



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 14, No.56, pp. 321-346

Assessing the Role of Investor's Protection Criterion and Improvement of Financial Reporting Quality on Reduction the Cost of Equity Capital¹

Mohammad Hassani², Maryam Jabarvand Behrouz³

Received: 2021/08/03
Approved: 2022/01/07

Research Paper

Abstract

According to theoretical foundations, it is important to determine the optimum level of capital financing in order to minimize the cost of capital. Firms' effort to decrease the information risks and focus on investor's protection aspects could lead to change in cost of capital. The main purpose of this paper is assessment the impact of investor's protection criterion and improvement of financial reporting quality on reduction the cost of equity capital. Earnings quality is measured based on the inverse index of residuals absolute values extracted from accruals model. Stockholders' expected rate of return which extracted from the capital asset pricing model is used to measure the cost of equity capital. Also, investor protection is assessed through various criteria such as separation of chairman's duty, board independence, internal audit, shareholder with vote right, ownership concentration, adjustment, disclosure of audit fee & managerial compensation. Research samples include 183 firms listed in Tehran Securities & Exchange during the period from March 2012 till March 2018. Research hypotheses analyzed through multivariate regression models using panel data which included firm-year observation and fixed effect method. Findings indicated that earnings quality had significant and negative impact on cost of equity capital; In addition, investor's protection had significant and negative impact on cost of equity capital. Other evidences documented the key role of corporate governance procedures to protect the investors & shareholders and improvement the quality of financial reporting in order to decrease the cost of equity capital.

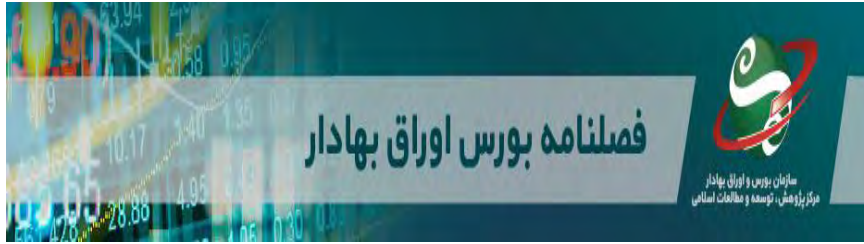
Key Words: Cost of Equity Capital, Financial Information Quality, Investors Protection.

JEL Classification: G3, M4

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11315.1513

2. Assistant Professor, Department in Accounting, Faculty of Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (m_hassani@iau-tnb.ac.ir).

3. M.Sc. Department of Accounting, Faculty of Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (maryam.jabarvand@gmail.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۳۴۶-۳۲۱

ارزیابی نقش سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی در کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه^۱

محمد حسنی^۲، مریم جباروند بهروز^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۱۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۰/۱۷

مقاله پژوهشی

چکیده

طبق مبانی نظری، تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها با هدف کاهش هزینه سرمایه اهمیت دارد. تلاش برای کاهش ریسک‌های اطلاعاتی و تمرکز بر جنبه‌های محافظت از سهامداران ممکن است تغییر هزینه سرمایه را به دنبال داشته باشد. هدف مقاله ارزیابی تأثیر سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی بر کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه است. کیفیت اطلاعات سود طبق قرینه قدر مطلق پسماندهای مدل اقلام تعهدی و هزینه سرمایه حقوق مالکانه بر اساس بازده مورد انتظار طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارزیابی شده‌اند. شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران طبق معیارهای جداسازی وظیفه‌مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، وجود حسابرسی داخلی، وجود سهامداران با حق کنترل، مالکیت متمرکز، تعدیلات سنواتی، به موقع بودن اطلاعات، قابل اتکا بودن اطلاعات، افشای هزینه حسابرسی، افشای پاداش هیأت مدیره بررسی شده است. نمونه آماری پژوهش طبق رویه غربال‌گری شامل تعداد ۱۸۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت آزمون شده‌اند. یافته‌ها بیانگر تأثیر معنادار منفی کیفیت سود بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه است. شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران نیز تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه داشته است. شواهد تکمیلی بیانگر نقش مهم رویه‌های راهبری شرکی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و زمینه‌سازی بهبود کیفیت اطلاعات مالی به عنوان راهکارهای کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها است.

واژه‌های کلیدی: هزینه سرمایه حقوق مالکانه، کیفیت اطلاعات مالی، حمایت از سرمایه‌گذاران.

طبقه بندی موضوعی: G3, M4

DOI: 10.22034/JSE.2021.11315.1513

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (m_hassani@iau-tnb.ac.ir)

۲. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (maryam.jabarvand@gmail.com)

مقدمه

در تصميم‌هاى تايمين مالى شركت‌ها توجه به هزينه سرمايه اهميت دارد. هزينه سرمايه مبتنى بر بازده مورد انتظار تايمين‌كنندگان مالى است و هزينه حقوق مالكانه بخشى از هزينه سرمايه است. مديران بايد اثر بدليل‌هاى تايمين مالى بر ريسك و بازده را مشخص سازند و براى کاهش هزينه مالى تلاش كنند. ارزيابى اين موضوع با بررسى ريسك اطلاعاتى مرتبط است. شركت‌ها بايد نسبت به کاهش ريسك اطلاعاتى اقدام كنند و محيط شفافى براى تصميمات گروه‌هاى مختلف فراهم سازند. چون هزينه سرمايه مبتنى بر بازده مورد انتظار سرمايه‌گذاران با ريسك مرتبط است، سهامداران در تعيين بازده مورد انتظار بر اطلاعات مالى شركت تكيه مى‌كنند. ريسك اطلاعات از دقت پايين اطلاعات يا ناتوانى اطلاعات در برآورد بازده منتظره ناشى مى‌شود. در نتيجه كيفيت سود با تعديل برآورد بازده موردنظر سرمايه‌گذاران بر هزينه سرمايه سهام تأثير دارد (فرانسيس^۱ و همكاران، ۲۰۰۴). كيفيت اطلاعات مالى با افزايش نقدينگى بازار، کاهش هزينه مبادله، افزايش تقاضاى اوراق بهادار و کاهش ريسك اطلاعاتى، هزينه سرمايه را کاهش مى‌دهد (كيم و كاي، ۲۰۱۰؛ پرساكيس و اياتريدیس^۲، ۲۰۱۱۵).

با توجه به چالش‌هاى رخ داده در گزارشگرى مالى توسط مديران و امكان آسيب رسيدن به منافع سهامداران، بايد از آن‌ها در مقابل گزارش اطلاعات حمايت شود. اثر حمايت از سرمايه‌گذاران بر هزينه سرمايه در ساليان اخير مورد توجه بوده است. شواهد نشان داده‌اند هر قدر حمايت از سرمايه‌گذاران ضعيف‌تر باشد، هزينه سرمايه افزايش مى‌يابد (چابرا^۳ و همكاران، ۲۰۰۹؛ پرساكيس و اياتريدیس، ۲۰۱۵). حمايت از سرمايه‌گذاران در چارچوب اهداف راهبرى شركتى مى‌تواند موجب بهبود محيط اطلاعاتى شركت شده و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتى سبب کاهش هزينه سرمايه حقوق صاحبان سهام شود (پرساكيس و اياتريدیس، ۲۰۱۵؛ آنتونى و جورج^۴، ۲۰۰۷). با توجه به مواجهه سرمايه‌گذاران با ريسك و كار كرد مكانيزم‌هاى راهبرى شركتى براى حفاظت ذى‌نفعان به نظر مى‌رسد حمايت از سرمايه‌گذاران بتواند زمينه ساز بهبود ارتباط ميان كيفيت سود و هزينه سرمايه سهام شود. در اين مقاله تأثير حمايت از سرمايه‌گذاران بر ارتباط بين كيفيت سود و هزينه سرمايه حقوق مالكانه مطالعه شده است. در ادامه، مباني نظرى، پيشينه‌ها، روش‌شناسى، يافته‌ها و همچنين نتايج و پيشنهاده‌ها ارائه شده‌اند.

1. Francis
2. Persakis & Iatridis
3. Chhabra
4. Anthony & George

مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاران طبق ویژگی‌های ریسکی شرکت سرمایه‌پذیر و شرایط محیطی، بازده مورد انتظار خود را تعیین می‌کنند. بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران معادل هزینه سرمایه شرکت است. هزینه سرمایه حقوق مالکانه، بخشی از هزینه سرمایه و تأمین منابع مالی است که در برآورد آن مدل‌های مختلفی مانند مدل بازده متوسط تحقق یافته، مدل بازده متوسط تحقق یافته تعدیل شده، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل رشد سود تقسیمی مطرح شده‌اند، این مدل‌ها در مقطعی از زمان و در یک یا چند بازار مالی استفاده شده‌اند. البته با تغییر مقاطع زمانی و بازارهای مالی، کارایی مدل‌ها با ابهام مواجه شده و مدل‌های دیگر جایگزین شده‌اند.

شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. طبق نظریه‌های مالی، اطلاعات مالی با کیفیت ضمن کاهش ریسک اطلاعاتی، محرک کاهش هزینه سرمایه هستند. کیفیت سود شامل ویژگی‌های مختلفی است و هر یک بیانگر ابعاد متفاوتی از کیفیت اطلاعات هستند. کیفیت سود توسط سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر اساسی ارزیابی اطلاعات ناشی از الگوهای سود مورد استفاده قرار می‌گیرد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۴). با توجه به این که ریسک اطلاعات از دقت پایین اطلاعات مالی یا ناتوانی اطلاعات مالی در برآورد بازده، ناشی می‌شود، کیفیت سود می‌تواند با تعدیل بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و تأثیر بر برداشت آن‌ها بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیرگذار باشد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵). شرکت‌های با ریسک اطلاعاتی زیاد و کیفیت ضعیف سود، هزینه سرمایه بالاتری دارند (ایسلی و اهارا، ۲۰۰۴). در زمان وجود سود با کیفیت، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی شرکت‌ها کاهش یافته و با کاهش بازده مورد نظر آن‌ها به دلیل کاهش ریسک، شرکت‌ها هزینه سرمایه کمتر متحمل می‌شوند (بارس^۲ و همکاران، ۲۰۱۳).

شناسایی فرآیند بهبود کیفیت سود در رفع مشکلات نمایندگی و کاهش هزینه سرمایه امر مهم تلقی می‌شود و لازم است با اعمال رویه‌هایی از سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات ارائه شده حمایت شود. یکی از مکانیزم‌های مهم دستیابی به اهداف راهبردی شرکتی برای حمایت از حقوق ذی‌نفعان است. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (۲۰۰۴) حقوق سهامداران را به شکل

1. Easley & Ohara
2. Barth

مجموعه اجزای هفت‌گانه تعريف کرده که شامل حقوق اساسی سهامداران (نقل و انتقال سهام، دریافت اطلاعات مربوط و با اهمیت در مورد شرکت به‌طور منظم و به‌هنگام، حضور و اعمال رأی در مجامع عمومی، نصب و عزل اعضای هیأت مدیره، سهام بودن در سود شرکت)، حق شرکت در تصمیم‌های مربوط به تغییرات بنیادین در شرکت‌ها (اصلاحات اساسنامه یا دیگر اسناد حاکمیتی مشابه، تصویب انتشار سهام اضافی و مبادلات غیرعادی شامل انتقال تمام یا بخش اعظم دارایی‌ها که منجر به فروش یا واگذاری شرکت می‌شود)، حق شرکت مؤثر و رأی دادن در مجمع عمومی (قرار گرفتن اطلاعات کافی و به‌هنگام در مورد زمان، مکان و دستور جلسه مجمع عمومی، قرار دادن فرصت مناسب برای سهامداران برای طرح پرسش‌ها و خواسته‌ها از هیأت مدیره و مشارکت مؤثر سهامداران در تصمیمات کلیدی حاکمیتی مانند نامزدی و انتخاب اعضای هیأت مدیره تسهیل شود)، افشای ساختارهای سرمایه‌ای که سبب می‌شود سهامداران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند، کارآیی و شفافیت سازو کارهای انجام معاملات عمده و بلوک‌های کنترلی سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، تسهیل شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهامداران نهادی و امکان مشورت سهامداران با یکدیگر در مورد موضوع‌های مربوط به حقوق سهامداری هستند (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، ۲۰۰۴). در برخی پژوهش‌ها از شاخص‌های راهبردی شرکتی شامل تفکیک وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، حساسی داخلی، سهامداران با حق کنترل، مالکیت متمرکز و مصادیقی از افشای مناسب مانند تعدیلات سنواتی، به موقع بودن اطلاعات، قابل اتکاء بودن اطلاعات، هزینه حساسی، پاداش هیأت مدیره و این قبیل در ارزیابی حمايت از سرمايه‌گذاران استفاده شده‌اند (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷).

شرکت‌های با راهبردی قوی، ضمن کاهش مسأله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه کمتری دارند (بایون^۲ و همکاران، ۲۰۰۸). عواملی مانند استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، بهبود شفافیت گزارشگری مالی، کاهش هزینه جمع‌آوری اطلاعات، افزایش رقابت و کارایی بازار سرمایه با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی همراه بوده و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهند (کریستنسن^۳ و همکاران، ۲۰۱۵). از طرفی، حمايت از سرمايه‌گذاران در راستای اهداف

1. Organisation for Economic Co-operation & Development

2. Byun

3. Christensen

راهبری شرکتی می‌تواند در بهبود کیفیت سود و کاهش هزینه سرمایه نقش داشته باشد. راهبری شرکتی با هدف حمایت از سهامداران نتایج اقتصادی مثبتی در سطح ملی و در سطح شرکت‌ها دارد. چند جنبه راهبری شرکتی از جمله وضعیت هیأت مدیره، شفافیت و حقوق سهامداران از اهمیت بیشتری برخوردارند. ارزش بیشتر (کِرْمِرز و فِرِل^۱، ۲۰۱۴)، عملکرد بهتر شرکت‌ها (لیما و سانوینت^۲، ۲۰۱۳)، توزیع کاراتر منابع (مکلین^۳ و همکاران، ۲۰۱۲) و وجود بازار سرمایه بزرگ‌تر (دهارماپالا و خانا^۴، ۲۰۱۳) از مزایای حمایت از حقوق سهامداران هستند. برخی شواهد حاکی از آن است که در کشورهایی که نهادها حمایت کمتری از حقوق سرمایه‌گذاران دارند، کیفیت سود شرکت‌ها پایین‌تر است (بونلرت^۵ و همکاران، ۲۰۰۶؛ کاهان^۶ و همکاران، ۲۰۰۸). از طرفی، با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران، کیفیت سود شرکت‌ها افزایش یافته و پذیرش استانداردهای بین‌المللی حسابداری و انجام حسابرسی با کیفیت سبب دستیابی به کیفیت سود بالا در شرکت‌های با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران شده است (هوگ^۷ و همکاران، ۲۰۱۴؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۶). به علاوه، آثار حمایت از سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه در سال‌های اخیر مورد توجه بوده و طبق شواهد، سطوح پایین حمایت از سرمایه‌گذاران موجب کاهش نقدینگی سهام شرکت و افزایش هزینه سرمایه می‌شود (چابرا و همکاران، ۲۰۰۹). حمایت کمتر از سرمایه‌گذار، هزینه سرمایه شرکت را بالاتر می‌برد (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷). با توجه به مطالب یادشده، در این مطالعه تأثیر حمایت از سرمایه‌گذاران بر ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه بررسی شده است. در ادامه، پشتوانه پژوهش‌های تجربی موضوع ارائه شده‌اند.

پیشینه تجربی پژوهش

همیلبرگ^۸ و همکاران (۲۰۰۲) دریافتند با ضعف حمایت از سرمایه‌گذار، هزینه سرمایه افزایش یافته است. فرانسیس^۹ و همکاران (۲۰۰۴) دریافتند در شرکت‌ها با کیفیت اقلام تعهدی،

1. Cremers & Ferrell
2. Lima & Sanvicente
3. McLean
4. Dharmapala & Khana
5. Boonlert
6. Caha
7. Houqe
8. Himmelberg
9. Francis

محافظه‌كارى، پايدارى، توان پيش‌بينى، يكنواختى، مربوط بودن و به موقع بودن سود پايين‌تر، هزينه سرمايه بيشتر است. كوهن^۱ (۲۰۰۸) دريافتند كيفيت اقلام تعهدى و هموار بودن سود سبب کاهش هزينه سرمايه نمى‌شود. آلبو كوئرو و وانگ^۲ (۲۰۰۸) دريافتند در كشورهاي با حمايت كمتر از سرمايه‌گذار، بازده موردانتظار و هزينه سرمايه شركت‌ها بالاتر است. چابرا و همكاران (۲۰۰۹) دريافتند سطح پايين‌تر حمايت از سرمايه‌گذاران سبب کاهش نقدبنگى سهام و افزايش هزينه سرمايه مى‌شود. گري^۳ و همكاران (۲۰۰۹) دريافتند كيفيت اقلام تعهدى عامل ريسك با ارزش است و بر هزينه سرمايه اثر دارد. كيم و كاي^۴ (۲۰۱۰) دريافتند بين كيفيت سود و هزينه سرمايه رابطه وجود دارد. باتاچاريا^۵ و همكاران (۲۰۱۱) دريافتند هزينه سرمايه سهام تابع عكس كيفيت سود است. اپرگيس^۶ و همكاران (۲۰۱۱) دريافتند در شركت‌ها با كيفيت سود پايين، هزينه سرمايه بالاتر است. كيم و سون^۷ (۲۰۱۳) دريافتند بين هزينه سرمايه و مديريت سود فعاليت‌هاى واقعى و تعهدى رابطه مثبتى وجود دارد. پرساكيس و ياتريديس (۲۰۱۵) دريافتند كيفيت سود اثر منفى بر هزينه سرمايه دارد. بن‌نصر و الدخيل^۸ (۲۰۱۵) دريافتند شركت‌هاى با كيفيت سود پايين، هزينه سرمايه بيشترى دارند. پرساكيس و ياتريديس (۲۰۱۶) دريافتند بعد از پذيرش استاندارد بين‌المللى در شركت‌هاى با حمايت قوى‌تر از سرمايه‌گذار و كيفيت سود بالا، هزينه سرمايه كمتر است. سالوم^۹ (۲۰۱۷) نشان داد كيفيت سود سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتى و هزينه سرمايه مى‌شود. ايمهوف^{۱۰} و همكاران (۲۰۱۷) دريافتند قابليت مقايسه بالاتر سبب کاهش هزينه سرمايه مى‌شود. آنتونى و جورج (۲۰۱۷) دريافتند كيفيت سود با هزينه سرمايه رابطه منفى دارد و در شركت‌هاى با حمايت از سرمايه‌گذار رابطه بيشتر است. بروئر^{۱۱} و همكاران (۲۰۱۸) دريافتند در كشورهاي با حمايت قوى از سرمايه‌گذار مسؤليت اجتماعى سبب کاهش هزينه سرمايه مى‌شود. كنتريس ايندارتى^{۱۲} و همكاران (۲۰۱۹) دريافتند كيفيت سود اثر

1. Cohen
2. Albuquerque & Wang
3. Gray
4. Kim & Qi
5. Bhattacharya
6. Apergis
7. Kim & Sohn
8. Ben-Nasr & Al-Dakheel
9. Salloum
10. Imhof
11. Breuer
12. Kentris Indarti

منفی بر عدم تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی اثر مثبت بر هزینه سرمایه دارد. هونگ^۱ و همکاران (۲۰۱۹) شواهدی از رابطه منفی کیفیت سود با هزینه سرمایه ارائه دادند. ایزت^۲ (۲۰۱۹) نشان داد کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد و با نقش تعدیلی کیفیت سود، خوانایی بیشتر محتوای گزارش هیأت مدیره با کاهش هزینه سرمایه همراه است. لستاری و راهایو^۳ (۲۰۱۹) دریافتند کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد. فلورس^۴ و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند شفافیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد.

تقفی و بولو (۱۳۸۸) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی، هموارسازی و قابلیت پیش‌بینی سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام اثر ندارند. کردستانی و علوی (۱۳۸۹) دریافتند شرکت‌های با شفافیت سود بالاتر، هزینه سرمایه کمتری تجربه می‌کنند. علوی طبری و همکاران (۱۳۸۹) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت اقلام تعهدی و ثبات سود با هزینه سرمایه سهام وجود دارد. نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) دریافتند کیفیت سود رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۱) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با کیفیت بالای حسابرسی، قوی‌تر است. کرمی و همکاران (۱۳۹۲) دریافتند سطح افشا، قابلیت اتکا و به‌موقع بودن افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه سهام اثر ندارند. کردستانی و طایفه (۱۳۹۳) دریافتند بین پایداری، قابلیت پیش‌بینی، ضریب واکنش سود و ضریب واکنش سود تعدیل شده با هزینه سرمایه سهام رابطه منفی وجود دارد؛ ولی به‌هنگام بودن و مربوط بودن سود با هزینه سرمایه سهام رابطه ندارند. حسنی القار و بولو (۱۳۹۳) وجود رابطه بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام را تأیید نکردند. حسنی و احمدی (۱۳۹۶) دریافتند بین هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود رابطه عکس وجود دارد. عباسی و بذرافشان (۱۳۹۶) دریافتند بهبود کیفیت سود و افشای داوطلبانه شرکت‌ها سبب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. حسنی و محمدیان (۱۳۹۶) دریافتند کیفیت سود و کیفیت افشای اطلاعات سبب کاهش هزینه سرمایه سهام شده‌اند. شفیق‌زاده و همکاران (۱۳۹۷) دریافتند قابلیت اتکا صورت‌های مالی، اثربخشی اطلاعات، تقویت محتوای گزارش‌ها، افشای مناسب، ترکیب سهامداران، تصویب قوانین و مقررات مربوط به هیأت مدیره و سیستم نظارت بر

1. Hong
2. Ezat
3. Lestari & Rahayu
4. Flores

مدىريت، تقويت رعايت الزامات معاملات با اشخاص وابسته و الزام پاسخگويى شركت‌ها به سرمايه‌گذاران سبب ارتقا حمايت از سرمايه‌گذاران مى‌شود. على‌اصفهانى و دارابى (۱۳۹۸) دريافتند مسئوليت اجتماعى شركت‌هاى با محافظت بالا از سرمايه‌گذار سبب کاهش هزينه حقوق صاحبان سهام مى‌شود. اسدى‌نهارى و همكاران (۱۳۹۸) دريافتند رابطه عكس بين كيفيت سود و هزينه حقوق صاحبان سهام با اجراى استانداردهاى بين‌المللى گزارشگرى افزايش مى‌يابد. ترابى و همكاران (۱۳۹۹) دريافتند قابليت مقايسه و ثبات رويه حسابدارى بر هزينه سرمايه سهام تأثير منفى دارد. عدم تقارن اطلاعاتى و بازار رقابت ناقص شدت تأثير منفى قابليت مقايسه و ثبات رويه بر هزينه سرمايه سهام را افزايش مى‌دهد.

فرضيه‌هاى پژوهش

طبق پيامدهاى فرضيه بازار سرمايه، كيفيت سود مى‌تواند هزينه سرمايه شركت‌ها را تحت‌الشعاع قرار دهد. تحليل‌هاى انجام شده نشانگر ارتباط بين كيفيت سود و هزينه سرمايه است (فرانسيس و همكاران، ۲۰۰۴؛ گرى و همكاران، ۲۰۰۹؛ آپرگيس^۱ و همكاران، ۲۰۱۱؛ كيم و سان، ۲۰۱۳؛ بن-نصر و ال-دخيل، ۲۰۱۵؛ پرساكيس و اياتريديس، ۲۰۱۵؛ هوک و همكاران، ۲۰۱۷؛ سالوم، ۲۰۱۷؛ لستارى و راهايو، ۲۰۱۹؛ عزت، ۲۰۱۹؛ هونگ و همكاران، ۲۰۱۹). براى بررسى موضوع فرضيه زير طراحى شد:

• **فرضيه اول:** كيفيت سود بر هزينه سرمايه حقوق مالكانه تأثير معنى‌دارى دارد.

يكى از مكانيزم‌هاى نظارتى براى اعمال راهبرى شركتى، جنبه حمايت از سرمايه‌گذاران است. شواهد نشان داده‌اند حمايت از سرمايه‌گذاران در محيط‌هاى نهادى و قانونى از طريق بهبود كيفيت اطلاعات و کاهش ناقرينگى اطلاعاتى منجر به کاهش هزينه سرمايه شده است (هيملبيرگ و همكاران، ۲۰۰۲؛ آلبوكوئرو و وانگ^۲، ۲۰۰۸؛ چابرا و همكاران، ۲۰۰۹؛ آنتونى و جورج، ۲۰۱۷؛ بروئر و همكاران، ۲۰۱۸). براى بررسى موضوع فرضيه زير طراحى شد:

• **فرضيه دوم:** حمايت از سرمايه‌گذار بر هزينه سرمايه حقوق مالكانه تأثير معنى‌دارى دارد.

1. Apergis

2. Albuquerque & Wang

نتایج پژوهش‌ها بیانگر این است که در شرکت‌های با حمایت قوی از سرمایه‌گذار، کیفیت سود افزایش و مدیریت سود کاهش می‌یابد؛ از طرفی، مدیران کشورهای با حمایت ضعیف از سرمایه‌گذار، هموارسازی سود بیشتر دارند (کاهان و همکاران، ۲۰۰۸؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۶). از طرفی، بهبود کیفیت سود با کاهش هزینه سرمایه همراه است. همچنین کیفیت بالای سود و حمایت از سرمایه‌گذاران در اجرای نظام‌مند ساز و کارهای راهبری شرکتی سبب کاهش هزینه سرمایه شده است (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷؛ هونگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ عزت، ۲۰۱۹؛ لستاری و راهایو^۱، ۲۰۱۹). برای بررسی موضوع فرضیه زیر طراحی شد:

• **فرضیه سوم:** حمایت از سرمایه‌گذار بر رابطه کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه تأثیر دارد.

روش پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون زیر به پشتوانه مطالعات پیشین استفاده شده است:

مدل فرضیه اول:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FL_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 ST_{i,t} + \beta_7 BR_{i,t} + \beta_8 GDP_{k,t} + \beta_9 INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 IP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FL_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 ST_{i,t} + \beta_7 BR_{i,t} + \beta_8 GDP_{k,t} + \beta_9 INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه سوم:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 IP_{i,t} + \beta_3 EQ_{i,t} * IP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 FL_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 ST_{i,t} + \beta_9 BR_{i,t} + \beta_{10} GDP_{k,t} + \beta_{11} INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

• متغیر وابسته

هزینه سرمایه حقوق مالکانه ($COEC_{it}$): طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی معادل هزینه سرمایه حقوق مالکانه به شرح زیر است:

$$ER_{i,t} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

$ER_{i,t}$ نرخ بازده مورد انتظار سهامداران معادل هزینه سرمایه حقوق مالکانه، R_m نرخ بازده بازار، R_f نرخ بازده بدون ریسک و β ریسک سیستماتیک که حساسیت بازده سهام به بازده بازار را نشان می‌دهد.

• متغیر مستقل

کیفیت سود (EQ_{it}): طبق قرینه قدر مطلق مقادیر خطای مدل زیر بر حسب رگرسیون‌های چند دوره‌ای به شکل چرخشی استخراج شد (دجو^۱ و همکاران، ۱۹۹۵):

$$TACC_{i,t} = \alpha + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$TACC_{i,t}$ نسبت اقلام تعهدی به دارایی‌های اول دوره، $\Delta REV_{i,t}$ نسبت تغییر درآمدها به دارایی‌های اول دوره، $\Delta REC_{i,t}$ نسبت تغییر دریافتنی‌ها به دارایی‌های اول دوره، $PPE_{i,t}$ نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دارایی‌های اول دوره و $\varepsilon_{i,t}$ خطای مدل که بیانگر اقلام تعهدی اختیاری است. در نتیجه کیفیت سود طبق قرینه قدر مطلق میانگین چند دوره‌ای خطاهای مدل ارزیابی شد.

• متغیر مستقل و تعدیل‌کننده

حمایت از سرمایه‌گذاران (IP_{it}): پس از مشخص شدن متغیرها و ارزش آن‌ها با معیارهای صفر و یک طبق نسبت حالات ممکن، شاخص به شرح زیر ارزیابی شده است (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷):

$$IP_{i,t} = \sum_{j=1}^m d_j / \sum_{j=1}^n h_j$$

Σd_j بیانگر مواردی با امتیاز یک و Σh_j بیانگر جمع مواردی با ارزش صفر یا یک و تعداد حالات ممکن است. معیارهای استخراج شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به شرح زیر هستند:

تفکیک وظیفه مدیرعامل (SEP_{it}): اگر مدیر عامل شرکت از رئیس یا نائب رئیس هیأت‌مدیره متفاوت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد. نسبت اعضای غیرموظف (IND_{it}): اگر نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره شرکت بیشتر از نسبت متناظر در صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

وجود سهامداران با حق کنترل ($CORII_{it}$): اگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد. مالکیت متمرکز ($CONOWN_{it}$): اگر تمرکز مالکیت شرکت طبق شاخص هرfindal-هیرشمن بالاتر از میانگین صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

واحد حسابرسی داخلی ($INAU_{it}$): وجود حسابرس داخلی، یک در غیر این صورت صفر است.

تعدیلات سنواتی ($PADJ_{it}$): وجود تعدیل سنواتی، عدد یک و در غیر این صورت صفر است. به موقع بودن ($TIME_{it}$): اگر امتیاز به موقع بودن افشای شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شد.

قابل اتکاء بودن ($RELT_{it}$): در صورت بالاتر بودن قابلیت اتکاء اطلاعات شرکت از میانگین صنعت، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

هزینه حسابرسی ($AUFEE_{it}$): افشای حق الزحمه حسابرسی، یک و در غیر این صورت صفر؛ پاداش هیأت‌مدیره ($BONUS_{it}$): افشای پاداش هیأت‌مدیره، یک و در غیر این صورت صفر؛

• متغیرهای کنترل

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): لگاریتم طبیعی درآمد فروش؛

اهرم مالی (FL_{it}): نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها؛

بازده دارایی‌ها (ROA_{it}): نسبت سود عملیاتی خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها؛

رشد بازاری (GR_{it}): نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛
گردش معاملات سهام (ST_{it}): نسبت تعداد سهام معامله شده به کل تعداد سهام
منتشره؛

ریسک سیستماتیک (BR_{it}): بتای سهام با سنجش حساسیت بازده سهام به بازده بازار؛
رشد تولید ناخالص داخلی (GDP_{kt}): تغییر نسبی دوره‌ای تولید ناخالص داخلی از سایت
بانک مرکزی؛

نرخ تورم (INF_{kt}): تغییر نسبی دوره‌ای شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی از سایت بانک
مرکزی؛

جامعه آماری پژوهش و شرایط غربال آن

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. البته برای برازش مدل کیفیت سود طبق رگرسیون‌های چرخشی ۵ ساله در سطح شرکت‌ها، نیاز به داده‌های سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ است. برخی ویژگی‌ها به روش حذفی در انتخاب شرکت‌ها در نظر گرفته شده‌اند. شیوه غربال شرکت‌های جامعه آماری پژوهش به همراه معیارهای حذفی در جدول ۱ بیان شده است. از این رو، تعداد ۱۸۳ شرکت طی ۷ سال گزینش شده‌اند.

جدول ۱. نحوه غربال شرکت‌های جامعه آماری پژوهش

تعداد شرکت‌ها	شرح
۵۰۵	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان دوره زمانی پژوهش
(۱۷۶)	شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده یا از بورس خارج شده‌اند.
(۶۹)	شرکت‌هایی که بعد از شروع دوره زمانی پژوهش در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۴۶)	شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و لیزینگ‌ها بوده‌اند.
(۳۱)	شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند.
(۳۲۲)	شرکت‌های حذف شده از نمونه پژوهش
۱۸۳	تعداد شرکت‌های انتخابی غربال شده از جامعه آماری پژوهش

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده‌اند. داده‌های مورد بررسی شامل ۱۲۸۱ مشاهده شرکت-سال است. هزینه سرمایه حقوق مالکانه به طور میانگین ۲۸ درصد است. کیفیت سود مشاهده‌ها به طور میانگین ۵/۹۰۶ درصد دارایی‌های اول دوره بر حسب قرینه قدرمطلق چند دوره‌ای اقلام تعهدی اختیاری است. همچنین میانگین شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران حدود ۶۰ درصد است. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی نیز در جدول مشهود است.

جدول ۲. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	چولگی	کشیدگی	مشاهده‌ها
EQ _{it}	۰.۵۹/-۰	۰.۴۶/-۰	۰.۵۱/۰	۰.۰۰۷/-۰	۴۴۹/-۰	۷۹۲/-۲	۶۳۳/۱۵	۱۲۸۱
IP _{it}	۶۱۵/۰	۶۰۰/۰	۱۷۲/۰	۰.۰۰/۱	۱۰۰/۰	۱۴۲/-۰	۶۴۱/۲	۱۲۸۱
COEC _{it}	۲۸۰/۰	۲۱۰/۰	۵۱۲/۰	۹۱۹/۲	۲۷۸/-۲	۱۰۲/۱	۵۴۶/۸	۱۲۸۱
SIZE _{it}	۴۷۹/۲۷	۴۶۷/۲۷	۵۸۳/۰	۳۸/۳۳	۱۶۸/۲۲	۲۵۷/۰	۰.۹۳/۴	۱۲۸۱
FL _{it}	۶۱۶/۰	۶۰۷/۰	۲۷۵/۰	۰.۰۳/۴	۰.۷۲/۰	۷۹۵/۲	۲۴۲/۲۶	۱۲۸۱
ROA _{it}	۱۲۴/۰	۱۰۷/۰	۱۳۹/۰	۶۳۶/۰	۷۸۱/-۰	۰.۰۸/-۰	۹۸۲/۵	۱۲۸۱
GR _{it}	۴۶۲/۲	۰.۷۱/۲	۲۱۷/۰	۵۱/۱۲۱	۳۳۸/-۷۹	۷۷۹/۴	۶۵/۱۶۹	۱۲۸۱
ST _{it}	۴۵۹/۰	۲۲۵/۰	۶۰۷/۰	۳۱۶/۵	۰.۰۰۰۱/۰	۷۳۲/۲	۱۴۸/۱۴	۱۲۸۱
BETA _{it}	۵۹۶/۰	۵۲۸/۰	۹۴۸/۰	۹۴۲/۵	۷۸۵/-۳	۳۸۲/۰	۵۲۵/۵	۱۲۸۱
GDP _{kt}	۱۸۷/۰	۱۹۰/۰	۰.۸۹/۰	۳۰۱/۰	۰.۳۷/۰	۳۱۷/-۰	۷۹۹/۱	۱۲۸۱
INF _{kt}	۱۸۹/۰	۱۵۶/۰	۰.۹۵/۰	۳۴۷/۰	۰.۹۰/۰	۵۳۴/۰	۷۱۹/۱	۱۲۸۱

فراوانی سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک اجزای آن (مجموع مشاهده‌های صفر و یک) در جدول ۳ و به تفکیک ارزش آن (نسبت تعداد مشاهده‌های صفر و یک به مجموع مشاهده‌ها) در جدول ۴ ارائه شده‌اند.

جدول ۳. فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک اجزا

متغیر	معیارها	مقدار صفر		مقدار یک		کل مشاهده‌ها	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
IP _{i,t}	SEP _{i,t}	۲۹۳	۸۷/۲۲	۹۸۸	۱۲/۷۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	IND _{i,t}	۶۶۷	۰۷/۵۲	۶۱۴	۹۳/۴۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	INAU _{i,t}	۴۰۰	۲۳/۳۱	۸۸۱	۷۷/۶۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	CORI _{i,t}	۶۵۴	۰۵/۵۱	۶۲۷	۹۵/۴۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	CONOWN _{i,t}	۶۷۰	۳۰/۵۲	۶۱۱	۷۰/۴۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	PADJ _{i,t}	۲۵۹	۰۲/۲۸	۹۲۲	۹۸/۷۱	۱۲۸۱	۱۰۰
	TIME _{i,t}	۵۳۵	۷۶/۴۱	۷۴۶	۲۴/۵۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	RELY _{i,t}	۵۹۷	۶۰/۴۶	۶۸۴	۴۰/۵۳	۱۲۸۱	۱۰۰
	AUDFEE _{i,t}	۳۶۴	۴۲/۲۸	۹۱۷	۵۸/۷۱	۱۲۸۱	۱۰۰
	BONUS _{i,t}	۳۹۱	۵۲/۳۰	۸۹۰	۴۸/۶۹	۱۲۸۱	۱۰۰

جدول ۴. فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک ارزش

متغیر	شرح	ارزش		درصد
		تعداد	درصد	
IP _{i,t}	وجود یک مورد از معیارهای ده گانه	۱/۰	۵	۳۹/۰
	وجود دو مورد از معیارهای ده گانه	۲/۰	۹	۷۰/۰
	وجود سه مورد از معیارهای ده گانه	۳/۰	۷۶	۹۳/۵
	وجود چهار مورد از معیارهای ده گانه	۴/۰	۱۳۵	۵۴/۱۰
	وجود پنج مورد از معیارهای ده گانه	۵/۰	۲۱۹	۱۰/۱۷
	وجود شش مورد از معیارهای ده گانه	۶/۰	۲۸۲	۰/۲۲
	وجود هفت مورد از معیارهای ده گانه	۷/۰	۲۶۰	۳۰/۲۰
	وجود هشت مورد از معیارهای ده گانه	۸/۰	۱۹۶	۳۰/۱۵
	وجود نه مورد از معیارهای ده گانه	۹/۰	۷۶	۹۳/۵
	وجود ده مورد از معیارهای ده گانه	۱	۲۳	۸۰/۱
	کل		۱۲۸۱	۱۰۰

نتایج آزمون مانایی و نرمالیتی متغیرها در جدول ۵ ارائه شده‌اند. احتمال آماره تی آزمون لوین، لین و چو متغیرها کمتر از خطای ۵ درصد است. میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس بین سال‌های مختلف ثابت بوده‌اند و متغیرها در مقیاس سطح، مانا هستند. احتمال آماره جاک-برا متغیر وابسته بیشتر از خطای ۵ درصد است و این متغیر توزیع نرمال دارد؛ اما سایر متغیرها توزیع نرمال ندارند.

جدول ۵. آزمون مانایی و نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیرها	آماره تی	احتمال	جاک-برا	احتمال	مشاهده‌ها
COEC _{it}	۱۰۱/-۳۳	۰۰۰/۰	۰۵۴/۲	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
EQ _{it}	۱۰۵/-۱۷	۰۰۰/۰	۸۳/۱۰۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
IP _{it}	۶۰۲/-۱۹	۰۰۰/۰	۱۶۴/۱۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
SIZE _{it}	۱۵۸/-۲۵	۰۰۰/۰	۸۱۷/۷۷	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
FL _{it}	۲۸۲/-۱۴	۰۰۰/۰	۱۹/۳۰۵	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
ROA _{it}	۶۷۷/-۱۶	۰۰۰/۰	۷۱/۴۷۴	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
GR _{it}	۱۵۹/-۸۳	۰۰۰/۰	۷۲/۱۴۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
ST _{it}	۷۰۳/-۳۵	۰۰۰/۰	۵/۸۲۳۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
BETA _{it}	۳۷۳/-۲۴	۰۰۰/۰	۰۸/۳۷۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
GDP _{kt}	۳۹۵/-۱۱	۰۰۰/۰	۳۶۹/۹۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
INF _{kt}	۰۶۴۰/-۴	۰۰۰/۰	۴۷/۱۴۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱

نتایج همبستگی در جدول ۶ ارائه شده‌اند. بین برخی متغیرها طبق معناداری آماره تی در سطح ۵ درصد، همبستگی معنادار وجود دارد. اما، همبستگی‌ها شدید نیستند و هم‌خطی رخ نداده است.

جدول ۶. همبستگی متغیرهای پژوهش

INFKt	GDPkt	BETAi,t	STi,t	GRIi,t	ROAi,t	FLi,t	SIZEi,t	IPi,t	EQi,t	ضرایب آماره تی احتمال
									۰۰۰/۱	
									-----	EQi,t

								۰۰۰/۱	۰۱۰/-۰	
								-----	۳۷۳/-۰	IPi,t
								-----	۷۰۹/۰	
							۰۰۰/۱	۱۰۶/۰	۰۷۱/۰	
							-----	۸۱۷/۳	۵۳۰/۲	SIZEi,t
							-----	۰۰۰/۰	۰۱۲/۰	
						۰۰۰/۱	۱۱۴/۰	۲۱۷/-۰	۰۳۹/-۰	
						-----	۱۲۴/۴	۹۵۲/-۷	۳۹۸/-۱	FLi,t
						-----	۰۰۰/۰	۰۰۰/۰	۱۶۲/۰	
				۰۰۰/۱	۴۶۰/-۰	۲۲۲/۰	۲۴۵/۰	۰۳۸/-۰		
				-----	۵۴۹/-۱۸	۱۳۴/۸	۰۴۰/۹	۳۷۴/-۱		ROAi,t
				-----	۰۰۰/۰	۰۰۰/۰	۰۰۰/۰	۱۶۹/۰		
			۰۰۰/۱	۰۸۰/۰	۰۵۳/-۰	۰۳۳/-۰	۰۳۶/-۰	۰۵۴/-۰		
			-----	۸۷۶/۲	۸۸۹/-۱	۱۹۰/-۱	۲۹۷/-۱	۹۳۳/-۱		GRIi,t
				-----	۰۰۴/۰	۰۵۹/۰	۲۳۴/۰	۱۹۵/۰	۰۵۳/۰	
		۰۰۰/۱	۰۱۷/-۰	۱۹۳/-۰	۰۲۷/۰	۱۸۸/-۰	۱۶۹/-۰	۰۱۴/-۰		
			-----	۶۰۴/-۰	۰۳۲/-۷	۹۵۳/۰	۸۵۷/-۶	۱۲۹/-۶	۴۹۵/-۰	STi,t
				-----	۵۴۶/۰	۰۰۰/۰	۳۴۱/۰	۰۰۰/۰	۶۲۰/۰	
	۰۰۰/۱	۱۳۶/۰	۰۰۵/۰	۰۰۶/۰	۰۱۵/۰	۱۸۳/۰	۰۱۷/۰	۰۲۵/۰		
		-----	۹۲۰/۴	۱۹۵/۰	۳۱۱/۰	۵۲۱/۰	۶۷۵/۶	۶۲۴/۰	۹۰۱/۰	BETAi,t
		-----	۰۰۰/۰	۸۴۶/۰	۸۳۳/۰	۶۰۲/۰	۰۰۰/۰	۵۲۳/۰	۳۶۸/۰	
	۰۰۰/۱	۰۰۱/-۰	۰۶۰/-۰	۰۲۸/۰	۲۳۷/۰	۰۰۵/۰	۱۰۵/-۰	۰۶۰/-۰	۰۱۳/۰	
		-----	۰۴۴/-۰	۱۶۷/-۲	۰۲۱/۱	۷۱۳/۸	۱۹۵/۰	۷۷۳/-۳	۱۵۷/-۲	GDPkt
		-----	۹۶۴/۰	۰۳۰/۰	۳۰۷/۰	۰۰۰/۰	۸۴۵/۰	۰۳۱۲/۰	۶۳۹/۰	
۰۰۰/۱	۶۳۸/۰	۱۰۹/۰	۰۳۷/-۰	۰۱۶/۰	۲۵۰/۰	۰۱۲/-۰	۱۰۴/-۰	۰۳۸/-۰	۰۰۲/۰	
-----	۶۴۹/۲۹	۹۱۵/۳	۳۳۵/-۱	۵۵۶/۰	۲۳۶/۹	۴۳۹/-۰	۷۴۰/-۳	۳۶۲/-۱	۰۷۹/۰	INFkt
-----	۰۰۰/۰	۰۰۰/۰	۱۸۲/۰	۵۷۸/۰	۰۰۰/۰	۶۶۰/۰	۰۰۰/۰	۱۷۳/۰	۹۳۷/۰	

نتایج مدل‌های رگرسیون در جداول ۷، ۸ و ۹ ارائه شده‌اند. چون معناداری آماره‌های اف لیمر آزمون چاو کمتر از خطای ۵ درصد است؛ باید عرض از مبدأهای مختلفی در برآورد لحاظ شده و از داده‌های ترکیبی استفاده شود. معناداری آماره‌های کای دو آزمون هاسمن کمتر از

خطای ۵ درصد است؛ در نتیجه بین جزء اخلاص و متغیرهای توضیحی تورش وجود دارد و از اثرات ثابت استفاده شد. معناداری آماره‌های درست‌نمایی کمتر از خطای ۵ درصد است و برای رفع ناهمسانی واریانس پسماندها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. معناداری ضرایب لاگرائز آزمون برنوش-پاگان کمتر از ۵ درصد است و جهت رفع خودهمبستگی پسماندها از وقفه اول متغیر وابسته در نقش توضیحی استفاده شد. معنادار آماره فیشر در سطح خطای ۵ درصد بیانگر روابط معنادار مدل است. آماره دورین-واتسون بیانگر عدم وجود خودهمبستگی پسماندها است. عامل تورم واریانس کمتر از ۵ و بیانگر عدم هم‌خطی بین متغیرها است. ضرایب تعیین تعدیل شده بیانگر توان توضیحی ۵۴ درصدی متغیرهای مدل است.

جدول ۷. بررسی نتایج مدل فرضیه اول پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۲۴۳/-۷	۷۹۹/۰	۰۵۶/-۹	۰۰۰/۰	-
$EQ_{i,t}$	۸۲۵/-۰	۳۳۵/۰	۴۶۱/-۲	۰۱۴/۰	۰۲۹/۱
$SIZE_{i,t}$	۲۵۵/۰	۰۲۹/۰	۸۹۵/۸	۰۰۰/۰	۳۰۲/۱
$FL_{i,t}$	۰۵۱/-۰	۰۴۸/۰	۰۵۷/-۱	۲۹۱/۰	۴۵۱/۱
$ROA_{i,t}$	۵۹۸/-۰	۰۹۳/۰	۴۱۵/-۶	۰۰۰/۰	۷۰۳/۱
$GR_{i,t}$	۰۰۴/۰	۰۰۲/۰	۸۶۰/۱	۰۶۳/۰	۰۲۰/۱
$ST_{i,t}$	۱۶۵/۰	۰۲۵/۰	۶۳۴/۶	۰۰۰/۰	۱۴۶/۱
$BETA_{i,t}$	۰۳۱/۰	۰۱۴/۰	۲۳۱/۲	۰۲۶/۰	۱۱۵/۱
GDP_{kt}	۰۴۵/-۰	۱۸۲/۰	۲۵۰/-۰	۸۰۳/۰	۹۰۹/۱
INF_{kt}	۰۲۳/۰	۰۰۲/۰	۱۰۶/۱۷	۰۰۰/۰	۰۲۲/۲
$COEC_{i,t-1}$	۳۱۰/-۰	۰۲۱/۰	۴۰۱/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۳۵/۰		آماره دورین-واتسون	۴۱۲/۲	
آماره فیشر	۵۶۱/۷		معناداری آماره فیشر	۰۰۰/۰	
آماره اف لیمر	۴۱۷/۱		معناداری آماره اف لیمر	۰۰۱/۰	
آماره کای دو	۱۱/۲۵۷		معناداری آماره کای دو	۰۰۰/۰	
آماره درست‌نمایی	۲۲/۵۱۳		معناداری آماره درست‌نمایی	۰۰۰/۰	
آماره لاگرائز	۲/۴۴۳۴۶		معناداری آماره لاگرائز	۰۰۰/۰	

طبق نتایج جدول ۷، کیفیت سود در سطح خطای ۵ درصد تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه اول پژوهش تأیید شده است. هنگامی که کیفیت سود شرکت‌ها بهبود یابد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه کاهش می‌یابد، اما کاهش کیفیت سود سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود. این موضوع بیانگر نقش مؤثر بهبود کیفیت سود در کاهش بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی است. از طرفی، نقصان در کیفیت گزارش سود، انتظار صاحبان سهام در کسب بازده را افزایش داده و سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

جدول ۸. بررسی نتایج مدل فرضیه دوم پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۹۹۳/-۶	۸۰۲/۰	۷۲۵/-۸	۰۰۰/۰	-
$IP_{i,t}$	۱۸۷/-۰	۰۸۵/۰	۲۰۳/-۲	۰۲۸/۰	۱۱۹/۰۱
$SIZE_{i,t}$	۲۴۸/۰	۰۲۹/۰	۶۷۴/۸	۰۰۰/۰	۲۸۵/۰۱
$FL_{i,t}$	۰۶۸/-۰	۰۴۶/۰	۴۸۹/-۱	۱۳۷/۰	۴۵۱/۰۱
$ROA_{i,t}$	۶۱۰/-۰	۰۸۹/۰	۷۹۱/-۶	۰۰۰/۰	۷۲۰/۰۱
$GR_{i,t}$	۰۰۴/۰	۰۰۲/۰	۷۷۷/۱	۰۷۸/۰	۰۲۱/۰۱
$ST_{i,t}$	۱۶۹/۰	۰۲۵/۰	۶۹۲/۶	۰۰۰/۰	۱۷۰/۰۱
$BETA_{i,t}$	۰۲۹/۰	۰۱۴/۰	۱۲۳/۲	۰۳۴/۰	۱۱۶/۰۱
GDP_{kt}	۰۰۱/-۰	۱۸۵/۰	۰۰۷/-۰	۹۹۴/۰	۹۱۳/۰۱
INF_{kt}	۰۳۴/۰	۰۰۲/۰	۸۴۹/۱۶	۰۰۰/۰	۰۳۷/۰۲
$COEC_{i,t-1}$	۳۱۷/-۰	۰۲۲/۰	۶۴۶/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۳۸/۰		آماره دوربین-واتسون	۳۹۵/۲	
آماره فیشر	۶۵۵/۷		معناداری آماره فیشر	۰۰۰/۰	
آماره اف لیمر	۳۹۹/۱		معناداری آماره اف لیمر	۰۰۱/۰	
آماره کای دو	۷۸/۲۵۳		معناداری آماره کای دو	۰۰۰/۰	
آماره درست‌نمایی	۶۵/۵۱۳		معناداری آماره درست‌نمایی	۰۰۰/۰	
آماره لاگرانژ	۴/۴۴۲۷۵		معناداری آماره لاگرانژ	۰۰۰/۰	

طبق نتایج جدول ۸، حمایت از سرمایه‌گذاران سطح خطای ۵ درصد تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید شده است. وقتی جهت اجرای

جوانب راهبری شرکتی تلاش می‌شود از حقوق گروه‌های مختلف به ویژه سرمایه‌گذاران حمایت شود و منافع این گروه‌ها تأمین گردد، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد، اما کاهش حمایت از سرمایه‌گذاران منجر به افزایش سطح بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی شده و این موضوع سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

طبق نتایج جدول ۹، معناداری آماره تی حاصل ضرب حمایت از سرمایه‌گذار و کیفیت سود کمتر از خطای ۵ درصد و ضریب آن منفی است. به این ترتیب، حمایت از سرمایه‌گذار تأثیر معنادار بر رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه سوم پژوهش تأیید شده است. وقتی در راستای اجرای اهداف راهبری شرکتی تلاش شود از حقوق سهامداران حمایت شود و از طرفی سود دارای کیفیت مطلوب باشد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها کاهش می‌یابد؛ در حالی که کاهش حمایت از سرمایه‌گذاران و کاهش کیفیت سود سبب نااطمینانی سهامداران شده و این موضوع ضمن افزایش سطح بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی، سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

جدول ۹. بررسی نتایج مدل فرضیه سوم پژوهش

متغیر وابسته: COEC _{i,t}					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۷۹۴/-۶	۷۳۱/۰	۲۹۹/-۹	۰۰۰/۰	-
EQ _{i,t}	۲۷۲/-۱	۴۵۸/۰	۷۸۱/-۲	۰۰۵/۰	۵۷۹/۲
IP _{i,t}	۲۹۱/-۰	۱۱۱/۰	۶۲۲/-۲	۰۰۹/۰	۸۱۲/۱
EQ _{i,t} *IP _{i,t}	۹۱۱/-۱	۹۳۵/۰	۰۴۴/-۲	۰۴۱/۰	۲۷۶/۳
SIZE _{i,t}	۲۴۲/۰	۰۲۶/۰	۳۳۰/۹	۰۰۰/۰	۳۰۷/۱
FL _{i,t}	۰۴۶/-۰	۰۴۸/۰	۹۴۱/-۰	۳۴۷/۰	۴۷۳/۱
ROA _{i,t}	۵۸۷/-۰	۰۹۴/۰	۲۵۸/-۶	۰۰۰/۰	۷۳۸/۱
GR _{i,t}	۰۰۴/۰	۰۲۰/۰	۹۳۱/۱	۰۵۱/۰	۰۲۴/۱
ST _{i,t}	۱۶۹/۰	۰۲۵/۰	۸۱۷/۶	۰۰۰/۰	۱۷۴/۱
BETA _{i,t}	۰۳۰/۰	۰۱۴/۰	۱۶۵/۲	۰۳۱/۰	۱۱۷/۱
GDP _{kt}	۰۰۷/۰	۱۸۳/۰	۰۳۸/۰	۹۶۹/۰	۹۱۸/۱
INF _{kt}	۰۳۳/۰	۰۰۲/۰	۹۹/۱۶	۰۰۰/۰	۰۴۳/۲
COEC _{i,t-1}	۳۱۹/-۰	۰۲۲/۰	۶۱۷/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۳۷/۰		آماره دوربین-واتسون		۳۹۵/۲
آماره فیشر	۵۵۷/۷		معناداری آماره فیشر		۰۰۰/۰
آماره اف لیمر	۴۱۸/۱		معناداری آماره اف لیمر		۰۰۱/۰
آماره کای دو	۴۵۲/۵۲		معناداری آماره کای دو		۰۰۰/۰
آماره درست‌نمایی	۷۲/۵۱۳		معناداری آماره درست‌نمایی		۰۰۰/۰
آماره لاگرانژ	۷/۴۴۰۶۵		معناداری آماره لاگرانژ		۰۰۰/۰

شواهد مربوط به نقش متغيرهاى كترلى بيانگر اين است كه اندازه، گردش معاملات سهام، ريسك سيستماتيک و نرخ تورم تأثير مثبت، اما بازده دارايى‌ها تأثير منفى بر هزينه سرمايه حقوق صاحبان سهام داشته‌اند. به اين ترتيب، افزايش (كاهش) هزينه سرمايه حقوق مالكانه صاحبان سهام تابعى از افزايش (كاهش) اندازه، گردش معاملات سهام، ريسك سيستماتيک و نرخ تورم و همچنين تابعى از كاهش (افزايش) بازده دارايى‌ها است. بنابراين در شركت‌هاى بزرگ‌تر، داراى سودآورى كمتر، داراى گردش سهام بالاتر، با ريسك سيستماتيک بيشتر و در شرايط محيط اقتصادى با نرخ تورم بالاتر، هزينه سرمايه حقوق مالكانه شركت‌ها افزايش يافته است. البته طبق بررسى‌هاى پژوهش، شواهد معنادار از تأثير اهم مالى، رشد شركت و رشد توليد ناخالص داخلى بر هزينه سرمايه حقوق مالكانه يافت نشده است.

نتيجه گيرى و پيشنهاده‌هاى پژوهش

در اين مقاله اثر سنجه‌هاى حمايت از سرمايه‌گذاران و كيفيت اطلاعات مالى بر كاهش هزينه سرمايه حقوق مالكانه ارزيابى شده است. طبق پيامدهاى فرضيه بازار سرمايه، جنبه‌هاى كيفيت سود مى‌توانند بر هزينه سرمايه شركت‌ها اثر بگذارند. شواهد مقاله حاضر نشان داده‌اند كيفيت سود تأثير منفى بر هزينه سرمايه حقوق صاحبان سهام دارد. در انطباق با مباني نظرى و شواهد تجربى، با افزايش كيفيت اطلاعات مالى از طريق گزارش سود با كيفيت، ريسك اطلاعاتى كاهش يافته و اين امر سبب كاهش هزينه سرمايه حقوق مالكانه شده است. اما ضعف در گزارشگرى سود به ويژه از طريق اعمال اختيار مديران و انتخاب رويه‌هاى حسابدارى سبب كاهش كيفيت اطلاعات مالى شده و به اين دليل ريسك اطلاعاتى افزايش يافته است. افزايش ريسك اطلاعاتى نيز افزايش عدم تقارن اطلاعاتى و هزينه سرمايه حقوق مالكانه را به دنبال دارد. اين نتايج سازگار با نتايج پژوهش فرانسيس و همكاران (۲۰۰۴)، گرى و همكاران (۲۰۰۹)، كيم و كاى (۲۰۱۰)، باتاچاريا و همكاران (۲۰۱۱)، آپرگيس و همكاران (۲۰۱۱)، بارث^۱ و همكاران (۲۰۱۳)، كيم و سان (۲۰۱۳)، خليف^۲ و همكاران (۲۰۱۵)، بن نصر و الدخيل (۲۰۱۵)، پرساكيس و ياتريديس (۲۰۱۵)، اليوا^۳ و همكاران (۲۰۱۶)، آنتونى و جورج (۲۰۱۷)، سالوم (۲۰۱۷)، هونگ و همكاران (۲۰۱۹)، ايزت (۲۰۱۹)، كنتريس ايندارتى و همكاران (۲۰۱۹)،

1. Barth
2. Khlif
3. Eliwa

لستاری و راهایو (۲۰۱۹)، علوی طبری و همکاران (۱۳۸۹)، نیکومرام و امینی (۱۳۹۰)، مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۱)، حسنی و احمدی (۱۳۹۶)، عباسی و بذرافشان (۱۳۹۶)، حسنی و محمدیان (۱۳۹۶)، اسدی نهاری و همکاران (۱۳۹۸) است. البته این نتایج با نتایج مطالعات کوهن (۲۰۰۸)، ثقفی و بولو (۱۳۸۸)، بولو و حسنی القار (۱۳۹۳) ناسازگاری دارد.

یکی از مکانیزم‌های نظارتی اعمالی در کشورها در راستای اهداف راهبری شرکتی، جنبه حمایت از سرمایه‌گذاران است. شواهدی نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذار در محیط‌های نهادی و قانونی منجر به بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه شده است. شواهد پژوهش حاضر نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذار تأثیر معنی‌دار منفی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام داشته است. در انطباق با مبانی نظری و پیشینه‌های تجربی، وقتی رویه‌های راهبری شرکتی برای افزایش نظارت بر شرکت‌ها اعمال شوند، شفافیت اطلاعاتی بهبود یافته و به واسطه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی کاهش می‌یابد، این امر در نهایت سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه صاحبان سهام شده است، اما سطوح ضعیف حمایت از سرمایه‌گذاران به دلیل افزایش عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شده است. این نتایج سازگار با نتایج پژوهش‌های هیمبرگ و همکاران (۲۰۰۲)، آلبوکوثر و وانگ (۲۰۰۸)، چابرا و همکاران (۲۰۰۹)، چنگ و همکاران (۲۰۰۹)، آنتونی و جورج (۲۰۱۷) و بروئر و همکاران (۲۰۱۸) است.

طبق شواهد پژوهشی، کیفیت بالای سود و همزمان اعمال حمایت از سرمایه‌گذاران در چارچوب راهبری شرکتی سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷). نتایج پژوهش حاضر نشان دادند تعامل همزمان کیفیت سود و حمایت از سرمایه‌گذاران تأثیر منفی بر هزینه حقوق مالکانه داشته است. در واقع، تعامل بهبود کیفیت سود به همراه بهبود محیط حمایت از سرمایه‌گذاران با ایجاد محیط اطلاعاتی مناسب سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شده است.

با توجه به نتایج پژوهش به گروه‌های مختلف که خواهان ارزیابی هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام هستند، پیشنهاد می‌شود بحث کیفیت سود در گزارشگری مالی را به طور دقیق مورد توجه قرار دهند. همچنین لازم است به اثربخشی سازوکارهای راهبری شرکتی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران توجه کنند. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تلاش کنند با ارائه اطلاعات شفاف مالی زمینه لازم برای کاهش هزینه سرمایه فراهم سازند، زیرا این موضوع

در نهايت افزايش ارزش شركت را به همراه دارد. همچنين طبق شواهد پژوهش، سنجه‌هاى حمايت از حقوق سرمايه‌گذاران از عوامل كاهش هزينه سرمايه حقوق مالكانه هستند. چون دستيابى به فضاي حمايت از سرمايه‌گذاران مستلزم رعايت حقوق ذى‌نفعان در چارچوب راهبرى شركتى و اجراى رويه‌هاى مناسب نظارتى است، از اين رو به مكانيزم‌هاى راهبرى شركتى شامل سازمان بورس، سازمان حسابرسى، هيأت مديره‌ها، كميته‌هاى حسابرسى، حسابرسان مستقل، حسابرسان داخلى و اركان مربوطه پيشنهاد مى‌شود اهداف راهبرى شركتى را در امور نظارتى رعايت كنند تا شاهد كاهش ريسك اطلاعاتى و كاهش هزينه سرمايه در شركت‌ها باشيم. دستيابى به اين هدف، زمينه‌ساز افزايش ارزش شركت‌ها است كه مى‌تواند رضايت گروه‌هاى مختلف از جمله سهامداران و سرمايه‌گذاران را تأمين كند. به علاوه، طبق شواهد پژوهش حاضر هم كميت سودها و هم كيفيت سودها از عوامل كاهنده هزينه سرمايه حقوق مالكانه هستند. از اين رو، به گروه‌هاى استفاده‌كننده اطلاعات مالى پيشنهاد مى‌شود به اين موضوع توجه داشته باشند. شركت‌ها با افشاى اطلاعات شفاف سود مى‌توانند سبب افزايش شفافيت بازار سرمايه، كاهش ريسك اطلاعاتى، سرمايه‌گذارى بيشتر، كارايى بازار، تخصيص بهينه منابع و رشد و شكوفايى اقتصادى شوند. افزايش ابهام اطلاعات مالى به ويژه سود، هزينه سرمايه را افزايش داده و مبادلات بازار سهام را كاهش مى‌دهد. از اين رو به سهامداران، سرمايه‌گذاران، اعتباردهندگان، مديران، تحليل‌گران و فعالان بازار سهام پيشنهاد مى‌شود با آگاهى از عوامل مؤثر بر هزينه سرمايه، تصميم‌هاى مناسبى گرفته شود. به پژوهشگران پيشنهاد مى‌شود جهت تمرکز بر برخى جنبه‌هاى با اهميت مطالعاتى، موضوع به صورت مقايسه‌اى از طريق تمرکز بر جنبه‌هاى مختلف تأمين مالى (هزينه بدهى، هزينه سرمايه و ميانگين موزون هزينه سرمايه) بررسى شود. به علاوه، بررسى موضوع به صورت مقايسه‌اى از طريق تمرکز بر جنبه‌هاى مختلف كيفيت اطلاعات مالى (مديريت سود، هموارسازى سود، پايدارى سود، محافظه‌كارى سود و محتوای اطلاعاتى سود) مى‌تواند مورد توجه پژوهشگران قرار گيرد. همچنين پيشنهاد مى‌شود نقش محيط رقابتي فعاليت شركت‌ها در صنايع مختلف (شرايط رقابتي و انحصارى)، نقش محيط رقابتي معاملات بازار سهام، نقش گرم و سرد بودن بازار سهام (بازار پررونق و بازار راكد)، نقش چرخه‌هاى اقتصادى كشور (دوره‌هاى ركود و رونق)، نقش چرخه عمر شركت‌ها (مراحل ظهور، رشد، بلوغ و افول)، نقش محيط اطلاعاتى شركت‌ها (عدم تقارن اطلاعاتى) و عدم اطمینان (محيطى، سياسى، اقتصادى، بازار و شركت) در ارزيابى دقيق‌تر موضوع بررسى شوند.

منابع

- اسدی‌نهری، نادر؛ طالب‌نبا، قدرت‌اله؛ و کیلی‌فرد، حمیدرضا و رویانی، رمضانعلی. (۱۳۹۸). نقش تعدیل‌کننده پذیرش استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی بر رابطه میان کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. ۸ (۳۰): ۲۶-۱۵.
- بولو، قاسم و حسنی‌القار، مسعود. (۱۳۹۳). ارتباط میان کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام. *دانش حسابداری*. ۵ (۱۷): ۴۹-۷۵.
- ترابی، ایرج؛ دستگیر، محسن و کیانی، غلامحسین. (۱۳۹۹). اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲ (۲): ۲۲-۱.
- ثقفی، علی و بولو، قاسم. (۱۳۸۸). هزینه حقوق صاحبان سهام و کیفیت سود. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. ۱ (۲): ۲۹-۴.
- حسینی، محمد و احمدی، ندا. (۱۳۹۶). تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام. *مقالات کنفرانس بین‌المللی فرصت‌ها و چالش‌های مدیریت، اقتصاد و حسابداری*، ژنو، سوئیس.
- حسینی، محمد و محمدیان، مژگان. (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و کیفیت سود. *پایان‌نامه ارشد*. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
- شفیع‌زاده، بهاره؛ حسینی، سیدعلی؛ رحمانی، علی و سلطانی، محمد. (۱۳۹۷). نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، *بورس اوراق بهادار*، ۱۱ (۴۲): ۷۴-۹۵.
- عباسی، ابراهیم و بذرافشان، محسن. (۱۳۹۶). بررسی رابطه کیفیت سود، افشای داوطلبانه و رفتار نامتقارن اطلاعاتی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*. ۷ (۱): ۶۰-۴۱.
- علی‌اصفهان‌نی، یاسمن و دارابی، رویا. (۱۳۹۸). بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با هزینه‌های حقوق صاحبان سهام با در نظر گرفتن محافظت از سرمایه‌گذاران. *سیاست‌های مالی و اقتصادی*. ۷ (۲۶): ۲۳۴-۲۱۳.
- علوی‌طبری، سیدحسین؛ مشایخ، شهناز و نوبهاری، مریم. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و ثبات سود با هزینه سرمایه سهام عادی. *مجله توسعه و سرمایه*. ۳ (۲): ۷۶-۵۷.
- کردستانی، غلامرضا و طایفه، سیامک. (۱۳۹۲). ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام. *تحقیقات مالی*. ۱۵ (۱): ۷۵-۹۴.

- کردستانی، غلامرضا و علوی، سیدمصطفی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، بورس اوراق بهادار، ۳ (۱۲): ۴۳-۶۱.
- کرمی، علامرضا؛ حسینی، سیدعلی و رضوانی فرد، سعید. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین سطح افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بورس اوراق بهادار، ۶ (۲۱): ۴۷-۷۱.
- مرادزاده فرد، مهدی؛ عدیلی، مجتبی و ابراهیمیان، سیدجواد. (۱۳۹۱). کیفیت حسابرسی، کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۴ (۱۴): ۹۱-۱۱۰.
- نیکومرام، هاشم و امینی، پیمان. (۱۳۹۰). کیفیت سود و هزینه سرمایه. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۴ (۲): ۱۸۳-۲۱۵.
- Albuquerque, R., Wang, N. (2008). Agency conflicts, investment and asset pricing. *The Journal of finance*. 63(1): 1-40.
- Anthony, P., George, I. E. (2017). The joint effect of investor protection, IFRS and earnings quality on cost of capital: An international study. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 46: 1-29.
- Apergis, N., Artikis, G., Eleftheriou, S., Sorros, J. (2011). Accounting information and cost of capital: A theoretical approach. *Modern Economy*. 2: 589-596.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*. 55 (2-3): 206-224.
- Ben-Nasr, H., Al-Dakheel, A.M. (2015). The impact of earnings quality on the cost of equity: Evidence from privatized firms. *International Journal of Financial Research*. 6(1): 68-78.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., Schipper, K. (2011). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry and the cost of equity. *The Accounting Review*. 87 (2): 449-482.
- Boonlert-U-Thai, K., Meek, G. K., Nabar, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting*. 41(4): 327-357.
- Breuer, W., Müller, T., Rosenbach, D., Salzmann, A. (2018). Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance*. 96 (Nov): 34-55.
- Byun, H. Y., Kwak, S. K., Hwang, L. S. (2008). The implied cost of equity capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 37 (1): 139-184.
- Cahan, S. F., Liu, G., Sun, J. (2008). Investor protection, income smoothing, & earnings informativeness. *Journal of International Accounting Research*. 7 (1): 1-24.
- Chang, H., Ferando, G. D., Liao, W. (2009). Sarbanes oxley act, perceived earnings quality & cost of capital. *Review of Accounting and Finance*. 8(3): 216-231
- Chhabra, M., Ferris, S. P., Sen, N. (2009). Investor protection effects on corporate liquidity and the cost of capital. *Applied Economics Letters*. 16 (8): 819-826.

- Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M., Zeng, C. (2015). Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? *European Accounting Review*. 24 (1): 31-61.
- Cohen, D. (2008). Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*. 15(2): 69-90.
- Cremers, M., Ferrell, A. (2014). Thirty years of shareholder rights and firm valuation. *Journal of Finance*. 69 (3): 1167-1196.
- Dharmapala, D., Khanna, V. (2013). Corporate governance, enforcement, and firm value: Evidence from India. *Journal of Law, Economics, and Organization*. 29 (5): 1056-1084.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*. 70 (2): 193-225.
- Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*. 59 (4): 1553-1583.
- Ezat, A. (2019). The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. 9 (3): 366-385.
- Flores, E., Sampaio, J.O., Beiruth, A.X., & da Silva, A.F. (2020). Earnings Transparency, Cost of Debt & Cost of Equity: A Cross-Country Examination. *International Business Research*, 13 (10): 115-129.
- Francis, Jere R., Khurana, I. K., Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the World. *The Accounting Review*. 80 (4): 1125-1162.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2004). Costs of capital and earnings attributes. *The Accounting Review*. 79 (4): 967-1010.
- Gray, P., Koh, P. S., Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*. 36 (1-2): 51-72.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., Love, I. (2002). Investor protection, ownership and the cost of capital. *World Bank Policy Research*. Working Paper. No 2834.
- Hong, P. K., Ma, T., Zhang, G. (2019). Accruals quality and cost of capital: Evidence from the Chinese stock market. *Journal of International Accounting Research*. 18 (1): 71-95.
- Houqe, M. N., Ahmed, K., Van Zijl, T. (2017). Audit quality, earnings management and cost of equity capital: Evidence from India. *International Journal of Auditing*. 21(2): 177-189.
- Houqe, M. N., Easton, S., Van Zijl, T. (2014). Does mandatory IFRS adoption improve information quality in low investor protection countries?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 23 (2), 87-07.
- Huang, H. H., Wang, W., Zhou, J. (2013). Shareholder rights, insider ownership and earnings management. *Abacus*. 49 (1): 46-73.
- Imhof, M. J., Seavey, S. E., Smith, D. B. (2017). Comparability and cost of equity capital. *Accounting Horizons*. 31(2): 125-138.
- Kentris Indarti, M. G., Puteri, I. T., Sudarsi, S. (2019). Earning quality, information asymmetry and cost of equity capital in manufacturing companies. *Advances in Economics, Business and Management Research*. 86: 155-158.

- Kim, D., Qi, Y. (2010). Accruals quality, stock returns and macroeconomic conditions. *The Accounting Review*. 85(3): 937-978.
- Kim, J. B., Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*. 32(6): 518-543.
- Lestari, N., Rahayu, U. (2019). Influence earnings quality and liquidity on cost of capital. *Journal of Applied Managerial Accounting*. 1 (1): 62-69.
- Lima, B. F., Sanvicente, A. Z. (2013). Quality of corporate governance and cost of equity in Brazil. *Journal of Applied Corporate Finance*. 25 (1): 72-80.
- McLean, R. D., Zhang, T., Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance and growth. *The Journal of Finance*. 67 (1): 313-350.
- Persakis, A., Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38: 3-24.
- Persakis, A., Iatridis, G. E. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 41(C): 73-101.
- Salloum, A. (2017). The relationship between earnings quality and cost of capital in the light of agency theory: A case study of Jordan. *Journal of Advances in Social Science and Humanities*. 3(4).

COPYRIGHTS



© 2022 Securities and Exchange Organization, Tehran, Iran. This license lets others remix, tweak, and build upon your work non-commercially, and although their new works must also acknowledge you and be non-commercial, they don't have to license their derivative works on the same terms.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی