

Research Article

## **The effect of the CEO's duality role on the relationship between the quality of disclosure and the cost of capital of companies listed on the Tehran Stock Exchange**

**Sohrab Osta\***

Assistant Professor Accounting Department, Faculty of Management and Accounting, Ilam University, Ilam, Iran.

**Hadi Sheikhi**

PhD Student in Accounting, Allameh Tabatabai University, Tehran, Iran.

**Farshad Sabzalipour**

Assistant Professor Accounting Department, Faculty of Management and Accounting, Ilam University, Ilam, Iran.

### **Abstract**

Identifying the factors affecting the cost of capital of the company is always one of the important issues for investors and managers. Therefore, in this study, the effect of quality of disclosure of financial information on the cost of capital of the company and also the effect of the CEO's dual role on this relationship is examined. To calculate the company's capital cost, the Gordon model and the capital asset pricing model are used, and to measure the quality of disclosure, the quality of Kaznik's (1999) accruals and the disclosure index published by the Stock Exchange Organization are used. Also, the duality of the role of the CEO means that the CEO is simultaneously the chairman or vice-chairman of the board. Finally, the results of the test of research hypotheses on 148 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 2012 to 2018 by regression method, showed that there are an inverse and significant relationship between the quality of disclosure and the cost of capital of companies. There was also no evidence of the duality of the role of the CEO on the cost of capital and the moderating effect of this variable on the relationship between disclosure quality and capital cost.

**Keywords:** Capital Expenditure, Gordon model, Cpital Asset Pricing Model, Role of CEO

پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوازدهم، شماره سوم، پیاپی (۴۵)، پاییز ۱۳۹۹

تاریخ وصول: ۱۳۹۹/۰۲/۲۴

تاریخ بازنگری: ۱۳۹۹/۰۶/۰۱، ۱۳۹۹/۰۶/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۷/۰۵

صص: ۱۰۵-۱۲۴

مقاله پژوهشی

## تأثیر دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های

### پذیرفته شده در بورس تهران

سهراب استا<sup>۱\*</sup>، هادی شیخی<sup>\*\*</sup>، فرشاد سبزعلی پور<sup>\*\*</sup>

\*استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران.

sohrabosta54@gmail.com

\*\*دانشجوی دکترای حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران.

sohrab.ghasrejadid@gmail.com

\*\*\*استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران.

f.sabzahipour@gmail.com

### چکیده

سرمایه‌گذاران و مدیران، همواره به شناسایی عوامل اثرگذار بر هزینه سرمایه شرکت توجه ویژه داشته‌اند؛ بنابراین، در این پژوهش، اثر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر هزینه سرمایه شرکت و نیز اثر تعدیل‌کنندگی دوگانگی نقش مدیرعامل بر این رابطه بررسی شد. برای محاسبه هزینه سرمایه شرکت از مدل گوردون و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و برای اندازه‌گیری کیفیت افشا از کیفیت ارقام تعهدی مدل کازنیک (۱۹۹۹) و شاخص افشای منتشرشده از سازمان بورس استفاده شد. همچنین، منظور از دوگانگی نقش مدیرعامل آن است که مدیرعامل هم‌زمان رئیس یا نائب رئیس هیئت مدیره باشد. درنهایت، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بر ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ به روش رگرسیون، نشان دادند میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین، شواهدی از اثرگذاری دوگانگی نقش مدیرعامل بر هزینه سرمایه و نیز اثر تعدیل‌کنندگی این متغیر بر رابطه کیفیت افشا و هزینه سرمایه مشاهده نشد.

**واژگان کلیدی:** هزینه سرمایه، مدل گوردون، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، دوگانگی نقش مدیرعامل

## مقدمه

شرکت‌ها همواره به دنبال منابع مالی ارزانی‌اند تا بتوانند با کمترین هزینه، آنها را در اختیار و برای مقاصد اقتصادی خود به کار گیرند؛ بنابراین، هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن دارای اهمیت فراوان بوده و همواره موضوع جذاب در تحقیقات علمی بوده است. سرمایه‌گذاران به روش‌هایی نیازمندند که بتوانند با استفاده از آن، هزینه حقوق صاحبان سرمایه را برآورد و از این اطلاعات برای ارزیابی ارزش شرکت استفاده کنند؛ مدیران نیز برای بودجه‌بندی سرمایه‌ای به این اطلاعات نیاز دارند. پژوهشگران دانشگاهی نیز به برآورد اتکاپذیری از هزینه سرمایه نیازمندند تا هنگام ارزیابی تأثیر متغیرهای مدنظر خود بر هزینه سرمایه، بتوانند بر نتایج کار خود اتکا کنند [۳۷]. هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که با کسب آن، ارزش شرکت ثابت می‌ماند [۱۴] یا هزینه سرمایه نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا ثروت سهامداران آن کاهش نیابد [۲]. تعیین دقیق نرخ هزینه سرمایه از دو جنبه حائز اهمیت است؛ بالا در نظر گرفتن این نرخ ممکن است باعث شود شرکت از اجرای طرح‌های کاملاً سودآور، اجتناب کند و پایین در نظر گرفتن این نرخ ممکن است به این موضوع منجر شود که شرکت طرح‌هایی را اجرا کند که ثروت سهامداران را کاهش دهد [۸]. استفاده از هزینه سرمایه در تصمیمات سرمایه‌گذاری، ایجاد مبنای جهت تعیین ساختار بهینه سرمایه، به‌کارگیری در اجاره‌های سرمایه‌ای، اندازه‌گیری شاخص‌های ارزیابی عملکرد و اصولاً استفاده از هزینه سرمایه برای تنزیل جریان‌های نقدی آتی برای تعیین ارزش شرکت، همگی به‌واسطه شناخت هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن، به سرمایه‌گذاران، مدیران، تحلیلگران مالی و ... کمک می‌کند [۱۲].

هزینه سرمایه از عوامل متعددی متأثر می‌شود؛ عواملی همانند اهرم مالی، سودآوری، نوع فعالیت شرکت [۹] نقدینگی، میزان افشا، کیفیت حسابرسی [۵۸]، نظام راهبری [۴۱]، اندازه شرکت [۶].

هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود و هر یک از گروه‌های سرمایه‌گذار، خواهان میزان بازدهی متناسب با ریسک مربوط به آن است. هرچه بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، شرکت زیر بار هزینه سرمایه سهام عادی بیشتری است و برای افزایش ثروت سرمایه‌گذاران خود باید بیشتر تلاش کند. مدیران شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه سهام عادی خود و افزایش ثروت سهامداران سعی در کاهش ریسک سرمایه‌گذاری دارند. با کاهش ریسک اطلاعات با بالابردن کیفیت افشای اطلاعات ارائه‌شده، ریسک سرمایه‌گذاری نیز کاهش می‌یابد [۵۹]؛ بنابراین، توجه به کیفیت اطلاعات گزارش‌شده و سنجش آن برای تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی، مهم و حیاتی است. افشای مطلوب و مناسب، به حل بسیاری از مسائل ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های تهیه‌کننده و استفاده‌کننده صورت‌های مالی منجر خواهد شد؛ بنابراین، تعیین رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی و تأثیرات ناشی از به‌کارگیری شاخص افشا در تهیه اطلاعات و گزارشگری مالی، اهمیت خاصی دارد؛ بنابراین، یکی از عوامل اثرگذار بر هزینه سرمایه، کیفیت افشا است. در این پژوهش، ضمن بررسی مبانی نظری تأثیر کیفیت افشا بر هزینه سرمایه، اثر دوگانگی نقش مدیر عامل بر این رابطه نیز بررسی شده است.

## مبانی نظری پژوهش

هزینه سرمایه هر شرکت از عوامل متعددی متأثر

است و می‌توان تأثیر هر متغیری را بر هزینه سرمایه سهام از مجرای تأثیر آن متغیر بر ریسک پیش روی سرمایه‌گذاران، تعریف و تبیین کرد. سرمایه‌گذاران با توجه به ریسک‌های ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی [۷۱-۱۸-۶۵-۳۵]، ریسک ناتوانی نظام راهبری شرکت [۴۵، ۴۱]؛ ریسک سیستماتیک یا بتا [۴۱-۵۶-۶۹]، ریسک نقدشوندگی [۵۶، ۱۰] و ریسک ناطمینانی پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی [۴۹، ۶۰]، بازده مورد انتظارشان را شکل می‌دهند؛ بنابراین، بررسی تأثیر هر عاملی بر هزینه سرمایه، با تأثیر آن عامل بر این ریسک‌ها مطالعه می‌شود. تأثیر عوامل مختلف بر یک یا چند فقره از ریسک‌های مزبور، باعث تغییر در هزینه سرمایه خواهد شد؛ بدین معنا که اگر متغیری بر یکی از این ریسک‌ها اثرگذار باشد، به‌واسطه تغییر برآورد سرمایه‌گذاران از ریسک مذکور، بر هزینه سرمایه شرکت اثرگذار است.

درباره عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌شود عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل مشکلات نمایندگی ایجاد می‌شود؛ مشکلاتی که با رابطه میان کارگزار و کارگمار مرتبط است. ایزلی و اوهارا [۳۵] بیان می‌کنند زمانی که برخی نسبت به سایرین دارای اطلاعات محرمانه بیشتری باشند، در بازار سرمایه عدم تقارن اطلاعاتی روی می‌دهد [۳۵-۴۰-۷۱]. یک راهکار برای برطرف کردن مشکل عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده از تئوری علامت‌دهی است. کانلی و همکاران [۲۸] از زمانبندی علامت‌دهی برای توضیح فرایند علامت‌دهی میان فرستنده و گیرنده اطلاعات استفاده کردند. برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، فرستنده، اطلاعات را به دریافت‌کننده منتقل می‌کند. دریافت‌کننده، بعد از دریافت و درک اطلاعات، تصمیمی، اتخاذ و این تصمیم را به

فرستنده منتقل می‌کند [۷۱]. راهکار دیگر برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، برطرف کردن تعارض میان مدیر و سرمایه‌گذار از طریق نظارت مکفی است. انتظار می‌رود نظارت مکفی، تعارض میان مدیر و سرمایه‌گذار را حل کند. تعارض میان مدیر و مالک به‌واسطه افزایش عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. مدیران درباره عملکرد خود چشم‌اندازهای آتی شرکت اطلاعات بیشتری در اختیار دارند. این موضوع ممکن است باعث شود سرمایه‌گذار منطقی، هنگام سرمایه‌گذاری در بازاری که در آن عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، دچار اشتباه شود [۶۵]. سازمان همکاری و توسعه اقتصادی در سال ۲۰۰۴ بیان داشت سیاست‌های افشای قوی، یکی از راههای نظارتی مورد انتظار است که اساس دستیابی به اطلاعات کافی را برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران را فراهم می‌کند. افزایش در افشای مورد انتظار ذی‌نفعان برای نظارت، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود. همچنین، اطلاعات مالی اتکاپذیر و افشای مناسب، علاوه بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، اطمینان سرمایه‌گذار و قیمت سهام را افزایش و درنهایت، هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد [۶۸]؛ بنابراین، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه به کاهش هزینه سرمایه شرکت منجر می‌شود [۳۶-۴۰-۷۱].

همچنین، تران [۶۹] بیان داشت کیفیت گزارشگری مالی به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی منجر می‌شود و درنهایت، این اثر به‌نوبه خود بر ریسک سیستماتیک، هزینه سرمایه و هزینه بدهی تأثیر می‌گذارد. جان استون [۴۸] در استدلال این موضوع بیان داشت گزارشگری مالی باکیفیت، موجب می‌شود پیش‌بینی سرمایه‌گذاران

درباره جریان‌های نقدی آتی با اطمینان بیشتری انجام شود و در نتیجه، ریسک مورد انتظار آنها کاهش یابد. این کاهش به کاهش بازده مورد انتظار آنان و هزینه سرمایه شرکت منجر می‌شود.

برای بررسی بُعد دیگری از رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه، به مباحث مرتبط نقدشوندگی اشاره می‌شود. بلوم فیلد و فیشر [۱۹] بیان داشتند افزایش کیفیت افشا به محدود کردن رفتار فرصت طلبانه مدیران (ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی) و کاهش ریسک اطلاعاتی تحمیلی بر سرمایه‌گذاران منجر می‌شود؛ در نتیجه، افشای اطلاعات با کیفیت و دقیق، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود.

کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، به افزایش حجم معاملات و کاهش دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش، و در نهایت، به افزایش نقدشوندگی سهام منجر می‌شود [۶۲]. افزایش نقدشوندگی سهام نیز به کاهش هزینه سرمایه منجر خواهد شد. ستایش و همکاران [۶۷] نیز عدم تقارن اطلاعاتی را عاملی برای کاهش نقدشوندگی سهام معرفی کرده‌اند و بیان داشتند این موضوع در نهایت به افزایش هزینه سرمایه شرکت منجر خواهد شد؛ بنابراین، یکی از اهداف این پژوهش، بررسی تجربی تأثیر کیفیت افشا بر هزینه سرمایه است.

رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه با تأثیر از عوامل مختلف، تعدیل می‌شود. از منظر تئوریک، دوگانگی نقش مدیرعامل ممکن است بر شدت و ضعف رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه، اثرگذار باشد. دوگانگی نقش مدیرعامل به معنای آن است که مدیرعامل شرکت، هم‌زمان، رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد. دوگانگی نقش مدیرعامل، یکی از نشانه‌های نفوذ مدیرعامل است. کاتو و لانگ [۵۱] نفوذ مدیرعامل را به معنای تلاش

برای افزایش قدرت از طریق مالکان و مدیران و افزایش سطح اختیارات در راستای منافع خود تعریف کرده‌اند. هرچه نفوذ مدیرعامل بیشتر شود، توان تغییر و جایگزین کردن او نیز کاهش می‌یابد. مدیرعامل نیز از این نفوذ خود می‌تواند به روش‌های مختلف استفاده کند تا برکنار نشود [۳۴، ۲۵]. شواهد نشان‌دهنده افزایش نفوذ مدیرعامل از روش‌های مختلف مشاهده می‌شود. سنوات سابقه انتساب مدیرعامل در شرکت [۴۶، ۷]، داشتن سهم مالکیتی عمده از سهام شرکت [۳۱-۳۹-۲۷-۱]، داشتن نقش هم‌زمانی مدیرعاملی و ریاست یا نایب ریاست در هیئت‌مدیره [۵۲-۴۶-۷]، همگی نشان‌دهنده نفوذ و قدرت مدیرعامل در شرکت است. دوگانگی نقش به مدیرعامل اجازه می‌دهد اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیئت‌مدیره را به نحو مؤثری، کنترل و از نظارت اثربخش بر خود جلوگیری کند [۴۷]. دوگانه‌نبوده نقش مدیرعامل، یکی از الزامات سیستم کارآمد راهبری شرکت است و موجبات نظارت مستقل و کارآمد هیئت‌مدیره بر مدیرعامل را فراهم می‌سازد. همچنین، دوگانه‌نبوده نقش مدیرعامل سبب می‌شود هماهنگی مدیرعامل با هیئت‌مدیره و قدرت تصمیم‌گیری او کاهش یابد [۵۵].

نفوذ مدیرعامل، در شرایط مختلف محیطی که شرکت در آن قرار دارد، نتایج متفاوتی دارد. بوید [۲۲] بیان داشت دوگانگی نقش مدیرعامل، زمانی که شرکت در نااطمینان‌های محیطی قرار می‌گیرد، منافع فراوانی دارد؛ زیرا در زمان نااطمینان محیطی، وحدت فرماندهی و سرعت تصمیم‌گیری برای عبور از بحران، امری ضروری و دارای منافع فراوان است [۵۳]؛ بدین معنا که هنگام افزایش عدم اطمینان‌های محیطی، دوگانگی نقش مدیرعامل باعث ایجاد وحدت فرماندهی و سرعت تصمیم‌گیری می‌شود و

و همکاران [۴۸] بیان کردند یکی از چهار نقش هیئت‌مدیره شرکت‌های سهامی عام، پایش مدیرعامل به نمایندگی از سهامداران به منظور کاهش رفتار منفعت‌طلبانه آنها است. دوگانگی نقش مدیرعامل سبب کاهش توان هیئت‌مدیره در رابطه با پایش مدیرعامل می‌شود. این موضوع نیز به نوبه خود به افزایش احتمال بروز اعمال فرصت‌طلبانه از جانب مدیرعامل و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود [۵۴]. هرچه قدرت نفوذ مدیرعامل افزایش یابد، توان او در مخفی کردن اطلاعات افزایش می‌یابد و دامنه عدم تقارن اطلاعاتی نیز وسیع‌تر می‌شود [۳۸]؛ در نتیجه، این افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، حتی بدون کاهش کیفیت افشای اطلاعات حسابداری، هزینه سرمایه شرکت بیشتر از حالت طبیعی افزایش می‌یابد. از منظر دیگر، یکی از عوامل اصلی مؤثر بر اثربخشی هیئت‌مدیره، استقلال آن است. یک هیئت‌مدیره اثربخش، ضمن پایش مدیران، به منافع سهامداران اقلیت، توجه ویژه‌ای دارد و در تنظیم استراتژی شرکت ب صورت فعال مشارکت می‌کند. در خصوص ریسک‌پذیری نیز یک هیئت‌مدیره مستقل عموماً سطحی از ریسک را انتخاب می‌کند که ضمن توجه به کنترل زیان احتمالی سهامداران، رشد و بازده بالاتری را برای آنها ایجاد کند؛ بنابراین، به نظر می‌رسد استقلال هیئت‌مدیره از مدیرعامل، بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر بسزایی داشته باشد [۱۶]؛ در نتیجه، این تأثیر بر ریسک‌پذیری شرکت، رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه را تعدیل می‌کند. با توجه به مباحث فوق، یکی دیگر از ابعاد پژوهش حاضر، بررسی اثر تعدیل‌کنندگی دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه است.

این موضوع به تعدیل ریسک عملیات شرکت (افزایش یافته به واسطه افزایش عدم اطمینان محیطی) منجر می‌شود. کاهش ریسک مرتبط با شرکت نیز در نهایت به کاهش هزینه سرمایه شرکت منجر خواهد شد؛ اما در شرایط عدم اطمینان محیطی پایین، ریسک فرصت‌طلبی مدیرعامل افزایش می‌یابد؛ در نتیجه، منفک‌شدن نقش مدیرعاملی از ریاست یا نایب رئیس هیئت‌مدیره سودمندتر است [۵۳]؛ بنابراین، هنگام قرارگرفتن شرکت در شرایط عدم اطمینان، حتی با وجود کاهش کیفیت افشای اطلاعات گزارش‌شده از شرکت، دوگانگی نقش مدیرعامل ممکن است به واسطه وحدت فرماندهی و سرعت تصمیم‌گیری، هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد.

بریکلی و همکاران [۲۳] درباره هزینه‌هایی که ممکن است به واسطه دوگانگی نبودن نقش مدیرعامل در شرکت به وجود آید، از دید تئوری مباشرت بحث کردند. آنها به این نکته اشاره کردند که در مباحث نمایندگی، استقلال هیئت‌مدیره همانند استقلال مدیرعامل است و این موضوع باعث افزایش هزینه نمایندگی (به واسطه استقلال مدیرعامل از هیئت‌مدیره) و کاهش کارایی جریان اطلاعات بین مدیرعامل و هیئت‌مدیره می‌شود؛ بدین معنا که چون مدیرعامل نماینده هیئت‌مدیره است (کارگزار و کارگمار)، استقلال میان این دو موجب ایجاد رابطه نمایندگی می‌شود و ایجاد رابطه نمایندگی باعث ایجاد هزینه‌های نظارت بر نماینده و مشکلات دیگر ناشی از این رابطه می‌شود [۵۳]؛ در نتیجه، دوگانگی نقش مدیرعامل به کاهش یا از بین رفتن هزینه نمایندگی ایجادشده میان او و هیئت‌مدیره منجر می‌شود. این کاهش هزینه نمایندگی (حتی با وجود کاهش کیفیت اطلاعات) ممکن است در نهایت به کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود. همچنین، جانسون

## پیشینه پژوهش

پژوهش‌های متنوعی در حوزه مطالعات مرتبط با اثرپذیری هزینه سرمایه از متغیرهای سطح بازار و سطح شرکت انجام شده است. یکی از عوامل اثرگذار بر متغیر هزینه سرمایه، کیفیت افشای صورت‌های مالی شرکت است. مطالعات دیاموند و وریچیا [۳۳]، بوتوسان و پلومی [۲۰]، بوتوسان و همکاران [۲۱] و لامبرت و همکاران [۵۷] اثر افشا بر هزینه سرمایه را بررسی کردند؛ آنها به این نتیجه رسیدند که افشای اختیاری و کیفیت آن، بر کاهش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام تأثیر می‌گذارد. فرانسیس و همکاران [۴۰] نشان دادند افزایش افشای اختیاری باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شود. بلوم فیلد و فیشر [۱۹] به این نتیجه رسیدند که کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت افشا به واسطه اثرگذاری بر بازده سهام بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد. گیتزمن و ترومبتا [۴۲] در توجیه این رابطه بیان داشتند یکی از نتایج افشا، کاهش شرایط عدم اطمینان است و در نتیجه، این موضوع به کاهش نظارت بر فعالیتهای مدیر، کاهش هزینه‌های تأمین مالی و هزینه سرمایه و در نهایت، افزایش ارزش شرکت منجر می‌شود [۳۲]. همچنین، ساختار حاکمیت شرکتی نیز بر کیفیت افشای گزارشات مالی اثرگذار است. ستیانی و همکاران [۶۸] نظام راهبری شرکتی را عاملی برای اطمینان از شفافیت اطلاعات مالی شرکت معرفی کردند. گاپتا و همکاران [۴۵] بیان می‌دارند مکانیزم راهبری قوی، یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر هزینه سرمایه است. چن و همکاران [۲۶] و گاماریس و لیو [۴۱] نیز نشان دادند کیفیت راهبری شرکتی در سطح شرکت‌ها با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه عکس دارد. به اعتقاد آنها شرکت‌های دارای نظام راهبری بهتر، دارای میانگین هزینه سرمایه سهام عادی کمتری به نسبت شرکت‌های دارای نظام راهبری ضعیف‌ترند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهند نظام راهبری به‌طور مستقیم و غیرمستقیم و با ضریب ریسک سیستماتیک بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر می‌گذارد؛ زیرا نظام

هزینه سرمایه منجر می‌شود. پژوهش‌هایی وجود دارد که تأثیر سیاست‌های حاکمیت شرکتی را بر هزینه سرمایه بررسی کرده‌اند. تران [۶۹] بیان داشت نظام راهبری شرکت بر کیفیت گزارشگری مالی مؤثر است و کیفیت گزارشگری مالی نیز به‌نوبه خود به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی منجر می‌شود و در نهایت، این اثر نیز به‌نوبه خود بر ریسک سیستماتیک، هزینه سرمایه و هزینه بدهی تأثیر می‌گذارد. ساندر و بویوی [۶۴] دریافتند انتقال اطلاعات مرتبط با راهبری شرکت به سرمایه‌گذاران، برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و نیز کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه است. ستیانی و همکاران [۶۸] رابطه بین استقلال اعضا، افشای اختیاری و هزینه سرمایه سهام عادی را بررسی کردند. مطالعه آنها بررسی می‌کند چگونه نظام راهبری شرکت بر هزینه سرمایه تأثیرگذار است. یافته‌های آنها نشان می‌دهند رابطه معنی‌داری بین استقلال اعضا و هزینه سرمایه سهام عادی وجود ندارد. با وجود این، یافته‌ها نشان می‌دهند رابطه معنی‌داری بین امتیاز افشای اختیاری و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد. گاپتا و همکاران [۴۵] بیان می‌دارند مکانیزم راهبری قوی، یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر هزینه سرمایه است. چن و همکاران [۲۶] و گاماریس و لیو [۴۱] نیز نشان دادند کیفیت راهبری شرکتی در سطح شرکت‌ها با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه عکس دارد. به اعتقاد آنها شرکت‌های دارای نظام راهبری بهتر، دارای میانگین هزینه سرمایه سهام عادی کمتری به نسبت شرکت‌های دارای نظام راهبری ضعیف‌ترند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهند نظام راهبری به‌طور مستقیم و غیرمستقیم و با ضریب ریسک سیستماتیک بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر می‌گذارد؛ زیرا نظام

راهبری بنگاه به‌طور معنی‌داری با ریسک سیستماتیک آن رابطه دارد.

دوگانگی نقش مدیرعامل نیز یکی از ویژگی‌هایی است که در حاکمیت شرکتی، منشأ اثرگذاری بر کیفیت صورت‌های مالی و هزینه سرمایه می‌شود. گل و لئونگ [۴۳] دوگانگی نقش مدیرعامل را عاملی برای کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری معرفی کردند. کاهش کیفیت افشا نیز باعث کاهش کارایی و اثربخشی تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود و ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد و درنهایت، این افزایش ریسک سرمایه‌گذاری به افزایش هزینه سرمایه منجر می‌شود. دیلی و دالتون [۳۰] اظهار داشتند دوگانگی نقش مدیرعامل موجب افزایش احتمال ورشکستگی شرکت می‌شود. آنها دلیل این موضوع را اینگونه بیان کردند که افزایش قدرت مدیرعامل با اعطای نقش دوگانه به او موجب خواهد شد حتی زمانی که عملکرد ضعیفی نیز دارد، باز در رأس تصمیم‌گیری شرکت باقی بماند و نتیجه مستقیم دوگانگی نقش مدیرعامل در این حالت، افزایش احتمال ورشکستگی شرکت خواهد بود؛ زیرا ضعف در عملکرد راهبری شرکت و نیز ناتوانی در برکنارکردن مدیرعامل (به‌واسطه نفوذش)، باعث تشدید خطرات مرتبط با تداوم فعالیت شرکت می‌شود که این موضوع به افزایش هزینه سرمایه شرکت منجر می‌شود [۵۳].

بحرالعلوم و شمسی [۵] نشان دادند کیفیت افشای سرمایه فکری (افشای سرمایه ساختاری، افشای سرمایه انسانی و افشای سرمایه رابطه‌ای) بر هزینه سرمایه سهام عادی، تأثیری معنادار و معکوس دارد. مهربان‌پور و میری چیمه [۱۷] رابطه منفی و معناداری بین هزینه سرمایه شرکت با شاخص

راهبری شرکتی مشاهده کردند که نشان می‌دهد وجود راهبری شرکتی مؤثر و قوی، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تضمین گزارشگری دقیق و صحیح مدیریت، شفافیت بیشتر و جلب اعتماد ذی‌نفعان و در پی آن، کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. باغومیان و همکاران [۳] ضمن تأیید وجود رابطه معنادار متغیرهای افشای اختیاری، پراکندگی مالکیت، مالکیت مدیریتی و مالکیت دولتی با هزینه سرمایه مالکانه، نشان دادند ویژگی‌های ساختار مالکیت بر رابطه معکوس میان افشای اختیاری و هزینه سرمایه مالکانه تأثیر می‌گذارد؛ به طوری که افزایش پراکندگی مالکیت و مالکیت مدیریتی، موجب تشدید و افزایش مالکیت دولتی، موجب تضعیف رابطه یادشده می‌شود. نتیجه پژوهش صالحی و همکاران [۱۱] نشان‌دهنده تأثیر مستقیم و غیرمستقیم معنادار راهبری شرکتی و تأثیر غیرمستقیم معنادار ساختار رقابتی صنعت بر هزینه سرمایه است؛ به گونه‌ای که تأثیر مستقیم راهبری شرکتی، قوی‌تر از تأثیر غیرمستقیم آن است. تأثیر مستقیم ساختار صنعت بر هزینه سرمایه معنادار نیست. باغومیان و نقدی [۴] رابطه معناداری میان متغیرهای راهبری شرکتی (مالکیت مدیران) و سطح افشای اختیاری مشاهده نکردند. ستایش و همکاران [۱۰] دریافتند رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و سؤال‌های مطرح‌شده، فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: کیفیت افشا بر هزینه سرمایه شرکت، تأثیر معکوس و معناداری دارد.



فرضیه دوم: دوگانگی نقش مدیرعامل بر هزینه سرمایه شرکت، تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

فرضیه سوم: دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت، تأثیر معناداری دارد.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، علی - مقایسه‌ای (پس‌رویدادی) است. بُعد زمانی پژوهش، مقطعی است. در این پژوهش، برای جمع‌آوری اطلاعات مرتبط با مبانی نظری، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. داده‌ها با نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سایت رسمی سازمان بورس، بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران (کدال)، سایت شرکت‌ها (به‌منظور دستیابی به عکس مدیران) جمع‌آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز با نرم‌افزار Eviews انجام شده است.

### جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری تحقیق حاضر شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی پژوهش نیز از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷، یعنی ۸ سال است. نمونه‌گیری نیز به روش غربالگری یا حذف نظام‌مند، براساس قیود زیر انجام شده است:

- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- اطلاعات صورت‌های مالی آنها به صورت کامل و پیوسته، در دوره بررسی، دردسترس باشد.
- به دلیل تفاوت ساختار صورت‌های مالی، جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی

نباشد.

- بیش از سه ماه، وقفه معاملاتی در طول هر سال، در بورس نداشته باشد.
- با توجه به قلمرو زمانی پژوهش و قیود مطرح شده، تعداد ۱۴۸ شرکت، برای نمونه، در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ انتخاب شدند.

### متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، در مجموع از هشت متغیر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده که ترکیبی از دو متغیر وابسته، سه متغیر مستقل و سه متغیر کنترلی است. همچنین، شایان ذکر است جمله تعاملی متغیر جدیدی نیست، بلکه از حاصل ضرب دو متغیر دیگر حاصل می‌شود. تعریف عملیاتی متغیرهای مذکور به شرح ذیل است:

متغیر وابسته هزینه سرمایه: به منظور محاسبه این متغیر، از دو مدل گوردون (GROD) و الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استفاده شده است. در الگوی گوردن برای هر سال - شرکت از رابطه (۱) محاسبه می‌شود:

$$\text{Cost}_1 = d_1 / p_0 + g \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در این رابطه Cost هزینه سرمایه شرکت در سال جاری،  $d_1$  سود تقسیمی شرکت در سال جاری،  $P_0$  قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره و  $g$  نرخ رشد سهام شرکت است که برای محاسبه آن از رابطه (۲) استفاده می‌شود.

$$g = \text{ROE} * \text{RR} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که ROE نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام) و RR نسبت سود انباشته توزیع نشده بین سهامداران است که از رابطه (۳) به دست می‌آید:

$$\text{RR} = 1 - \text{DPS} / \text{EPS} \quad \text{رابطه (۳)}$$

DPS سود تقسیمی هر سهم و EPS سود هر سهم

است (صفری بیدسکان، ۱۳۹۵).

الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) نیز دومین معیار محاسبه متغیر هزینه سرمایه شرکت است که از رابطه (۴) محاسبه می‌شود:

$$Cost = R_f + (R_m - R_f) * \beta \quad (۴)$$

در این رابطه  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک است که از نرخ سود سپرده یکساله استفاده می‌شود و  $R_m$  نرخ بازده بازار است و  $\beta$  نیز ریسک سیستماتیک سهام شرکت است که برای محاسبه آن از کواریانس بازده بازار و بازده سهم تقسیم بر واریانس بازده بازار استفاده می‌شود [۲۴].

متغیرهای مستقل برای آزمون فرضیه‌های پژوهش شامل متغیر کیفیت افشا (محاسبه‌شده براساس کیفیت ارقام تعهدی مدل کازنیک [۵۰] و شاخص افشای منتشرشده از سازمان بورس) و دوگانگی نقش مدیرعامل (در آزمون فرضیه دوم به‌عنوان متغیر مستقل و در آزمون فرضیه سوم متغیر تعدیل‌کننده) است. برای محاسبه متغیر کیفیت افشای محاسبه‌شده براساس کیفیت ارقام تعهدی مدل کازنیک [۵۰] از رابطه (۵) استفاده می‌شود:

$$TAC_{i,t} / A_{i,t-1} = a_1 + a_2 [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1}] + a_3 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + a_4 (CFO_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (۵)$$

که در این رابطه TAC کل ارقام تعهدی شرکت (سود خالص منهای جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت)،  $A_{i,t-1}$  کل دارایی‌های شرکت در ابتدای دوره،  $\Delta REV_{i,t}$  تغییر در درآمد شرکت نسبت به سال قبل،  $\Delta REC_{i,t}$  تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت نسبت به سال قبل،  $PPE_{i,t}$  اموال ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت و  $CFO_{i,t}$  جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت (منتشرشده در صورت جریان وجوه نقد) است. معیار کیفیت ارقام تعهدی نیز جز اخلاص ( $\varepsilon_{i,t}$ ) است. هرچه مقدار این متغیر بزرگ‌تر باشد، ارقام تعهدی اختیاری،

بیشتر در سود، و کیفیت افشا پایین‌تر است.

دیگر معیار به‌کاررفته برای اندازه‌گیری کیفیت افشا، شاخص افشای اجباری ارائه‌شده از سازمان بورس اوراق بهادار است؛ این شاخص براساس میانگین وزنی معیارهای به‌موقع بودن و اتکاپذیر بودن اطلاعات افشاشده از شرکت‌ها است [۱۵]. متغیر دیگر نیز دوگانگی نقش مدیرعامل است که اگر مدیرعامل هم‌زمان رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت، صفر است [۵۲].

اولین متغیر کنترلی نیز شامل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت ( $Mt/Bv$ ) است. هرچه میزان فرصت‌های رشد بیشتر باشد، شرکت به‌منظور از دست ندادن پروژه‌های با ارزش، وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کند؛ بنابراین، هرچقدر شرکتی فرصت سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشد، سود تقسیمی کمتری پرداخت می‌کند و می‌توان به‌صورت عملی برای ارزیابی سرمایه‌گذاری، بازده ارزش ویژه را با هزینه سرمایه ارزش ویژه یا هزینه فرصت سهامداران مقایسه کرد. وجود فرصت‌های رشد در شرکت‌ها غالباً منافع کوتاه‌مدت سهامداران اقلیت را به خطر می‌اندازد؛ از این رو بازار سرمایه، اخبار بد مربوط به این شرکت را به دقت رصد می‌کند و واکنش‌های شدیدی به آن نسبت می‌دهد.

دومین متغیر کنترلی نسبت اهرمی ( $LEV$ ) است که از تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام سرمایه به دست می‌آید [۶۳]. به دلایل زیر اهرم مالی به‌عنوان متغیر کنترلی انتخاب شده است: نخست اینکه، نفوذ مدیرعامل بر ساختار سرمایه شرکت تأثیرگذار است [۲۹] و دوم اینکه افزایش بدهی‌ها باعث افزایش عملکرد مدیران می‌شود [۷۰].

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسنادکاوی استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز در این پژوهش با نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شدند و به منظور تخمین مدل‌های پژوهش از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شد. برای تعیین نوع روش به‌کارگیری داده‌های ترکیبی، از آزمون F لیمر و برای تعیین نوع مدل داده‌های تابلویی (مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شده است. برای تعیین معنادار بودن مدل رگرسیون و پارامترهای حاصل از تخمین مدل رگرسیون، به ترتیب از آماره‌های F و t استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، نسخه ۱۰ نرم‌افزار ایویوز (Eviews) استفاده شده است. درخور ذکر است آزمون‌های آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام شده‌اند.

### آمار توصیفی

در نگاره (۱)، آمار توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه شده است. با توجه به استفاده از روش داده‌های تلفیقی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و تعداد ۱۴۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷، در مجموع ۱۱۸۴ مشاهده برای هر متغیر محاسبه شده است. براساس مشاهدات نگاره (۲)، تغییرات هزینه سرمایه محاسبه شده به روش گوردون در بازه 0/02 تا ۷۷ درصد و تغییرات هزینه سرمایه محاسبه شده به روش مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در بازه ۱ الی ۱۰۱ درصد است. همچنین، میانگین محاسبه شده برای این متغیرها نیز به ترتیب ۲۳ و ۳۱ است. تغییرات دیگر متغیرها نیز به همین ترتیب در نگاره (۱) ارائه شده‌اند.

بازده حقوق صاحبان سرمایه (ROE) است. این متغیر، میزان کارایی یک شرکت در خلق سود خالص را برای سهامداران بررسی می‌کند، همچنین، نفوذ مدیرعامل بر میزان کارایی شرکت تأثیرگذار است؛ به همین دلیل، به‌عنوان متغیر کنترلی انتخاب شده است.

### مدل‌های آماری استفاده شده برای آزمون

#### فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی (۶) الی (۸) استفاده شد. این مدل‌ها عبارت‌اند از:

$$\text{Roeit} = \beta_0 + \beta_1 \text{DisQit} + \beta_2 \text{MtoBvit} + \beta_3 \text{Levit} + \beta_4 \text{Roeit} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

$$\text{Roeit} = \beta_0 + \beta_1 \text{DisQit} + \beta_2 \text{CEODit} + \beta_3 \text{MtoBvit} + \beta_4 \text{Levit} + \beta_5 \text{Roeit} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

$$\text{Roeit} = \beta_0 + \beta_1 \text{DisQit} + \beta_2 \text{CEODit} + \beta_3 \text{DisQ} - \text{CEODit} + \beta_4 \text{MtoBvit} + \beta_5 \text{Levit} + \beta_6 \text{Roeit} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

که در آن:

Cost: هزینه سرمایه شرکت i در سال t؛

DisQ: کیفیت افشای شرکت i در سال t؛

CEOD: دوگانگی نقش مدیرعامل شرکت i در سال t؛

Lev: اهرم مالی شرکت i در سال t؛

Mt/Bv: ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت i در سال t؛

Roe: بازده حقوق صاحبان سرمایه شرکت i در سال t؛

$\epsilon_{it}$ : مقدار خطا (جزء اخلاص) است.

### نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	نماد	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
هزینه سرمایه گوردون	Cost1	۲۳/۲۵۶	۱۱/۱۲۶	۷۶/۷۹۴	۰/۰۲۶۲	۲۴/۵۷۶
هزینه سرمایه	Cost2	۳۱/۲۴۱	۲۱/۶۱۸	۱۰۱/۷۶	۱/۰۶۸	۲۲/۰۴۰
کیفیت افشا - اقلام تعهدی	DisQ1	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۲۲	۱/۱۳۸۲	-۰/۸۰	۰/۱۵۷۲
کیفیت افشا - امتیاز بورس	DisQ2	۷۶/۲۹۲	۸۰/۶۰۵	۹۹/۶۷۴	۷/۶۷۶۰	۱۶/۴۲۷
اهرم مالی	Lev	۰/۰۸۱۸	۰/۰۴۲۱	۰/۳۴۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۹۲۸
ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	Mt/Bv	۵/۲۷۲۷	۱/۹۷۰۲	۲۱/۹۵۰	۰/۰۰۰۳	۶/۴۸۴۶
بازده حقوق صاحبان سرمایه	ROE	۲۶/۲۲۸	۱۵/۹۸۶	۸۴/۳۴۶	-۱۷/۹	۲۸/۲۴۴

منبع: یافته‌های پژوهش

### آمار استنباطی

به دست آمد؛ بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد، همۀ متغیرها مانا هستند (برای جلوگیری از طولانی شدن مقاله، نتایج به صورت نگارشی ارائه نشدند).

### آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول پژوهش بیان می‌دارد کیفیت افشا بر هزینه سرمایه شرکت، تأثیر معکوس و معناداری دارد. با توجه به متغیرهای به کاررفته برای محاسبه هزینه سرمایه و همچنین، متغیرهای به کاررفته برای محاسبه کیفیت افشا، نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، با استفاده از رابطه (۶) در نگاره (۲) ارائه شده‌اند:

پیش از آزمون هر فرضیه پژوهش، ابتدا با استفاده از آزمون اف - لیمر، داده‌های ترکیبی در برابر مدل داده‌های تابلویی انتخاب شدند و در صورت پذیرش داده‌های تابلویی، از آزمون هاسمن برای انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی، استفاده و پس از تعیین روش رگرسیون مناسب براساس این دو آزمون، مدل مدنظر برآورد شد؛ نتایج آن در نگاره مربوط به آزمون هر فرضیه ارائه شده‌اند. همچنین، به منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شد که سطح معناداری آماره از برای همۀ متغیرها از سطح احتمال ۵ درصد کوچک‌تر

### نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

	متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost1) گوردون		متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost2) گوردون		متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost2) CAPM		متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost2) CAPM	
	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب
اف لیمر	۰۰۰/۰	۵۱۰۹/۳	۰۰۰/۰	۴۸۹۸/۰	۰۰۰/۱	۵۳۹۹/۰	۰۰۰/۱	۰۰۰/۱
هاسمن	۰۲۷/۰	۲۷۳۴/۱۱	۰۱۰/۰	۴۳۶۶/۱۸	---	---	---	---
DisQ1	۰۰۰/۰	۹۸۰۶/۰	---	۸۹۵/۴۸	۰۰۰/۰	---	---	---
DisQ2	---	---	۰۰۷/۰	۰۱۲۶/۰-	---	۲۹۶۵/۰-	---	۰۰۲۶/۰
Mt/Bv	۰۰۵/۰	۰۲۲۶/۰-	۴۳۹/۰	۰۰۹۱/۰-	۵۵۱/۰	۵۴۵/۵۲-	۰۰۳۰/۰	۰۰۳۰/۰
Lev	۰۰۲/۰	۹۰۷۰۹/۶	۰۰۲/۰	۵۶۰۴/۶	۳۶۴۲/۰	۴۵۹۱/۰	۰۷۴۳/۰	۰۷۴۳/۰
ROE	۰۰۰/۰	۷۳۳۹۳/۰	۰۰۰/۰	۷۱۷۹/۰	۹۸۹۱/۰	۰۱۰۸/۰-	۸۵۲۴/۰	۸۵۲۴/۰
آماره	۰۰۰/۰	۲۲۰۹/۱۳۰	۰۰۰/۰	۲۶۱۴/۱۴۱	۰۰۱/۰	۲۱۴۵۹/۵	۰۰۰۳/۰	۰۰۰۳/۰
ضریب تعیین	۹۵/۰		۹۵/۰		۰۲۷/۰		۰۱۷/۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۹۴/۰		۹۴/۰		۰۲۴/۰		۰۱۴/۰	
دوربین واتسون	۱۰/۲		۱۰/۲		۴/۲		۵/۲	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون اف لیمر و در صورت نیاز آزمون هاسمن در بخش اول نگاره (۲) ارائه شده‌اند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود براساس این نتایج، زمانی که متغیر وابسته هزینه سرمایه، گوردون است، از مدل داده‌های تابلویی و الگوی اثرات ثابت برای برآورد مدل رگرسیونی استفاده می‌شود (سطح معناداری آماره اف لیمر و هاسمن، هر دو کمتر از ۵ درصد است) و زمانی که از متغیر وابسته هزینه سرمایه براساس مدل قیمت‌گذاری سرمایه‌ای استفاده می‌شود، مدل داده‌های ترکیبی به کار گرفته می‌شود (سطح معناداری آماره اف لیمر، بیشتر از ۵ درصد است).

نتایج مدل رگرسیونی مربوط به آزمون فرضیه اول در بخش دوم نگاره (۲) ارائه شده‌اند که شامل چهار ستون است؛ در ستون اول، متغیر وابسته هزینه سرمایه گوردون و متغیر مستقل کیفیت افشا براساس معیار کیفیت اقلام تعهدی، در ستون دوم، متغیر وابسته هزینه سرمایه گوردون و متغیر مستقل کیفیت افشا براساس معیار امتیاز بورس، در ستون سوم، متغیر وابسته هزینه سرمایه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و متغیر مستقل کیفیت افشا براساس معیار کیفیت اقلام تعهدی و در نهایت، در ستون چهارم، متغیر وابسته هزینه سرمایه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و متغیر مستقل کیفیت افشا براساس معیار امتیاز بورس آمده‌اند. در هر چهار ستون، سطح معناداری متغیر کیفیت افشا از ۵ درصد کمتر است (برای مثال، در ستون اول، سطح معناداری متغیر مستقل ۰/۰۰۰ است)؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه اول پژوهش، مبنی بر تأثیر کیفیت افشا بر هزینه سرمایه شرکت، پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج نگاره (۲)، زمانی که متغیر مستقل کیفیت افشا براساس معیار کیفیت اقلام تعهدی است،

مقدار ضریب به‌دست‌آمده مثبت است (به ترتیب ۰/۹۸ و ۴۸/۹۸) که نشان از وجود رابطه مثبت میان این دو متغیر است؛ بدین معنا که هرچه مقدار متغیر کیفیت افشای محاسبه‌شده در این حالت، بیشتر شود، مقدار متغیر وابسته نیز افزایش می‌یابد. همچنین، در محاسبه متغیر کیفیت افشا براساس کیفیت اقلام تعهدی بیان شد هرچه مقدار این متغیر بزرگ‌تر باشد، نشان‌دهنده اقلام تعهدی بیشتری در سود و کیفیت افشای پایین‌تر است؛ بنابراین، در این حالت، میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین، زمانی که متغیر مستقل کیفیت افشا براساس معیار امتیاز بورس است، مقدار ضریب به‌دست‌آمده منفی است (به ترتیب ۰/۰۱- و ۰/۲۹-) که نشان از وجود رابطه منفی میان این دو متغیر است؛ بدین معنا که هرچه مقدار متغیر کیفیت افشای محاسبه‌شده در این حالت، بیشتر شود، مقدار متغیر وابسته کاهش می‌یابد؛ بنابراین، در این حالت نیز میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. به‌طور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش بدین صورت است که «کیفیت افشا بر هزینه سرمایه شرکت، تأثیر معکوس و معناداری دارد».

### آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌دارد دوگانگی نقش مدیرعامل بر هزینه سرمایه شرکت، تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به متغیرهای به‌کاررفته برای محاسبه هزینه سرمایه و نیز متغیرهای به‌کاررفته برای محاسبه کیفیت افشا، نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، با استفاده از رابطه (۷) در نگاره (۳) ارائه شده‌اند:

## نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost2) CAPM		متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost2) CAPM		متغیر وابسته: هزینه سرمایه گوردون (Cost2)		متغیر وابسته: هزینه سرمایه گوردون (Cost1)		
معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	
۱/۰۰۰	۰/۵۴۷۴	۱/۰۰۰	۰/۵۰۳۷	۰/۰۰۰	۳/۳۵۴۵	۰/۰۰۰	۳/۵۳۹۳	اف لیمر
---	---	---	---	۰/۰۰۱۶	۱۹/۴۰۸۹	۰/۰۳۷۹	۱۱/۷۸۱۶	هاسمن
---	---	۰/۰۰۰	۴۸/۸۳۳۸	---	---	۰/۰۰۰۱	۱/۵۹۷۷	DisQ1
۰/۰۰۲۷	-۰/۲۹۵۶	---	---	۰/۰۰۴۸	-۰/۰۱۹۲۶	---	---	DisQ2
۰/۸۵۳۵	-۰/۶۹۷۲	۰/۸۱۵۸	-۰/۸۷۶۸	۰/۱۶۱۴	-۰/۶۸۶۵	۰/۰۸۲۰	-۰/۸۴۴۹	CEOD
۰/۰۰۳۰	-۵۲/۷۲۷	۰/۵۴۱۱	-۱۱/۰۵۱	۰/۹۷۱۶	-۰/۰۰۰۹	۰/۴۹۸۶	-۰/۰۱۶۸	Mt/Bv
۰/۰۷۷۰	۰/۴۵۵۹	۰/۳۷۲۵	۰/۲۳۳۸	۰/۰۰۰۳	۸/۳۰۹۰۷	۰/۰۰۰۲	۸/۳۰۷۳	Lev
۰/۸۴۷۷	-۰/۰۱۱۲	۰/۹۸۲۴	-۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۰	۰/۷۲۰۴	۰/۰۰۰	۰/۷۳۵۳	ROE
۰/۰۰۰۹	۴/۱۷۵۴	۰/۰۰۰	۶/۶۴۷۵	۰/۰۰۰	۱۴۶/۷۹۷۵	۰/۰۰۰	۱۲۹/۰۷۳۱	آماره
۰/۰۱۷		۰/۰۲۷		۰/۹۵۵		۰/۹۵		ضریب تعیین
۰/۰۱۳		۰/۰۲۳		۰/۹۴۹		۰/۹۴		ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۴		۲/۴		۲/۱		۲/۱		دوربین واتسون

منبع: یافته‌های پژوهش

وابسته هزینه سرمایه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و در هر چهار ستون، متغیر مستقل دوگانگی نقش مدیرعامل است. در هر چهار ستون، سطح معناداری متغیر مستقل دوگانگی نقش مدیرعامل از ۵ درصد بیشتر است (برای مثال، در ستون اول سطح معناداری متغیر مستقل 0/0820 است)؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر دوگانگی نقش مدیرعامل بر هزینه سرمایه شرکت، پذیرفته نمی‌شود؛ بنابراین، ضرایب به‌دست‌آمده معنادار نیست و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. به‌طور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش بدین صورت است که «دوگانگی نقش مدیرعامل بر هزینه سرمایه شرکت تأثیر معناداری ندارد».

## آزمون فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌دارد دوگانگی نقش

نتایج حاصل از آزمون اف لیمر و در صورت نیاز آزمون هاسمن در بخش اول نگاره (۳) ارائه شده‌اند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود نتایج حاصل از این دو آزمون نشان می‌دهند زمانی که متغیر وابسته هزینه سرمایه، گوردون است، می‌باید از مدل داده‌های تابلویی و الگوی اثرات ثابت استفاده شود (سطح معناداری آماره اف لیمر و هاسمن، هر دو کمتر از ۵ درصد است) و زمانی که از متغیر وابسته هزینه سرمایه محاسبه شده براساس مدل قیمت‌گذاری سرمایه‌ای استفاده می‌شود، می‌باید مدل داده‌های ترکیبی به کار گرفته شود (سطح معناداری آماره اف لیمر، بیشتر از ۵ درصد است).

نتایج مدل رگرسیونی مربوط به آزمون فرضیه دوم در بخش دوم نگاره (۳) ارائه شده‌اند که شامل چهار ستون است؛ در ستون اول و دوم، متغیر وابسته هزینه سرمایه گوردون و در ستون سوم و چهارم، متغیر

مدیرعامل بر رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت تأثیر معناداری دارد. آزمون این فرضیه با بررسی معناداری متغیر تعاملی کیفیت افشا و دوگانگی نقش مدیرعامل آزمون می‌شود. با توجه به متغیرهای به‌کاررفته برای محاسبه هزینه سرمایه و نیز متغیرهای به‌کاررفته برای محاسبه کیفیت افشا، نتایج حاصل از آزمون این فرضیه، با استفاده از رابطه (۸) در نگاره (۴) ارائه شده‌اند.

#### نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost2) CAPM		متغیر وابسته: هزینه سرمایه (Cost2) CAPM		متغیر وابسته: هزینه سرمایه گوردون (Cost2)		متغیر وابسته هزینه سرمایه گوردون (Cost1)		
معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	معناداری	ضریب	
۱/۰۰۰	۰/۵۴۵۵	۱/۰۰۰	۰/۵۰۵۶	۰/۰۰۰	۳/۳۵۲۷	۰/۰۰۰	۳/۵۲۱۵	اف لیمر
---	---	---	---	۰/۰۰۱	۲۱/۰۸۶۷	۰/۰۱۶	۱۵/۵۸۳۳	هاسمن
---	---	۰/۰۰۰	۴۸/۱۵۸۲	---	---	۰/۰۰۱	۱/۵۹۸۹	DisQ1
۰/۰۰۳۴	-۰/۳۱۴۵	---	---	۰/۰۰۶	-۰/۰۱۹۲	---	---	DisQ2
۰/۶۳۷۳	-۹/۴۴۴۷	۰/۸۱۷۳	-۰/۸۶۹۹	۰/۰۹۹	-۰/۷۸۲۷	۰/۰۹۸	-۰/۸۴۴۸	CEOD
۰/۶۵۶۵	۰/۱۱۲۲	۰/۸۸۵۰	۳/۷۰۱۵	۰/۹۱۴	۰/۰۰۱	۰/۹۹۴	-۰/۰۰۶۷	DisQ*CEOD
۰/۰۰۳	-۵۲/۶۹۷	۰/۵۳۸۷	-۱۱/۱۲۳	۰/۹۶۰	۰/۰۰۱۳	۰/۴۹۶	-۰/۰۱۶۸	Mt/Bv
۰/۰۷۸۴	۰/۴۵۴۱	۰/۳۷۴۲	۰/۲۳۳۲	۰/۰۰۰	۸/۵۲۰۸	۰/۰۰۰	۸/۳۰۷۴	Lev
۰/۸۵۲۶	-۰/۰۱۰۸	۰/۹۸۵۴	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۷۱۸۵	۰/۰۰۰	۰/۷۳۵۳	ROE
۰/۰۰۱۸	۳/۵۱۲۲	۰/۰۰۰۱	۵/۵۳۸۷	۰/۰۰۰	۱۴۳/۹۷۷	۰/۰۰۰	۱۲۸/۱۰۱	آماره
۰/۰۱۷		۰/۰۲۷		۰/۹۵۵		۰/۹۵		ضریب تعیین
۰/۰۱۳		۰/۰۲۳		۰/۹۴۸		۰/۹۴		ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۴۸		۲/۴۰		۲/۱۱		۲/۰۹۹		دوربین واتسون

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون اف لیمر و در صورت نیاز آزمون هاسمن در بخش اول نگاره (۴) ارائه شده‌اند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود براساس این نتایج، زمانی که متغیر وابسته هزینه سرمایه، گوردون است، از مدل داده‌های تابلویی و الگوی اثرات ثابت برای برآورد مدل رگرسیونی استفاده می‌شود (سطح معناداری آماره اف لیمر و هاسمن، هر دو کمتر از ۵ درصد است) و زمانی که از متغیر وابسته هزینه سرمایه محاسبه شده براساس مدل قیمت‌گذاری سرمایه‌ای استفاده می‌شود، مدل داده‌های ترکیبی به کار گرفته می‌شود (سطح معناداری آماره اف لیمر، بیشتر از ۵ درصد است). نتایج مدل رگرسیونی مربوط به آزمون فرضیه سوم در بخش دوم نگاره (۴) ارائه شده‌اند که شامل چهار ستون است؛ در ستون اول و دوم، متغیر وابسته هزینه سرمایه گوردون و در ستون سوم و چهارم، متغیر وابسته هزینه سرمایه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. همچنین، نحوه آزمون فرضیه سوم، بررسی معناداری ضریب متغیر تعاملی کیفیت افشا و دوگانگی نقش مدیرعامل در هر چهار ستون است. با توجه به نتایج ارائه شده در نگاره (۴)، در هر چهار ستون، سطح معناداری متغیر تعاملی از ۵

درصد بیشتر است (برای مثال، در ستون اول، سطح معناداری متغیر تعاملی ۰/۹۹۴ است)؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه سوم پژوهش، مبنی بر تأثیر دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت، پذیرفته نمی‌شود؛ بنابراین، ضرایب به‌دست‌آمده معنادار نیست و فرضیه سوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. به‌طور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش بدین صورت است که «دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت تأثیر معناداری ندارد».

### بحث و نتیجه‌گیری

طبق آنچه در مبانی نظری پژوهش بیان شد به‌طور خلاصه کیفیت افشا از پنج طریق، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد: (۱) کاهش عدم تقارن اطلاعاتی؛ (۲) کاهش ریسک سیستماتیک؛ (۳) افزایش توان راهبری شرکتی؛ (۴) افزایش نقدشوندگی سهام شرکت و (۵) کاهش نا اطمینانی در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی. نتایج بسیاری از پژوهش‌ها همانند دیاموند و وریچیا [۳۳]، بوتوسان و پلومی [۲۰]، بوتوسان و همکاران [۲۱]، لامبرت و همکاران [۵۷] و فرانسیس و همکاران [۴۰] نیز پشتیبان این رابطه معکوس‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر رابطه منفی میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت با پژوهش‌های پیشین سازگار است.

درباره دوگانگی نقش مدیرعامل نیز بیان شد در شرایط مختلف محیطی که شرکت در آن قرار دارد، دوگانگی نقش مدیرعامل دارای نتایج متفاوت است؛ برای مثال، در زمان عدم اطمینان محیطی، به‌واسطه ایجاد وحدت فرماندهی و سرعت تصمیم‌گیری برای عبور از بحران، دوگانگی نقش مدیرعامل دارای منافع

فراوان است و این موضوع به تعدیل ریسک عملیات شرکت منجر می‌شود. کاهش ریسک مرتبط با شرکت نیز در نهایت به کاهش هزینه سرمایه شرکت منجر خواهد شد؛ اما در شرایط عدم اطمینان محیطی پایین، ریسک فرصت‌طلبی مدیرعامل افزایش می‌یابد؛ درنتیجه، منفک‌شدن نقش مدیرعاملی از ریاست یا نایب رئیس هیئت‌مدیره سودمندتر است. نتایج پژوهش کراس و همکاران [۵۳]، گل و لئونگ [۴۳]، دیلی و دالتون [۳۰] و ستیانی و همکاران [۶۸] نیز مؤید وجود این رابطه معنادار است. هرچند مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح‌شده مؤید اثرگذاری دوگانگی نقش مدیر بر هزینه سرمایه شرکت است، نتایج پژوهش حاضر با مبانی نظری و پیشینه پژوهش متفاوت است و وجود این رابطه را تأیید نکرد. به نظر می‌رسد دلیل این امر، وجود قوانین متفاوت در رابطه با دوگانگی نقش مدیرعامل در صنایع مختلف در ایران است؛ بدین صورت که براساس اساسنامه برخی شرکت‌ها (یا قوانین آن صنعت) دوگانگی نقش مدیرعامل، ممنوع است؛ اما در صنعت دیگر، الزامی است (الزامات قانونی متفاوت ممکن است بر نتایج تحقیق حاضر اثر گذاشته باشد)؛ درنتیجه، با توجه به الزامات مختلف در رابطه با دوگانگی نقش مدیرعامل در صنایع مختلف، به نظر می‌رسد هنوز در ایران به حرکت هدفمند برای کارکردن وضعیت شرکت در این رابطه توجه نشده است.

درباره فرضیه سوم پژوهش حاضر نیز بیان شد دوگانگی نقش مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت اثرگذار است و به همین واسطه، ممکن است رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه تعدیل شود. با توجه به نتایج آزمون این فرضیه، اثرگذاری دوگانگی نقش مدیرعامل بر رابطه میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه



مالکیت بر رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه مالکانه. *دانش حسابداری*، ۱۸ (۷۲)، صص ۹۷-۱۲۴.

۴. باغومیان، رافیک و سجاد نقدی. (۱۳۹۳). تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۵ (۱۶)، صص ۱۱۹-۱۳۶.

۵. بحرالعلوم، محمدمهدی و پروانه شمسی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر کیفیت افشای سرمایه فکری بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله مطالعات تجربی حسابداری*، ۱۶ (۶۱)، صص ۱۳۱-۱۵۵.

۶. پناهیان، حسین و میثم عرب‌زاده. (۱۳۸۷). بررسی شناسایی مدل‌های هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بصیرت*، ۲ (۴۰)، صص ۷۹-۹۷.

۷. پورحیدری، امید و عارف فروغی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نفوذ مدیرعامل بر کیفیت افشای اطلاعات حسابداری. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۵ (۶)، صص ۲۷-۵۳.

۸. پی نوو، ریموند. (۱۳۷۷). *مدیریت مالی*. ترجمه علی پارسایان، تهران: انتشارات سمت.

۹. حجازی، رضوان و فاطمه جلالی. (۱۳۸۶). بررسی عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی*، ۷ (۲۴)، صص ۱۳-۳۰.

۱۰. ستایش، محمدحسین، کاظم‌نژاد، مصطفی و مهدی ذولفقاری. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۳)، صص ۵۵-۷۴.

۱۱. صالحی، حمید، سجادی، سیدحسین، خدادادی، ولی و عبدالرحمن راسخ. (۱۳۹۶). الگویابی عوامل مؤثر در

پذیرفته نشد. دلایل ارائه‌شده برای رد فرضیه دوم نیز در رد فرضیه سوم مؤثر است. همچنین، الزام قانونی شرکت‌ها در ایجاد کمیته حسابرسی داخلی نیز عاملی برای افزایش توان نظارتی هیئت‌مدیره و تعدیل قدرت مدیرعامل (حتی در صورت داشتن نقش دوگانه) است و اثرگذاری این عامل را به شدت کاهش می‌دهد.

با توجه به شواهد به‌دست‌آمده در پژوهش حاضر، به مدیران پیشنهاد می‌شود برای کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش توان واحد تجاری در دستیابی به منابع مالی ارزان برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری، کیفیت افشای گزارشات مالی خود را ارتقا دهند. برای انجام پژوهش‌های آتی نیز پیشنهاد می‌شود کیفیت افشای شرکت را به دو بخش اختیاری و غیراختیاری، تقسیم و فرضیه‌های تحقیق را بر اساس این، مجدد آزمون کنند. همچنین، به‌منظور بررسی فرضیه‌های تحقیق از صناعی استفاده شود که الزامات قانونی درباره دوگانگی نقش مدیرعامل وجود نداشته باشد و صرفاً کارابودن یا نبودن این موضوع، عاملی برای انتخاب دوگانگی نقش مدیرعامل باشد.

## منابع

۱. اخگر، محمدمامین و حمزه زاهد دوست. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نفوذ مدیرعامل بر رابطه بین عملکرد شرکت و گردش مدیرعامل. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱۰ (۳۹)، صص ۶۰-۸۱.

۲. ایزدی‌نیا، ناصر و اعظم فلاحیان مهرجردی. (۱۳۹۲). بررسی برآورد هزینه سرمایه و نرخ رشد با استفاده از مدل‌های طراحی‌شده براساس سود پیش‌بینی‌شده. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۱۱)، صص ۱۳۵-۱۵۴.

۳. باغومیان، رافیک، غلامی، حسن، کیاده، فرید، امین‌پور، آریا و سارا کریم‌پور. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ساختار

20. Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of accounting research*, 40(1), 21-40.
21. Botosan, C. A., Plumlee, M. A., & Wen, H. (2011). The relation between expected returns, realized returns, and firm risk characteristics. *Contemporary Accounting Research*, 28(4), 1085-1122.
22. Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic management journal*, 16(4), 301-312.
23. Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of corporate Finance*, 3(3), 189-220.
24. Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 305-333.
25. Chen, G., & Hambrick, D. C. (2012). CEO replacement in turnaround situations: Executive (mis) fit and its performance implications. *Organization Science*, 23(1), 225-243.
26. Chen, X., Cheng, Q., & Dai, Z. (2013). Family ownership and CEO turnovers. *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 1166-1190.
27. Cheng, J., J.D. Cummins, and T. Lin. (2017). Organizational Form, Ownership Structure, and CEO Turnover: Evidence from the Property-Casualty Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance* 84(1): 95-126.
28. Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
29. Cronqvist, H., F. Heyman, M. Nilsson, H. Svaleryd, and J. Vlachos. (2009). Do entrenched managers pay their workers more?. *The Journal of Finance* 64(1): 309-339.
30. Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1997). Separate, but not independent: Board
- هزینه سرمایه سهام عادی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *مجله مدیریت مالی و تأمین مالی*، ۵(۲)، صص ۱۶۷-۱۸۹.
۱۲. صالحی، مهدی، بیرامی، لاله، هشیار، رحمان و وحید بیرامی. (۱۳۹۵). عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه با تأکید بر کیفیت حساسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۴(۱۵)، صص ۱۳۵-۱۵۸.
۱۳. صفری بیدسکان، سعید. (۱۳۹۵). بررسی تأثیرپذیری هزینه سرمایه از سرمایه فکری. *فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی*، ۲(۴)، صص ۱۵۳-۱۷۲.
۱۴. عثمانی، محمدقسیم. (۱۳۸۱). *شناسایی مدل هزینه سرمایه و عمل مؤثر بر آن*. رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی.
۱۵. مرادزاده فرد، مهدی و مینا ابوحمزه. (۱۳۹۰). اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۹(۳۲)، صص ۷۳-۱۰۲.
۱۶. ملکیان، اسفندیار و حمیدرضا شایسته‌مند. (۱۳۹۴). تبیین تأثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، ۷(۸۲)، صص ۱۰۵-۱۲۶.
۱۷. مهربان‌پور، محمدرضا و فرزانه سادات میری چیمه. (۱۳۹۷). تأثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها. *مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۷(۲۷)، صص ۲۲۷-۲۴۵.
18. Barron, O. E., Sheng, X. S., & Thevenot, M. (2012). The information environment and cost of capital. Available at SSRN 2099825.
19. Bloomfield, R., & Fischer, P. E. (2011). Disagreement and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 41-68.

41. Garmaise, M., Liu, J. (2005). Corruption, Firm Governance, and the Cost of Capital (Working Paper, UCLA), available on the internet at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=644017](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=644017). Accessed 02.01.13.
42. Gietzmann, Miles. Trombetta, Marco. (2003). Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital. *Accounting and Business Research*, 33(3) 187-205.
43. Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and public Policy*, 23(5), 351-379.
44. Gupta, Kartick. Krishnamurti, Chandrasekhar. Tourani-Rad, Alireza. (2018). "Financial Development, Corporate Governance and Cost of Equity Capital" *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, vol14, p65-82
45. Gupta, K., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2018). Financial development, corporate governance and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14(1), 65-82.
46. Huang, J., Jain, B. A., & Shao, Y. (2017). CEO Power, Product Market Competition and the Acquisition Motive for Going Public. *Accounting & Finance, Online Early*, 31(2), 1-29.
47. Jensen, M. C. (1993). Presidential address: the modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 18: 831- 880.
48. Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Board of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22: 409-438.
49. Johnstone, D. (2016). The effect of information on uncertainty and the cost of capital. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 752-774.
50. Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and leadership structure in large corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 5: 126-136.
31. Denis, D.J., D.K. Denis, and A. Sarin. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of financial economics* 45(2): 193-221
32. Desai, H., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2004). Value-glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or two?. *The Accounting Review*, 79 (2), 355-385
33. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
34. Dikolli, S.S., W.J. Mayew, and D. Nanda. (2014). CEO tenure and the performance-turnover relation. *Review of accounting studies* 19(1): 281-327.
35. Easley, D., & O'Hara, M. (1992). Adverse selection and large trade volume: The implications for market efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 185-208.
36. Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.
37. Echterling, F. Eierle, B. Ketterer, s. (2015). A review of the literature on methods of computing the implied cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 42:235-252
38. Finkelstein, s., Daveni, R, (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and unity of Command, *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.
39. Fisman, R.J., R. Khurana, M. Rhodes-Kropf, and S. Yim. (2014). Governance and CEO turnover: Do something or do the right thing?. *Management Science* 60(2): 319-337.
40. Francis, J., Lafond, R. P. M., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295e327.

- financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 525-622.
61. Lin, C. J., & Lin, H. L. (2009). Auditor size, brand name reputation, market competition and audit fees: Evidence from China. *The International Journal of Accounting Studies*, 49(2), 35-72.
62. Lin, Y. M., You, S. J. & Huang, M. S., (2012). Information Asymmetry and Liquidity Risk, *International Review of Business Research Papers*, 8(1), 112-131
63. Samaha, K. (2015). Disclosure, Ownership Structure, Earnings Announcement Lag and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: the Case of the Egyptian Stock Exchange, *Journal of Applied Accounting Research*, 16(1), 28-57.
64. Sanders, W. G., & Boivie, S. (2004). Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets. *Strategic Management Journal*, 25(2), 167e186.
65. Scott, W.R. (2012). Financial Accounting Theory, 5nd ed, Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ., 104-110.
66. Setayesh MH, Kazem Nezhad M, Zolfaghari M, (2008). Effect of disclosure quality on liquidity and current and future cost of common stock in the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*. 3(3): 55-74
67. Setayesh, M. H, Roosta, M, Alizadeh, V. (2014). The Relation Between Voluntary Disclosure and Performance of Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 4 (13), 153-160. (In Persian).
68. Setiany, E., Suhardjanto, D, Lukviarman, N., Hartoko, S. (2017). Board Independence, Voluntary Disclosure, and the Cost of Equity Capital, *Review of Integrative Business and Economics Research*:6,389-399.
69. Tran, Hung. (2014). Multiple Corporate Governance Attributes and earnings management. *Journal of Accounting Research*. 37: 57-81.
51. Kato, T., & Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817.
52. Kholeif, A. (2008). CEO duality and accounting-based performance in Egyptian listed companies: A re-examination of agency theory predictions. *Research in Accounting in Emerging Economies*, 8, 65-98.
53. Krause, R., M. Semadeni, and A. A. Cannella Jr. (2014). CEO duality: A review and research agenda. *Journal of Management* 40(1): 256-286.
54. Kumar, P., & Sivaramakrishnan, K. (2008). Who monitors the monitor? The effect of board independence on executive compensation and firm value. *Review of Financial Studies*, 21:1371-1401.
55. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54: 471-518.
56. Lambert, RA, Leuz C and Verrecchia, R (2011), Information asymmetry, information precision, and the cost of capital, *Working Paper*.
57. Lambert, Richard. Leuz, Christian. Verrecchia, Robert. (2006). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of accounting Research*, 45 (2), 385-420
58. Lee, P., Stokes, D., Taylor, S., & Walter, T. (2003). The association between audit quality, accounting disclosures and firm-specific risk: Evidence from initial public offerings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(5), 377-400.
59. Leuz & Verrecchia. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Working Paper*. University of Pennsylvania.
60. Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The economics of disclosure and

Institute of Economic Research, School of Economics and Management, Lund University).

71. Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1-12.

Cost of Capital - Evidence from Germany. *The British Accounting Review*. 46(2), 179-197

70. Umans, T. (2012). The bottom line of cultural diversity at the top: the top management team's cultural diversity and its influence on organisational outcomes (Doctoral dissertation, Lund

