲۰۰۲)، و بوتوسان و همکاران (۲۰۰۴) اشاره نمود. در این پژوهش، برای محاسبه اندازه

شرکت (SIZE) از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال استفاده شده است. همچنین، در تجزیه و تحلیل‌های این پژوهش از متغیرهای کنترلی که در پژوهش‌های پیشین ارتباط آن‌ها با هزینه سرمایه شرکت به اثبات رسیده است، نیز استفاده گردیده است. این متغیرها شامل بتا (زاینی و همکاران، ۲۰۱۲)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (ساینی و هرمان، ۲۰۰۶)، و اهرم مالی شرکت (زاینی و همکاران، ۲۰۱۲) می‌باشد.

بتا (β_{it}): بتا یکی از شاخص‌های مورد استفاده برای نشان دادن ریسک سهام شرکت‌ها است و نشان‌دهنده حساسیت یک دسته اوراق بهادار تهران نسبت به تغییر در بازده پرتفوی بازار است. مطابق با پژوهش‌های پیشین انتظار می‌رود بتا رابطه مستقیمی با هزینه سرمایه شرکت داشته باشد. بتا (β_{it}) معادل نسبت کوواریانس بازده سهام شرکت با بازده پرتفوی بازار نسبت به واریانس پرتفوی بازار است. در این تحقیق، برای تخمین بتا از بازده‌های مربوط به ۳۶ ماه گذشته شرکت و شاخص کل بازار استفاده شده است.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM_{it}): نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌ها نشانگر درجه رشد آن‌ها است. انتظار می‌رود شرکت‌های با رشد بالاتر از درجه ریسک بالاتری نیز برخوردار باشند و در نتیجه، انتظار می‌رود بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و هزینه سرمایه شرکت رابطه مستقیمی وجود داشته باشد. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار معادل نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار شرکت i در سال t است.

اهرم مالی (LEV_{it}): اهرم مالی نشان‌دهنده ریسک مالی شرکت است. بر این اساس، انتظار می‌رود درجه اهرمی شرکت نیز با هزینه سرمایه دارای رابطه مستقیمی باشد. اهرم مالی (LEV_{it}) معادل نسبت بدهی‌های بلندمدت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t است.

الگوهای رگرسیونی

در این پژوهش، به منظور بررسی اثرات اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه از روش بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده گردید. مطابق روش تعدیل آزمون بارون و کنی

^{۱۹}(۱۹۸۶)، در صورتی یک متغیر دارای اثر تعدیل‌کنندگی (میانجی‌گری) بر رابطه بین متغیرهای وابسته و مستقل می‌باشد که پس از وارد نمودن آن متغیر در معادله، متغیر مستقل، معناداری خود را از دست دهد. بر این اساس، به منظور بررسی رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه، الگوی رگرسیونی زیرتخمین زده شد.

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

سپس، با تخمین الگوهای شماره ۴ تا ۶، رابطه بین افشا و هزینه سرمایه با وارد نمودن متغیرهای کنترلی بتا، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، و اهرم مالی مورد بررسی قرار گرفت:

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 BM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۵)$$

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۶)$$

در نهایت، به منظور بررسی اثر اندازه شرکت بر رابطه بین افشا و هزینه سرمایه، الگوی رگرسیونی شماره ۷ تخمین زده شد:

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۷)$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱ آورده شده است. همان‌گونه که در جدول شماره ۱ نشان داده شده است، شرکت‌ها به طور متوسط دارای ۳۱٪ افشای اختیاری می‌باشند. از نظر میانه، افشای اختیاری ۲۹٪ را در کل سال‌ها نشان می‌دهد. مقایسه نتایج با مطالعات پیشین (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۸) نشان می‌دهد که امتیاز افشای اختیاری محاسبه شده در این تحقیق، تقریباً مشابه پژوهش‌های قبلی می‌باشد.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
هزینه سرمایه	COE	۳۷/۰	۳۳/۰	۱۹/۰	۰۵/۰	۹۷/۰
افشا	DS	۱۳/۰	۲۹/۰	۱۳/۰	۰۳/۰	۶۸/۰
اندازه	SIZE	۹۰/۱۲	۸۴/۱۲	۷/۳۱	۱۶/۹	۲۴/۱۸
بتا	BETA	۱/۹۱	۱/۶۴	۰۵/۱	۰۴/۰	۷/۸۷
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	۸۷/۰	۷۳/۰	۷۰/۰	۱۲/۰	۵۲/۲
اهرم مالی	LEV	۲۵/۰	۲۱/۰	۱۶/۰	۰۱/۰	۸۱/۰

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش به منظور بررسی اثرات اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه از روش بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده گردید. جدول شماره ۲ نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

همان‌گونه که در جدول شماره ۲ نشان داده شده است، مقادیر دورین واتسون برای الگوهای پژوهش برابر با ۲/۰۲، ۲/۱۱، ۱/۹۳۳، ۱/۹۷۷ و ۱/۹۸۵ می‌باشد که به عدد ۲ نزدیک بوده و گویای عدم خودهمبستگی بین متغیرهای مورد بررسی می‌باشد. آماره F برای الگوی شماره ۳ معادل ۱/۹۹۲ در جدول شماره ۳، نشان از تایید الگو در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیونی شماره ۳ حاکی از آن است که قبل از وارد نمودن متغیرهای کنترلی، رابطه منفی و معناداری بین افشا و هزینه سرمایه وجود دارد. همچنین، آماره t برای این متغیر در الگوهای رگرسیونی شماره ۴ تا ۶ به ترتیب برابر با ۲/۸۴۴-، ۲/۷۹۱- و ۲/۶۱۸- می‌باشد. این نتایج حاکی از آن است که رابطه بین افشا و هزینه سرمایه با وارد نمودن متغیرهای کنترلی بتا، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، و اهرم مالی تحت تاثیر قرار نمی‌گیرد و افشا پس از وارد نمودن این متغیرهای کنترلی همچنان دارای رابطه معکوس و معناداری با هزینه سرمایه است.

جدول شماره ۲. نتایج برازش الگوهای رگرسیونی مقایسه‌ای به تفکیک متغیرهای مستقل پژوهش

الگوی ۷	الگوی ۶	الگوی ۵	الگوی ۴	الگوی ۳		
۰/۱۳۰	۰/۳۹۰	۰/۳۹۳	۰/۳۷۱	۰/۳۳۸		مقدار ثابت
(۸/۲۴۸)**	(۱۰/۳۴۰)**	(۱۰/۳۴۹)**	(۱۰/۶۷۷)**	(۱۲/۸۱۰)**		
-۰/۰۲۹	-۰/۰۷۶	-۰/۰۷۸	-۰/۰۷۹	-۰/۰۸۰		افشا
(-۱/۸۴۱)	(-۲/۶۱۸)*	(-۲/۷۹۱)*	(-۲/۸۴۴)*	(-۲/۸۷۲)*	DS	
۰/۱۱۲	۰/۱۱۳	۰/۱۱۴	۰/۱۱۳		BETA	بتا
(۲/۷۴۴)*	(۲/۷۲۹)*	(۲/۰۵۲)*	(۱/۹۹۱)*			
۰/۰۹۲	۰/۰۹۴	۰/۰۹۲			BM	نسبت ارزش دفتری به بازار
(۲/۳۲۶)*	(۲/۴۲۶)*	(۲/۳۹۹)*				
-۰/۰۳۰	-۰/۰۴۰				LEV	اهرم مالی
(-۰/۴۶۶)	(-۰/۶۱۲)					
۰/۲۱۱					SIZE	اندازه
(۳/۱۸۴)*						
۰/۵۰۱	۰/۴۳۳	۰/۴۱۴	۰/۳۱	۰/۱۷۲	AdjR ²	ضریب تعیین تعدیل شده
۳/۴۲۷	۱۶/۶۸۲	۲۴/۱۲۳	۲/۲۱	۱/۹۹۲	F- stat	آماره F
۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۴۶	P-Value	سطح معناداری F
۱/۹۸۵	۱/۹۷۷	۱/۹۳۳	۲/۱۱	۲/۰۲	DW	دروبین واتسون

**،* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار است.

آماره F برای الگوی شماره ۷ به میزان ۳/۴۲۷ می‌باشد که نشان از تایید الگو در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. هنگامی که متغیر اندازه شرکت وارد معادله رگرسیون می‌گردد، افشا رابطه معکوس و غیرمعناداری (با آماره t برابر با -۱/۸۴۱) را با هزینه سرمایه از خود نشان می‌دهد. لذا، با ورود متغیر اندازه شرکت در الگوی شماره ۷، متغیر افشا معناداری خود را از دست می‌دهد. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪، در صورت عدم توجه به اندازه

شرکت‌ها، فرض برقراری رابطه معنادار بین هزینه سرمایه و میزان افشا توسط شرکت‌ها را نمی‌توان پذیرفت. بر این اساس، لازم است اثر تعدیل کننده متغیر اندازه در این رابطه به طور جداگانه و دقیق‌تر مورد بررسی قرار گیرد. برای سنجش اثر اندازه در رابطه بین افشا و هزینه سرمایه، ابتدا نتایج مربوط به مقایسه میانگین هر یک از متغیرها در دو نمونه فرعی تفکیک شده بر اساس اندازه به شرکت‌های بزرگ (با اندازه بیشتر از میانه کل نمونه) و شرکت‌های کوچک (با اندازه کمتر از میانه کل نمونه) ارائه گردیده و سپس، معادله مشابه برازش شده برای دو نمونه فرعی با یکدیگر مقایسه می‌شود.

جدول شماره ۳. نتایج مقایسه میانگین متغیرهای پژوهش در شرکت‌های بزرگ و کوچک

متغیر		میانگین			نماد	شرکت‌های
متغیر	تفاوت میانگین	شرکت‌های کوچک	شرکت‌های بزرگ	تفاوت میانگین	متغیر	بزرگ
هزینه سرمایه	۳۶۴۵/۰	۳۹۸۶/۰	۳۳۹۳/۰	۵۴۸/۱۸	COE	۰۰۰/۰
افشا	۲۹۵۵/۰	۲۷۸۳/۰	۳۱۲۸/۰	۷۰۹/۱۳	DS	۰۰۰/۰
بتا	۹۱۴۵/۱	۷۲۰۵/۱	۱۰۸۵/۲	۴۳۶/۱۹	BETA	۰۰۰/۰
نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۸۶۸۷	۷۷۷۲/۰	۹۵۸۴/۰	۸۷۲/۱۸	BM	۰۰۰/۰
اهرم مالی	۵۱۱۰/۰	۲۳۵۰/۰	۲۶۹۰/۰	۹۴۲/۱	LEV	۰۵۳/۰

همان‌گونه که در جدول شماره ۳ نشان داده شده است، تفاوت میانگین تمامی متغیرهای پژوهش (به استثنای اهرم مالی) در بین شرکت‌های کوچک و بزرگ معنادار است. نتایج مربوط به مقایسه الگوی برازش شده به تفکیک نمونه‌های شرکت‌های بزرگ و کوچک در جدول شماره ۴ آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۴ مشخص شده است، رابطه بین هزینه سرمایه و افشا در حالت تفکیک نمونه به شرکت‌های بزرگ و کوچک، تنها در بین شرکت‌های بزرگ معکوس و معنادار است؛ این بدان معنا است که با در نظر گرفتن اندازه شرکت‌ها، ارتباط بین هزینه سرمایه و کیفیت افشا در بین شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های کوچک متفاوت است و در نتیجه، متغیر اندازه شرکت

بر ارتباط میان دو عامل پیش گفته اثر گذار است. بر این اساس فرضیه اصلی پژوهش مبنی بر این که اندازه شرکت بر رابطه بین هزینه سرمایه و افشا اثر گذار است، مورد تایید قرار می گیرد.

جدول شماره ۴. نتایج حاصل از مقایسه الگوی برازش شده برای شرکت های بزرگ و کوچک

شرکت های کوچک		شرکت های بزرگ		نماد متغیر	نام متغیر
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t		
-۰/۱۳۶*	۲/۱۳۶*	۰/۴۱۱	۷/۷۶۶**	C	مقدار ثابت
-۰/۰۹۱	-۰/۰۹۱	-۰/۱۵۶	-۲/۰۸۴*	DS	افشا
۱/۸۹۰	۱/۸۹۰	۰/۰۳۱	۳۳۸۰	BETA	بتا
۲/۷۰۷*	۲/۷۰۷*	۰/۰۷۸	۲/۰۵۳*	BM	ارزش دفتری به بازار
-۱/۴۶۹	-۱/۴۶۹	-۰/۰۲۷	-۰/۲۹۲	LEV	اهرم مالی
۹۰۱۰/	۹۰۱۰/	۰/۶۵۲	۰/۶۵۲	AdjR ²	ضریب تعیین تعدیل شده
۳/۱۶۵	۳/۱۶۵	۸/۹۴۹	۸/۹۴۹	F- stat	آماره F
۰/۰۱۱	۰/۰۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	P-Value	سطح معناداری F
۱/۹۴۲	۱/۹۴۲	۲/۱۲۵	۲/۱۲۵	DW	دروین واتسون

**،* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار است.

نتایج پژوهش حاضر با یافته های حاصل از تحقیقات زاینی و همکاران (۲۰۱۲)، احمد و کورتیس (۱۹۹۹) و انگ و ماک (۲۰۰۳) مطابقت دارد. همچنین، نتایج جدول شماره ۴ نشان می دهد که بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و هزینه سرمایه شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

نتایج حاصل از این پژوهش، نشان داد متغیر اندازه شرکت بر رابطه بین افشا و هزینه سرمایه تأثیر می گذارد. رابطه معکوس بین هزینه سرمایه و افشا تنها در شرکت های بزرگ

معنادار است. این نتایج بر ادعای دیاموند و ورشیا (۱۹۹۱) مبنی بر این که شرکت‌های بزرگ‌تر بیشتر از سیاست‌های افشای خود بهره می‌گیرند، صحنه می‌گذارد. این بدان معنا است که بر خلاف دیدگاه عمومی رایج، افشای بیشتر ممکن است لزوماً منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت نشود. بر اساس یافته‌های این پژوهش، می‌توان علت بی‌میلی شرکت‌های کوچک به افشای اطلاعات محرمانه را بهتر تشریح نمود. به هر حال، افشای بیشتر، به طور کلی، برای بازار و اقتصاد سودمند است. بنابراین، شرکت‌های فعال در بازار باید به نحو مناسبی در راستای افزایش افشای اطلاعات ترغیب شوند. از آن جا که شرکت‌های کوچک نمی‌توانند از مزایای ناشی از افشای بیشتر به صورت کاهش هزینه سرمایه برخوردار گردند، این دسته از شرکت‌ها از انگیزه کافی برای افزایش سطوح افشای خود برخوردار نیستند. همان‌گونه که زورن (۲۰۰۷) پیشنهاد نموده است، برای مقاصد افزایش سطوح افشا توسط شرکت‌ها، ارتقای سطح رشد شرکت می‌تواند به عنوان یکی از راه کارهای مناسب مطرح شود. همچنین، مدیران مالی شرکت‌ها نیز می‌توانند از این یافته تحقیق حاضر در جهت تدوین استراتژی و سیاست‌های افشای اختیاری خود استفاده نمایند.

نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد رابطه منفی و معناداری بین افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های بزرگ مورد بررسی وجود دارد؛ در حالی که رابطه مزبور برای شرکت‌های کوچک معنادار نبود. بر این اساس، پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها در تدوین سیاست‌های افشای شرکت‌های خود این امر را نیز در نظر بگیرند که مزایای ناشی از افشای بیشتر به صورت کاهش هزینه سرمایه شرکت ممکن است به اندازه شرکت نیز بستگی داشته باشد. به هر حال، هیچ تردیدی بر مزایای افشای بیشتر به صورت کاهش هزینه سرمایه شرکت‌های بزرگ وارد نیست. توصیه می‌گردد نهادهای ناظر و سیاست‌گذار بازار سرمایه ضوابطی را در راستای تشویق شرکت‌ها به افشای اختیاری تدوین نمایند. همچنین، با توجه به نتایج این پژوهش، به مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد در راستای ایجاد ارزش افزوده در شرکت از طریق کاهش هزینه سرمایه از ابزار افشای اختیاری اطلاعات استفاده نمایند.

با توجه به نتایج این پژوهش، توصیه‌های زیر را می‌توان برای پژوهش‌های آینده ارائه نمود:

۱. استفاده از شاخص‌های وزنی که با استفاده از نظرات صاحب‌نظران و استفاده‌کنندگان، اهمیت نسبی هر قلم از فهرست افشای اختیاری مشخص شده است، توصیه می‌گردد.
۲. می‌توان تأثیر طبقات مختلف فهرست افشای اختیاری، از جمله اطلاعات مالی و غیرمالی را بر هزینه سرمایه شرکت‌های کوچک و بزرگ بررسی نمود.

محدودیت‌های پژوهش

هر پژوهشی متأثر از محدودیت‌هایی است که لزوماً قابل کنترل نبوده و باید در تعمیم یافته‌های پژوهش به آن‌ها توجه نمود. محدودیت‌های این پژوهش شامل موارد زیر است:

۱. اولین محدودیت عدم وجود یک روش یکسان برای محاسبه شاخص افشای اختیاری در پژوهش‌های مختلف می‌باشد؛ زیرا در هر پژوهشی که در رابطه با افشای اختیاری صورت گرفته است، افشای اختیاری بر اساس چک لیست تهیه شده خاص همان پژوهش محاسبه گردیده است و این امر سبب می‌شود که در محاسبه شاخص افشای اختیاری در پژوهش‌های گوناگون تفاوت ایجاد شود که احتمالاً منجر به نتایج متفاوتی می‌گردد.

۲. معیارهای استفاده شده در محاسبه شاخص افشای اختیاری تنها بیانگر وجود یا عدم وجود یک پارامتر در اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌ها بوده و یک شاخص کمی می‌باشد و عواملی همچون زمان ارائه اطلاعات و در دسترس بودن اطلاعات را مد نظر قرار نمی‌دهد و لذا یک شاخص کیفی نمی‌باشد.

یادداشت‌ها

- | | |
|-----------------------------|---------------------------|
| 1. Fama and French | 11. Brown |
| 2. Botosan | 12. Richardson and Welker |
| 3. Botosan and Plumlee | 13. Banz |
| 4. Botosan | 14. Davis and Desai |
| 5. Schuster and O'Connell | 15. Ahmad and Courtis |
| 6. Diamond and Verrecchia's | 16. Eng and Mak |

- | | |
|---------------|-----------------------|
| 7. Zaini | 17. Xu |
| 8. Zorn | 18. Saini and Hermann |
| 9. Verrecchia | 19. Baron and Kenny |
| 10. Akerlof | |

منابع و مآخذ

- باغومیان، رافیک؛ نقدی، سجاد؛ (۱۳۹۳)، تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارش‌گری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، ۵ (۱۶): ۱۱۹-۱۳۶.
- پورحیدری، امید؛ و حسین‌پور، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۵: ۹-۲۸.
- ستایش، محمدحسین؛ کاظم‌نژاد، مصطفی؛ ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۹): ۱۵-۳۰.
- کاشانی‌پور، محمد و رحمانی، علی و پارچینی‌پارچین، سید مهدی. (۱۳۸۸)، رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیر موظف، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵۷): ۸۵-۱۰۰.
- ملکیان، اسفندیار؛ عدیلی، مجتبی؛ ابراهیمیان، سید جواد؛ و امیر پورملا، رجب. (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *نهمین همایش سراسری حسابداری ایران*، زاهدان، دانشگاه سیستان و بلوچستان.
- مهرآذین، علیرضا؛ عباس‌نژاد، فاطمه. (۱۳۹۲)، اثر محافظه‌کاری و افشا بر هزینه سرمایه، *پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی*، ۳ (۹): ۹۳-۱۱۰.
- Ahmed, K. and Curtis, J.K. (1999), Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis, *The British Accounting Review*, 31 (1): 35-61.
- Akerlof, G. (1970), The markets for lemons: quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3): 488-500.
- Baron, R.M. and Kenny, D.A. (1986), Moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations, *Journal of Personality and Social Psychology*, 51 (6): 1173-82.
- Banz, R.F. (1981), The relation between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics*, 9 (1): 3-18.

- Botosan, C.A. (1997), Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review*, 72 (3): 323-48.
- Botosan, C.A. and Plumlee, M. (2002), A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital, *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 21-40.
- Botosan, C.A., Plumlee, M.A. and Xie, Y. (2004), The role of information in determining the cost of equity capital, *Review of Accounting Studies*, 9 (2): 233-58.
- Botosan, C.A., Plumlee, M.A. and Xie, Y. (2004), The role of information in determining the cost of equity capital, *Review of Accounting Studies*, 9 (2): 233-58.
- Brown, S., Hillegeist, S.A. and Lo, K. (2004), "Conference calls and information asymmetry", *Journal of Accounting and Economics*, 37 (3): 343-66.
- Davis, J.L. and Desai, A.S. (1998), Stock returns, betas and firm size: the case of bull, bear and flat markets, *Working Paper, Kansas State University, Manhattan, KS*
- Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991), Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance*, (4): 1325-59.
- Eng, L.L. and Mak, Y.T. (2003), Corporate governance and voluntary disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (4): 325-45.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1993), Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33 (1): 3-56.
- Richardson, A.J. and Welker, M. (2001), Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital, *Accounting, Organizations and Society*, 26 (7/8): 597-616.
- Saini, J. and Hermann, D. (2011), Cost of capital, information asymmetry, and segment disclosure, *Journal of Business Accounting Research*, 48: 285-325.
- Schuster, P. and O'Connell, V. (2006), The trend toward voluntary corporate disclosures, *Management Accounting Quarterly*, 7 (2): 1-9.
- Verrecchia, R.E. (1999), Disclosure and the cost of capital: a discussion, *Journal of Accounting and Economics*, 26 (1/3): 271-83.
- Verrecchia, R.E. (2001), Essays on disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 97-180.
- Zaini, E., Norman, M. and Mohamat S.H. (2012), Firm size, disclosure and cost of equity capital, *Asian Review of Accounting*, 20 (2): 119-139
- Zorn, L. (2007), Estimating the cost of equity for Canadian and U.S. firms, *Bank of Canada Review*, (Autumn): 27-35.
- Xu, R. (2009), Reexamination of the relationship between disclosure and cost of capital, *Global, Journal of Business Research*, 3: 15-26.



پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی