



تأثیر محافظه کاری و کیفیت افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی

دکتر غلامرضا کردستانی*، سهیلا قاسمی خیرآبادی**

چکیده

افزایش درجه محافظه کاری در گزارشگری مالی و بهبود کیفیت افشای اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش ابهام و در نهایت کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می‌شود. بر این اساس انتظار می‌رود بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی وجود داشته باشد و پایداری این رابطه با افزایش کیفیت افشاء کاهش یابد. برای بررسی تجربی این موضوع داده‌های ۸۴ شرکت پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ - ۱۳۸۹ بررسی شده است. برای اندازه‌گیری محافظه کاری از معیارهای گیولی و هاین^۱ (۲۰۰۰) و بیور و رایان^۲ (۲۰۰۰) و برای سنجش کیفیت افشاء از امتیازهای سالیانه کیفیت افشاء که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر می‌شود، استفاده شده است. همچنین هزینه سرمایه سهام عادی با استفاده از سه معیار^۳ PEG ایستون^۴ (۲۰۰۴)، الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت سود به قیمت برآورد شده است.

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی وجود دارد و پایداری این رابطه تحت تأثیر محیط اطلاعاتی شرکت‌ها است. همچنین یافته‌های تحقیق حاکی از توانایی بالاتر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بیور و رایان (۲۰۰۰) و معیار ایستون (۲۰۰۴) برای تخمین مدل‌های تحقیق است.

واژه‌های کلیدی: هزینه سرمایه سهام عادی، محافظه کاری، کیفیت افشاء، ریسک اطلاعات

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۹/۲۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۱/۲۵

نویسنده مسئول: غلامرضا کردستانی

Email: gholamrezakordestani@ikiu.ac.ir

* دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی

** کارشناس ارشد حسابداری، مرکز آموزش عالی رجاء

مقدمه

تأمین مالی در واحدهای اقتصادی به روش‌های مختلف و با بهره‌گیری از منابع متعدد صورت می‌گیرد. یکی از مهمترین منابع تأمین مالی واحدهای تجاری، انتشار سهام عادی است. به دلیل این که شرکت‌ها در پرداخت سود سهام به دارندگان سهام عادی اجبار قانونی ندارند و نیز نرخ سود سهام عادی ثابت نیست، برخی افراد تأمین مالی از طریق سهام عادی را بدون هزینه می‌دانند. این در حالی است که سرمایه‌گذاران با هدف کسب بازده معقول، در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌نمایند و تأمین مالی از طریق سهام عادی روش گران تأمین مالی است. بر طبق منطق اقتصادی و رفتار عقلایی، سرمایه‌گذاران در جایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که نرخ بازده حاصل از آن حداقل به اندازه نرخ بازده مورد انتظارشان باشد. فرانسیس و همکاران^۵ (۲۰۰۴) بیان می‌دارند که بازده مورد انتظار سهامداران تحت تأثیر ریسک اطلاعات^۶ قرار می‌گیرد. زمانی که اطلاعات به طور کامل در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد، ریسک اطلاعاتی کاهش و اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد، این افزایش منجر به کاهش نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و در نهایت کاهش هزینه سرمایه سهام عادی^۷ می‌شود. از این رو راه کارهای کاهش نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه حفظ و افزایش ارزش شرکت، همواره مورد توجه مدیران بوده است.

در این میان، با اعمال محافظه کاری^۸ در حسابداری، زیانهای احتمالی نسبت به سودهای احتمالی، سریع‌تر شناسایی می‌شوند. این عدم تقارن زمانی در شناسایی سود و اندازه‌گیری محافظه کارانه آن منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی شرکت و تحقق بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌شود. بگنولی و واتز^۹ (۲۰۰۵) استدلال می‌کنند که در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی^{۱۰}، اعمال رویه‌های حسابداری محافظه کارانه می‌تواند برای انتقال اطلاعات محرمانه مدیریت به استفاده‌کنندگان مورد استفاده قرار گیرد و از این طریق هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش دهد. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران از طریق اطلاعات افشاء شده، در مورد عملکرد بنگاه آگاهی کسب می‌کنند و سپس سرمایه و اعتبار خود را در

اختیار بنگاه قرار می‌دهند. بنابراین توجه به کیفیت افشاء^{۱۱} اطلاعات نیز برای تداوم فعالیت و پیشرفت بنگاه اقتصادی حیاتی است، زیرا کیفیت اطلاعات حسابداری تأثیر بسزایی در نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و در نتیجه هزینه سرمایه سهام عادی دارد. بنابراین انتظار می‌رود:

۱. افزایش کیفیت افشاء از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ابهام بتواند بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر معکوس داشته باشد.
 ۲. با افزایش درجه محافظه‌کاری اعمال شده در صورت‌های مالی عدم تقارن اطلاعاتی، ابهام و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی کاهش یابد.
 ۳. به دلیل کاهش بیشتر عدم تقارن اطلاعاتی و ابهام در شرکت‌های با کیفیت بالای افشاء، محافظه‌کاری اثر کاهنده ناچیزی بر هزینه سرمایه سهام عادی داشته باشد.
- برای تأمین هدف این تحقیق که فراهم نمودن پاسخی منطقی و مبتنی بر شواهد برای انتظارات فوق است، فرضیه‌هایی تدوین و مورد آزمون قرار گرفته است.

محافظه‌کاری و هزینه سرمایه سهام عادی

باسو^{۱۲} (۱۹۹۷) محافظه‌کاری را گرایش حسابداری به الزام درجه بالاتری از تأییدپذیری برای شناسایی اخبار خوب یا سود در مقایسه با میزان تأییدپذیری لازم برای شناسایی اخبار بد یا زیان تعریف کرده است. بر اساس مفاهیم نظری گزارشگری مالی، اطلاعاتی مفید است که دارای خصوصیات کیفی باشد. خصوصیات کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات، مربوط بودن و قابل اتکا بودن است و احتیاط (محافظه‌کاری) یکی از ویژگی‌های قابلیت اتکا است. احتیاط عبارت است از کاربرد درجه‌ای از مراقبت که در اعمال قضاوت برای انجام برآورد در شرایط ابهام مورد نیاز است به گونه‌ای که درآمدها یا دارایی‌ها بیشتر از واقع و هزینه‌ها یا بدهی‌ها کمتر از واقع ارائه نشود. اعمال احتیاط نباید منجر به ایجاد اندوخته‌های پنهانی یا ذخایر غیر ضروری گردد یا دارایی‌ها و درآمدها را عمداً کمتر از واقع و بدهی‌ها و هزینه‌ها را عمداً بیشتر از واقع نشان دهد. زیرا این امر موجب نقض

بی طرفی است و بر قابلیت اتکای اطلاعات مالی اثر می گذارد (کمیته فنی سازمان حسابرسی، ۱۳۸۷)

مشکل نمایندگی در شرکت بین مدیران و سهامداران و بین سهامداران و بستانکاران وجود دارد. قرارداد پاداش مدیریت و قرارداد بدهی برای حل این مشکل ایجاد شده اند. بر اساس تئوری اثباتی، محافظه کاری حسابداری کارایی قراردادهای پاداش مدیریت و قراردادهای بدهی را افزایش می دهد (لی^{۱۳}، ۲۰۰۹ به نقل از واتز و زیمرمن^{۱۴}، ۱۹۸۶ و واتز^{۱۵}، ۲۰۰۳). بر اساس تئوری نمایندگی در ادامه توضیح داده می شود که محافظه کاری چگونه هزینه سرمایه را کاهش می دهد.

سهامداران تصمیم گیری در خصوص عملیات شرکت را به مدیران تفویض می کنند و از طریق قراردادهای پاداش مدیریت، بر مبنای یک سری از معیارهای عملکرد در گزارش های مالی دوره ای به آنها انگیزه می دهند. با این حال به علت عدم تقارن اطلاعاتی و قراردادهای ناقص، مدیران ممکن است گزارش ها را به نفع خود مطلوب جلوه دهند. به عنوان مثال مدیران ممکن است اخبار خوب را سریع تر از اخبار بد شناسایی کنند. در این میان، محافظه کاری نوشاروی لازم برای جلوگیری از اندازه گیری های خوشبینانه مدیران است.

الزام مدیران به شناسایی سریع تر اخبار بد نسبت به اخبار خوب، پاداش آنها را محدود، ولی ثروت سهامداران را حداکثر می کند. به علاوه، سهامداران می توانند بعد از دریافت علامت های اخبار بد، زیان های بالقوه را از طریق اعمال نظارت بیشتر یا جایگزینی مدیران نالایق حداقل کنند. بنابراین محافظه کاری ریسک نمایندگی تحمل شده بوسیله سهامداران را از طریق کاهش ریسک سرمایه گذاری بالقوه و خلع ید مدیر نالایق کاهش می دهد. از این رو، سهامداران از شرکت هایی که سیستم گزارشگری مالی محافظه کارانه دارند، صرف ریسک کمتری مطالبه می کنند (لی، ۲۰۰۹).

مشابه با تضاد منافع سهامدار-مدیر، مسئله نمایندگی بین سهامداران و بستانکاران نیز وجود دارد. بستانکاران از طریق قراردادهای لازم الاجرا بر مبنای یک سری از معیارهای

عملکرد در گزارش‌های مالی دوره ای منافع خود را حفظ می‌کنند. در صورت تخلف از قراردادهای، بستانکاران می‌توانند ریسک عدم پرداخت بدهی را از طریق دست گرفتن کنترل شرکت یا اعمال نظارت بیشتر کاهش دهند. در این میان، بستانکاران از وام‌گیرندگان که سیستم گزارشگری مالی محافظه‌کارانه‌ای دارند بهره کمتری را مطالبه می‌کنند. زمانی که ارزش شرکت به مراتب بالاتر از ارزش اسمی بدهی باشد، بستانکاران به الزام مدیران برای شناسایی به موقع اخبار خوب تمایل کمتری دارند. حتی اگر مدیران در جهت منافع شخصی خود، اخبار خوب را به طور داوطلبانه افشاء کنند بعید است بوسیله بستانکاران در قراردادها پاداشی دریافت نمایند (همان منبع).

بنابراین مزایای محافظه‌کاری برای اعتبار دهندگان، هشدارهای به موقع در قبال ریسک عدم رعایت مفاد قراردادهای اخذ وام است که اعتبار‌گیرنده اعلام می‌دارد. مزایای محافظه‌کاری برای اعتبار‌گیرندگان نیز کاهش نرخ بهره وام است. گزارشگری مالی محافظه‌کارانه، اطلاعات و علائم به موقع در خصوص عملکرد نامناسب مالی شرکت را در اختیار اعتبار دهندگان قرار داده تا از طریق انجام اقدامات به موقع، ریسک وصول اصل و بهره وام‌های اعطایی را کاهش دهند (ثقفی و نادری کروندان، ۱۳۹۰ به نقل از ژانگ^{۱۶}، ۲۰۰۸). دلایل مذکور به این موضوع اشاره می‌کند که سرمایه‌گذاران از شرکت‌هایی که گزارشگری مالی محافظه‌کارانه‌تری دارند، خواستار نرخ بازده کمتری هستند. نتایج تحقیقات انجام شده در خصوص تأثیر محافظه‌کاری بر هزینه سرمایه نیز نشان می‌دهد که اعمال محافظه‌کاری در صورت‌های مالی موجب کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه سهام عادی می‌شود (لارا و همکاران^{۱۷}، ۲۰۱۱؛ آرتیچ و کلرکسن^{۱۸}، ۲۰۱۰؛ لی، ۲۰۰۹؛ هاشمی و همکاران، ۱۳۹۰).

کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی

ورچیا^{۱۹} (۲۰۰۱) در تعریف افشاء بیان می‌دارد که افشاء نمود درونی و بیرونی یک سیستم اقتصادی است؛ بر اساس آن هرگونه اطلاعاتی که بر شناخت کامل از صورت‌های

مالی شرکت تأثیر می گذارد، باید در صورت های مالی درج شود.

چالش اساسی هر اقتصادی، تخصیص بهینه پس اندازها به فرصت های سرمایه گذاری است. بهبود کیفیت افشاء اطلاعات، منجر به تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه می شود. موسسات و شرکت ها تمایل به جذب سرمایه گذاران بالقوه دارند. این در حالی است که به دلیل مسئله اطلاعات (تفاوت اطلاعات بین مدیران و سرمایه گذاران بالقوه که منجر به ایجاد یک فاصله یا دوگانگی در بازار سرمایه موجود می شود) و مسئله نمایندگی (زمانی که سرمایه گذاران وجه نقد خود را در قرارداد تجاری سرمایه گذاری می کنند و قصد مدیریت در واحد تجاری را ندارند؛ مدیران با انگیزه حداکثر کردن نفع شخصی، در مورد مصرف وجوه سرمایه گذاران تصمیم گیری می کنند) بین آنها تضاد ایجاد می شود. انعقاد یک قرارداد بهینه بین مدیران و سرمایه گذاران موجب هم سویی منافع آنها می شود، همچنین انگیزه های افشای کامل اطلاعات را از سوی مدیران به وجود می آورد (هیلائی و پالپو^{۲۰}، ۲۰۰۱). بر این اساس مشخص می شود که افشای بیشتر اطلاعات مالی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران می شود، در نتیجه ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می دهد (بلانکو و همکاران^{۲۱}، ۲۰۱۲؛ لی و یانگ^{۲۲}، ۲۰۱۱؛ دالیوال و همکاران^{۲۳}، ۲۰۱۰؛ گو^{۲۴}، ۲۰۱۰؛ چن و همکاران^{۲۵}، ۲۰۰۹؛ گای و ورچیا^{۲۶}، ۲۰۰۷؛ گیتزمن و آیرلاند^{۲۷}، ۲۰۰۵؛ کوتاری و شرت^{۲۸}، ۲۰۰۳؛ بوتوسان و پلاملی^{۲۹}، ۲۰۰۲؛ هیل^{۳۰}، ۲۰۰۲؛ هیلائی و پالپو، ۲۰۰۱؛ بوتوسان^{۳۱}، ۱۹۹۷؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰؛ دستگیر و بزاززاده، ۱۳۸۲).

حال این سوال مطرح می شود که محافظه کاری و کیفیت افشاء که می توانند موجب کاهش هزینه سرمایه سهام عادی گردند، چنانچه با هم بکار گرفته شوند، چه اثراتی بر هزینه سرمایه سهام عادی خواهند داشت؟ آرتیچ و کلرکسن (۲۰۱۰) برای پاسخگویی به این سوال تأثیر مشترک و جداگانه محافظه کاری و افشاء را بر هزینه سرمایه سهام عادی بررسی کردند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که تنها افزایش محافظه کاری باعث کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود. آنها در بررسی تأثیر مشترک این دو عامل بر هزینه سرمایه سهام عادی

دریافتند که در شرکت‌های با سطح افشاء پایین (بیشترین عدم تقارن اطلاعاتی) اعمال درجه بالاتری از محافظه‌کاری منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می‌شود و در شرکت‌های با سطح افشاء بالا (کمترین عدم تقارن اطلاعاتی) اعمال رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه اثر کاهنده ناچیزی بر هزینه سرمایه سهام عادی دارد.

در تحقیقات داخلی تأثیر جداگانه محافظه‌کاری و کیفیت افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی بررسی شده است. اما در این تحقیق به پیروی از آرتیچ و کلرکسن (۲۰۱۰) علاوه بر تأثیر جداگانه، تأثیر مشترک این دو عامل بر هزینه سرمایه سهام عادی نیز بررسی می‌شود.

پیشینه

محافظه‌کاری و هزینه سرمایه سهام عادی

لارا و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی برای یافتن رابطه بین محافظه‌کاری شرطی و هزینه سرمایه، دریافتند که گزارشگری محافظه‌کارانه از طریق کاهش عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی آتی و کاهش نوسان قیمت‌های آتی سهام، منجر به دقت بیشتر اطلاعات، افزایش ارزش شرکت و کاهش هزینه سرمایه آن خواهد شد.

چان و همکاران^{۳۲} (۲۰۰۹) رابطه بین محافظه‌کاری شرطی و غیر شرطی را با هزینه سرمایه سهام عادی بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که شرکت‌های با درجه بالاتر محافظه‌کاری غیر شرطی، دارای هزینه سرمایه پائین‌تر هستند. در مقابل، اعمال درجه بالاتری از محافظه‌کاری شرطی منجر به هزینه سرمایه بالاتر خواهد شد.

فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) در بررسی رابطه بین هفت ویژگی کیفی سود (کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی، یکنواختی، مربوط بودن به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه‌کارانه بودن سود) و هزینه سرمایه سهام عادی دریافتند که شرکت‌های با کیفیت سود پایین‌تر، در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت سود بالاتر، هزینه سرمایه سهام عادی بالاتری دارند. ولی بین محافظه‌کاری و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه‌ای نیافتند.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۰) رابطه محافظه کاری شرطی و هزینه سرمایه سهام عادی را بررسی نمودند و دریافتند بین محافظه کاری شرطی و هزینه سرمایه سهام عادی منفی وجود دارد و هر چه درجه محافظه کاری شرطی بیشتر باشد، هزینه سرمایه سهام عادی شرکت کاهش می یابد. همچنین نتایج پژوهش آنها حاکی از این بود که بین محافظه کاری شرطی و هزینه سرمایه پرتفوی سهام عادی رابطه مثبتی وجود دارد. این رابطه در خصوص پرتفوی سهام شرکت های با محافظه کاری متوسط و پرتفوی سهام شرکت های با محافظه کاری زیاد معنادار است؛ اما در مورد پرتفوی سهام شرکت های با محافظه کاری کم، معنادار نیست.

کردستانی و حدادی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین محافظه کاری در حسابداری و هزینه سرمایه پرداختند. یافته های پژوهش آنها نشان داد که بین هزینه سرمایه بر اساس پرتفوی شرکت ها و محافظه کاری بر مبنای عدم تقارن زمانی سود رابطه منفی وجود دارد. همچنین بین هزینه سرمایه و محافظه کاری بر مبنای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام رابطه مثبتی وجود دارد.

کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین پنج ویژگی کیفی سود (پایداری، قابلیت پیش بینی، مربوط بودن به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه کارانه بودن سود) و هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. یافته های آنها حاکی از وجود رابطه منفی بین چهار ویژگی اول و نبود رابطه معنادار بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی بود.

کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی

بلانکو و همکاران (۲۰۱۲) بررسی کردند که آیا افشای بخش ها بر هزینه سرمایه موثر است. نتایج تحقیق آنها نشان داد که اطلاعات بهتر در مورد بخش ها به بهبود صحت پیش بینی های تحلیلگران، و کاهش کواریانس تعیین شده بین بازده های شرکت و بازده های تمام شرکت های دیگر در همان بخش صنعت کمک می کند. همچنین بهبود در دقت اطلاعات باعث کاهش ریسک برآورد و هزینه سرمایه می شود. آنها رابطه منفی بین

برآوردهای هزینه سرمایه و افزایش افشای بخش‌ها را مستند کردند.

لی و یانگ (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر افشای بر هزینه سرمایه در سطح بازار پرداختند و دریافتند که افشای، دقت کل اطلاعات را افزایش می‌دهد و در نتیجه باعث کاهش هزینه سرمایه در سطح بازار می‌شود.

دالیوال و همکاران (۲۰۱۰) در بررسی رابطه افشای داوطلبانه اطلاعات غیر مالی و هزینه سرمایه سهام عادی دریافتند، شرکت‌هایی که در سال قبل هزینه سرمایه سهام عادی بالایی داشته‌اند در سال جاری به شروع افشای فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکت تمایل دارند و شرکت‌های افشای‌کننده با عملکرد اجتماعی بالاتر از کاهش پی در پی در هزینه سرمایه سهام عادی بهره‌مند می‌شوند.

گو (۲۰۱۰) نشان داد که کیفیت افشای با کاهش هزینه سرمایه میزان رفاه سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد، اما این نتیجه‌گیری فقط تحت شرایط خاصی اعتبار دارد. این بررسی سه نتیجه در پی داشت: (۱) هزینه سرمایه با افزایش کیفیت افشای کاهش می‌یابد، اگر ارزش تعدیل شده سرمایه‌گذاری جدید به اندازه کافی بالا یا سوددهی مورد انتظار سرمایه‌گذاری موجود شرکت به اندازه کافی پایین باشد. (۲) وضعیت سرمایه‌گذاران بالفعل با کیفیت افشای بالاتر بهتر خواهد شد اگر سرمایه‌گذاران بالفعل نسبت به سرمایه‌گذاران بالقوه به اندازه کافی ریسک‌پذیر باشند یا ارزش تعدیل شده سرمایه‌گذاری جدید به اندازه کافی پایین باشد. (۳) افزایش کیفیت افشای رفاه سرمایه‌گذاران بالقوه را افزایش می‌دهد اگر و تنها اگر ارزش تعدیل شده سرمایه‌گذاری جدید یا سطح سرمایه‌گذاری موجود، به اندازه کافی پایین باشد.

چن و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی تأثیر قوانین افشای منصفانه بر هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند و دریافتند که کاهش در هزینه سرمایه سهام عادی در دوره بعد از اجرای قوانین افشای منصفانه نسبت به دوره قبل از آن برای شرکت‌های بزرگ و متوسط معنادار است اما برای شرکت‌های کوچک معنادار نیست. گای و ورچیا (۲۰۰۷) نشان دادند که الزام شرکت‌ها برای گزارشگری بهنگام در تحقق کاهش ارزش‌ها، به افشای کامل

اطلاعات منجر می‌شود. افشای کامل اطلاعات موجب کاهش عدم اطمینان نسبت به جریانهای نقدی آتی مورد انتظار خواهد شد و در نهایت هزینه سرمایه شرکت را پائین می‌آورد.

گیتزمن و آیرلاند (۲۰۰۵) به طور تجربی نشان دادند که رابطه منفی بین افشای به موقع و هزینه سرمایه سهام عادی در انگلیس وجود دارد. کوتاری و شرت (۲۰۰۳) به بررسی تأثیر افشای صورت گرفته توسط مدیریت و تحلیل گران شرکت بر هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند و دریافته‌اند که افشاهای مطلوب و غیر مطلوب به ترتیب منجر به کاهش و افزایش هزینه سرمایه سهام عادی می‌شود. همچنین افشایی که توسط تحلیل گران صورت می‌گیرد تأثیر با اهمیتی بر هزینه سرمایه سهام عادی ندارد، زیرا افشاهای آنها غیر عینی است.

بوتوسان و پلاملی (۲۰۰۲) در فاصله زمانی ۱۹۶۸ - ۱۹۹۶ نشان دادند که افشای بیشتر در گزارش‌های مالی سالانه، بعد از کنترل اندازه شرکت و بتا به هزینه سرمایه سهام عادی کمتری منجر می‌شود. هیل (۲۰۰۲) با مطالعه رابطه بین سطح افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی پیش بینی شده رابطه منفی و معنی دار بین آنها را تأیید کرد. هیلای و پالپو (۲۰۰۱) دریافته‌اند که افشای بیشتر باعث بهبود نقدینگی بازار سهام و کاهش هزینه‌های معاملات یا افزایش تقاضا برای اوراق بهادار و سرانجام منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌شود. بوتوسان (۱۹۹۷) دریافت که هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌هایی که تعداد تحلیل گران کمتری دارند با سطوح افشاء رابطه منفی دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) تأثیر کیفیت افشاء بر نقد شوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های آنها بیانگر این بود که بین اندازه شرکت و نقد شوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما رابطه معناداری بین کیفیت افشاء و نقد شوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد. افزون بر این رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد. آنها در یافتن رابطه معنادار بین

اندازه شرکت و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی آن شکست خوردند. ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) به رابطه منفی و معنادار کیفیت افشاء با هزینه سرمایه دست یافتند. جانی (۱۳۸۴) به بررسی رابطه بین سطح افشاء اطلاعات با هزینه سرمایه سهام عادی پرداخت و دریافت که بین سطح افشاء کامل در صورت‌های مالی با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معناداری وجود ندارد. دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۲) تأثیر میزان افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی را بررسی کردند و دریافتند که افزایش میزان افشاء موجب کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می‌شود. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری دارند تا در شرکت‌هایی که دارای میزان افشاء بیشتر یا ریسک کمتری هستند، سرمایه‌گذاری کنند. زرمهری (۱۳۸۲) به صورت تجربی نشان داد که بین سطح افشای اطلاعات با هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه بدهی و هزینه سرمایه شرکت هیچ رابطه معناداری وجود ندارد.

محافظه‌کاری، کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی

آرتیچ و کلرکسن (۲۰۱۰) به صورت تجربی نشان دادند که در شرکت‌های با سطح افشاء پایین (بیشترین عدم تقارن اطلاعاتی) اعمال درجه بالاتری از محافظه‌کاری منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می‌شود و در شرکت‌های با سطح افشاء بالا (کمترین عدم تقارن اطلاعاتی) اعمال رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه اثر کاهنده‌ناچیزی بر هزینه سرمایه سهام عادی دارد. لی (۲۰۰۹) در پژوهشی برای بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه سرمایه در سطح بین‌المللی، به این نتیجه رسید که شرکت‌های مستقر در کشورهای با سیستم‌های گزارشگری محافظه‌کارانه تر، هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی بسیار کمتری دارند. همچنین برای کشورهای با محیط اطلاعاتی ضعیف تر رابطه منفی بین محافظه‌کاری و هزینه سرمایه پایداری بیشتری دارد.

روش شناسی

تحقیق حاضر بر مبنای هدف از نوع کاربردی و بر مبنای ماهیت و روش از نوع همبستگی است. برای بررسی فرضیه‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. همچنین به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار Eviews و برای بررسی کفایت مدل رابطه بین متغیرها به ترتیب از آزمون های F و t استفاده شده است.

فرضیه‌ها

فرضیه اول: بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی وجود دارد.
فرضیه دوم: بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی وجود دارد.
فرضیه سوم: پایداری رابطه بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی تحت تأثیر کیفیت افشاء قرار دارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۹ است. علت انتخاب این دوره آن است که سازمان بورس و اوراق بهادار از سال ۱۳۸۲ امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکت‌ها را محاسبه و منتشر کرده است. نمونه آماری به روش حذفی بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. پیش از سال ۱۳۸۲ در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. برای افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۳. طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ نباشند.
۵. وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند. در ابتدا وقفه معاملاتی سه ماهه در نظر گرفته شد، اما تعداد شرکت‌های نمونه بسیار کم شد. بنابراین برای افزایش نمونه تحقیق و در نتیجه قابلیت اتکای نتایج، وقفه معاملاتی شش ماهه در نظر گرفته شد. بر این اساس نمونه نهایی شامل ۸۴ شرکت گردید.

مدل‌ها

برای آزمون فرضیه‌های اول تا سوم به پیروی از آرتیچ و کلرکسن (۲۰۱۰) به ترتیب مدل‌های ۱ تا ۳ برآورد می‌شوند:

$$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 DQ_{i,t} + \gamma_2 \text{Beta}_{i,t} + \gamma_3 \text{BTM}_{i,t} + \gamma_4 \ln \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CONS}_{i,t} + \gamma_2 \text{Beta}_{i,t} + \gamma_3 \text{BTM}_{i,t} + \gamma_4 \ln \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

$$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CONS}_{i,t} + \gamma_2 DQ_{i,t} + \gamma_3 \text{CONS}_{i,t} * DQ_{i,t} + \gamma_4 \text{Beta}_{i,t} + \gamma_5 \text{BTM}_{i,t} + \gamma_6 \ln \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

جدول ۱: متغیرهای تحقیق

ردیف	عنوان	نوع	نام اختصاصی در مدل
۱	نرخ بازده مورد انتظار سهام (جایگزین سرمایه سهام عادی)	متغیر وابسته	R
۲	محافظه کاری	متغیر توضیحی	CONS
۳	کیفیت افشاء	متغیر توضیحی	DQ
۴	بتا	متغیر کنترلی	Beta
۵	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	متغیر کنترلی	BTM
۶	اندازه	متغیر کنترلی	lnSIZE
۷	خطای مدل	-	ε

نحوه محاسبه متغیرها

۱. هزینه سرمایه سهام عادی: برای محاسبه هزینه سرمایه سهام عادی علاوه بر معیار ایستون (۲۰۰۴)، از الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت سود به قیمت نیز استفاده شده است.

۱-۱. معیار ایستون (۲۰۰۴)

$$R = \sqrt{(\text{FEPS}_2 - \text{FEPS}_1)/p_0} \quad (۴)$$

P_0 : قیمت هر سهم در پایان سال

FEPS_2 : پیش بینی سود هر سهم دو سال بعد

FEPS₁: پیش بینی سود هر سهم یک سال بعد

۱-۲. الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (5)$$

R_f: نرخ بازده سرمایه گذاری بدون ریسک که برابر نرخ سود سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت عادی بانکی است.

β_i: بتای شرکت i که از کواریانس بازده سهم و بازده بازار بر مبنای داده های ۳۶ ماه گذشته به دست می آید.

R_m: نرخ بازده بازار سهام

۱-۳. نسبت سود به قیمت (E/P):

E: پیش بینی سود هر سهم سال آینده

P: قیمت سهم در پایان سال

۲. محافظه کاری: برای ارزیابی درجه محافظه کاری از معیار ارقام تعهدی غیر عملیاتی منفی گیولی و هاین (۲۰۰۰) و معیار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بیور و رایان (۲۰۰۰) استفاده شده است.

معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) به شرح زیر است:

$$CONS_{i,t} = -1 \times \left(\frac{1}{2} \sum_{j=1}^2 \frac{NOACC_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) \quad (6)$$

NOACC_{i,t}: ارقام تعهدی غیر عملیاتی شرکت i در پایان سال مالی t

TA_{i,t}: مجموع دارایی های شرکت i در پایان سال مالی t

جمع ارقام تعهدی، ارقام تعهدی عملیاتی و ارقام تعهدی غیر عملیاتی بر اساس مدل گیولی و هاین (۲۰۰۰) به شرح زیر محاسبه می شود:

$$ACC_{i,t} = NI_{i,t} + DEP_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (7)$$

$$OACC_{i,t} = \Delta AR_{i,t} + \Delta I_{i,t} + \Delta PE_{i,t} - \Delta AP_{i,t} - \Delta TP_{i,t} \quad (8)$$

$$NOACC_{i,t} = ACC_{i,t} - OACC_{i,t} \quad (9)$$

NI_{i,t}: سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه

ACC_{i,t}: جمع ارقام تعهدی

$DEP_{i,t}$: هزینه استهلاک

$CFO_{i,t}$: جریان نقدی عملیاتی

$OACC_{i,t}$: اقلام تعهدی عملیاتی

$\Delta AR_{i,t}$: تغییر در حسابهای دریافتی

$\Delta I_{i,t}$: تغییر در موجودی کالا

$\Delta PE_{i,t}$: تغییر در پیش پرداخت ها

$\Delta AP_{i,t}$: تغییر در حساب های پرداختنی

$\Delta TP_{i,t}$: تغییر در مالیات های پرداختنی

۳. کیفیت افشاء: برای اندازه گیری کیفیت افشاء از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر گردیده، استفاده شده است. امتیازهای کیفیت افشاء شرکت ها بر مبنای وضعیت اطلاع رسانی آنها از نظر به موقع بودن و قابلیت اتکا اطلاعات افشاء شده برای دوره های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه محاسبه می شود. معیار به موقع بودن اطلاعات بر اساس مقایسه زمان ارسال اطلاعات توسط شرکت به بورس با مهلت های زمانی مقرر بررسی می گردد. معیار قابلیت اتکا نیز بر اساس تفاوت در سودهای تحقق یافته نسبت به پیش بینی ها ارزیابی می شود. در این تحقیق از امتیاز کل افشای شرکتی استفاده گردیده است. سازمان بورس برای محاسبه این امتیاز، از معیارهای موقع بودن و قابلیت اتکا با وزن های دو سوم و یک سوم استفاده می کند.

۴. بتا: برای محاسبه بتا از کواریانس بازده سهم و بازده بازار بر مبنای داده های ۳۶ ماه گذشته استفاده شده است. این متغیر کنترلی نشان دهنده ریسک شرکت بوده و انتظار می رود بتای بزرگتر به هزینه سرمایه سهام عادی بالاتر منجر شود.

۵. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام: این متغیر از تقسیم ارزش دفتری بر ارزش بازار سهام شرکت بدست می آید. انتظار می رود با بزرگتر شدن این متغیر کنترلی، هزینه سرمایه سهام عادی نیز افزایش یابد (آرتیچ و کلرکسن، ۲۰۱۰).

۶. اندازه: اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی مجموع بدهی ها و ارزش بازار سهام عادی محاسبه می شود. از آن جایی که ریسک شرکت های بزرگ کمتر می باشد، انتظار داریم با بزرگتر شدن اندازه شرکت، هزینه سرمایه سهام عادی آن کاهش یابد.

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی بر مبنای سه معیار اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی در جداول

۲، ۳ و ۴ ارائه شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق - معیار ایستون (۲۰۰۴) - تعداد مشاهدات ۲۸۹

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
R	۰/۲۳	۰/۲۰	۰/۷۸	۰/۰۷	۰/۱۲
CONS	-۰/۰۲	-۰/۰۱	۰/۲۱	-۰/۳۹	۰/۰۶
DQ	۵۶/۵۲	۵۸	۹۸	۶	۲۲/۳۰
Beta	۰/۴۷	۰/۳۳	۴/۶۷	-۳/۷۳	۰/۸۴
BTM	۰/۵۴	۰/۳۹	۲/۳۹	۰/۰۳	۰/۴۴
Size	۱۳/۶۳	۱۳/۵۴	۱۸/۴۹	۹/۹۴	۱/۳۸
MB	۳/۶۴	۲/۵۶	۳۸/۷۳	۰/۴۲	۴/۷۶

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق - الگوی CAPM - تعداد مشاهدات ۳۰۱

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
R	۰/۲۴	۰/۱۶	۰/۸۲	۰/۰۷	۰/۲۰
CONS	-۰/۰۲	-۰/۰۲	۰/۲۴	-۰/۳۹	۰/۰۶
DQ	۶۰/۳۹	۶۱	۹۸	۶	۲۲/۰۱
Beta	۰/۱۶	۰/۱۶	۱/۴۱	-۲/۰۱	۰/۴۴
BTM	۰/۵۸	۰/۴۷	۲/۳۹	-۲/۷۱	۰/۴۹
Size	۱۳/۴۶	۱۳/۳۷	۱۸/۱۹	۱۰/۳۸	۱/۳۴
MB	۳/۰۹	۲/۰۲	۳۸/۷۳	-۱/۱۳	۴/۲۶

جدول ۴: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق - نسبت سود به قیمت - تعداد مشاهدات ۵۴۴

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
R	۰/۲۰	۰/۱۹	۰/۷۱	۰/۰۷	۰/۱۱
CONS	-۰/۰۲	-۰/۰۲	۰/۱۳	-۰/۳۹	۰/۰۶
DQ	۵۶/۳۹	۵۸	۹۸	۴	۲۲/۲۲
Beta	۰/۵۲	۰/۳۹	۴/۵۵	-۳/۷۳	۰/۸۱
BTM	۰/۶۰	۰/۴۶	۲/۹۴	۰/۰۳	۰/۴۳
Size	۱۳/۷۴	۱۳/۶۱	۱۸/۴۹	۹/۹۴	۱/۴۹
MB	۲/۸۰	۲/۱۸	۲۹/۰۵	۰/۳۴	۲/۶۱

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون لیمر بر اساس معیار ایستون (۲۰۰۴) نشان داد که برای مدل‌های ۱، ۲ و ۳ آماره F معنادار نیست، بنابراین برای این مدل‌ها روش داده‌های تلفیقی پذیرفته شد. از طرف دیگر، نتایج آزمون هاسمن برای سایر مدل‌ها نشان داد که تنها برای مدل ۳-۲ آماره هاسمن معنادار نیست و برای این مدل روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی پذیرفته شد. نتایج آزمون لیمر بر اساس الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه ای روش داده‌های تلفیقی را تایید کرد. برای معیار نسبت سود به قیمت نیز آماره هاسمن در سطح خطای یک درصد معنادار است، بنابراین برای این مدل‌ها روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت پذیرفته شد.

نتیجه آزمون فرضیه اول

جدول ۵: نتیجه آزمون فرضیه اول - ارتباط کیفیت افشاء با هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۱) $R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 DQ_{i,t} + \gamma_2 Beta_{i,t} + \gamma_3 BTM_{i,t} + \gamma_4 \ln SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$									
متغیر وابسته			معیار ایستون (۲۰۰۴)			الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه ای			نسبت سود به قیمت
متغیرهای توضیحی و کنترلی	ضریب	آماره t	سطح خطا	ضریب	آماره t	سطح خطا	ضریب	آماره t	سطح خطا
عرض از مبدأ	۰/۳۹۱۵۵۱	۵/۱۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۸۲۶۷	-۰/۰۹	۰/۹۲۷	۰/۷۴۱۳۰۳	۵/۰۰	۰/۰۰۰
DQ	-۰/۰۰۱۰۳۶	-۳/۲۹	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱۰۱۶	۲/۵۹	۰/۰۱۰	۱/۷۳E-06	۰/۰۱	۰/۹۹۴
Beta	۰/۰۰۲۲۸۳	۰/۲۶	۰/۷۹۵	۰/۲۸۲۸۹۳	۱۳/۷۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۷۶۳۹	-۱/۲۷	۰/۲۰۴
BTM	۰/۰۵۳۷۸۳	۳/۳۸	۰/۰۰۱	۰/۰۱۵۴۸۲۰	۰/۹۲	۰/۳۵۷	۰/۱۴۴۷۵۰	۱۱/۲۴	۰/۰۰۰
Size	-۰/۰۱۰۰۶۹	-۱/۹۰	۰/۰۵۹	۰/۰۱۰۰۱۲	۱/۵۶	۰/۱۲۰	-۰/۰۴۵۱۹۰	-۴/۱۳	۰/۰۰۰
F = ۸/۳۹۵ sig = ۰/۰۰۰			F = ۷۱/۸۷۴ sig = ۰/۰۰۰			F = ۴/۴۴۱ sig = ۰/۰۰۰			
R ² = ۰/۰۹۳			R ² = ۰/۴۸۶			R ² = ۰/۳۵۵			
DW = ۱/۵۹۳			DW = ۱/۷۹۳			DW = ۲/۱۰۸			

همانطور که در جدول ۵ مشاهده می شود آماره های F در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. همچنین از آنجا که آماره های دوربین واتسون بین $1/5$ تا $2/5$ قرار دارند، مشخص می شود که بین مشاهدات خود همبستگی وجود ندارد.

فرضیه اول بر مبنای معیار ایستون (۲۰۰۴) برای اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی، در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید شده است. تأیید این فرضیه به معنی آن است که بهبود کیفیت افشاء شرکت ها موجب کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود.

با توجه به ضرایب و آماره t متغیرهای کنترلی نیز می توان گفت که فقط ارتباط متغیر BTM با متغیر وابسته مطابق با انتظارات است. ارتباط مثبت و معنادار بین متغیر BTM با هزینه سرمایه سهام عادی مبین آن است که با بزرگتر شدن این متغیر به عنوان یک پارامتر ریسک، هزینه سرمایه سهام عادی شرکت افزایش می یابد.

فرضیه اول بر مبنای الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای برای اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی، رد شده است، زیرا نتایج حاکی از ارتباط مثبت و معنادار کیفیت افشاء با هزینه سرمایه سهام عادی بود. این نتیجه مبین آن است که بر خلاف انتظار افزایش کیفیت افشاء منجر به افزایش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه افزایش هزینه سرمایه سهام عادی می شود.

با توجه به ضرایب و آماره t متغیرهای کنترلی پژوهش مشاهده می شود که تنها علامت ضریب و سطح خطای متغیر کنترلی بتا مطابق با انتظارات است. ضریب مثبت و معنادار متغیر بتا نشان دهنده آن است که با بزرگتر شدن ریسک شرکت هزینه سرمایه سهام عادی نیز افزایش می یابد.

فرضیه اول بر مبنای نسبت سود به قیمت برای اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی نیز رد شده است. ضریب و آماره t متغیرهای کنترلی نیز مشخص می سازد که تنها ضرایب متغیرهای BTM و اندازه مطابق با انتظارات، به ترتیب مثبت و منفی و هر دو در سطح

خطای یک درصد معنادار است. این نتایج نشان دهنده آن است که با افزایش اندازه و نیز ریسک شرکت، هزینه سرمایه سهام عادی به ترتیب کاهش و افزایش می‌یابد.

نتیجه آزمون فرضیه دوم

جدول ۶: نتیجه آزمون فرضیه دوم - ارتباط محافظه‌کاری با هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۲) $R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CONS}_{i,t} + \gamma_2 \text{Beta}_{i,t} + \gamma_3 \text{BTM}_{i,t} + \gamma_4 \ln \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$									
نسبت سود به قیمت			الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای			معیار ایستون (۲۰۰۴)			متغیر وابسته
سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	متغیرهای توضیحی و کنترلی
۰/۰۰۰	۴/۹۵	۰/۷۱۷۴۸۸	۰/۵۲۸	۰/۶۳	۰/۰۵۵۴۰۱	۰/۰۰۰	۴/۴۵	۰/۳۲۶۹۱۷	عرض از مبدأ
۰/۱۶۲	۱/۴۰	۰/۱۰۹۱۱۷	۰/۷۰۱	۰/۳۸	۰/۰۵۲۳۴۳	۰/۰۱۱	۲/۵۶	۰/۲۸۵۴۴۲	CONS
۰/۱۹۳	-۱/۳۰	-۰/۰۰۷۸۰۹	۰/۰۰۰	۱۴/۹۹	۰/۲۹۹۴۳۹	۰/۴۰۰	۰/۸۴	۰/۰۰۷۳۸۰	Beta
۰/۰۰۰	۱۱/۴۵	۰/۱۴۵۵۹۹	۰/۶۲۰	۰/۵۰	۰/۰۰۸۳۲۰	۰/۰۰۰	۴/۱۶	۰/۰۶۵۰۰۸	BTM
۰/۰۰۰	-۴/۱۲	-۰/۰۴۳۲۸۵	۰/۱۲۴	۱/۵۴	۰/۰۱۰۰۴۲	۰/۰۶۹	-۱/۸۳	-۰/۰۰۹۷۸۰	Size
F=۴/۴۸۳ sig=۰/۰۰۰ R ² =۰/۳۵۸ DW = ۲/۱۲۵			F=۶۸/۷۰۷ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۴۷۴ DW = ۱/۷۹۰			F = ۷/۲۴۵ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۰۸۰ DW = ۱/۵۳۹			

همانطور که در جدول ۶ مشاهده می‌شود آماره‌های F در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. همچنین از آنجا که آماره‌های دورین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارند، مشخص می‌شود که بین مشاهدات خودهمبستگی وجود ندارد.

فرضیه دوم با استفاده از معیار ایستون (۲۰۰۴) رد شده است. زیرا بین محافظه‌کاری و هزینه سرمایه سهام عادی ارتباط مثبت و معناداری مشاهده شد. این نتیجه نشان دهنده آن است که بر خلاف انتظار با اعمال محافظه‌کاری بیشتر در صورت‌های مالی ریسک اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه سهام عادی افزایش می‌یابد.

زمانی که هزینه سرمایه سهام عادی با استفاده از الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای و نسبت سود به قیمت اندازه گیری شد، همچنان فرضیه دوم تحقیق رد شده است. نتایج متغیرهای کنترلی مانند نتایج آزمون فرضیه اول است.

نتیجه آزمون فرضیه سوم

جدول ۷: نتیجه آزمون فرضیه سوم - ارتباط محافظه کاری و

کیفیت افشاء با هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۳)									
$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CONS}_{i,t} + \gamma_2 \text{DQ}_{i,t} + \gamma_3 \text{CONS}_{i,t} * \text{DQ}_{i,t} + \gamma_4 \text{Beta}_{i,t} + \gamma_5 \text{BTM}_{i,t} + \gamma_6 \text{lnSIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$									
نسبت سود به قیمت			الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای			معیار ایستون (۲۰۰۴)			متغیر وابسته
سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	متغیرهای توضیحی و کنترلی
۰/۰۰۰	۴/۶۸	۰/۶۹۹۴۷۵	۰/۹۰۴	-۰/۱۲	-۰/۰۱۱۰۰۸	۰/۰۰۰	۵/۲۹	۰/۴۰۴۱۲۰	عرض از مبدأ
۰/۵۹۴	-۰/۵۳	-۰/۰۹۷۰۵۹	۰/۹۰۹	-۰/۱۱	-۰/۰۴۲۷۵۸	۰/۰۵۸	۱/۹۱	۰/۴۸۸۷۶۰	CONS
۰/۶۱۳	۰/۵۱	۰/۰۰۰۱۳۰	۰/۰۱۶	۲/۴۲	۰/۰۰۱۰۸۹	۰/۰۰۲	-۳/۱۹	-۰/۰۰۱۰۸۲	DQ
۰/۲۱۰	۱/۲۵	۰/۰۰۳۶۵۶	۰/۷۶۱	۰/۳۰	۰/۰۰۱۶۹۳	۰/۲۹۲	-۱/۰۶	-۰/۰۰۴۴۲۸	CONS* DQ
۰/۲۰۱	-۱/۲۸	-۰/۰۰۷۶۷۲	۰/۰۰۰	۱۳/۵۷	۰/۲۸۲۹۱۲	۰/۷۰۴	۰/۳۸	۰/۰۰۳۳۲۳	Beta
۰/۰۰۰	۱۱/۳۱	۰/۱۴۵۴۱۸	۰/۳۴۵	۰/۹۵	۰/۰۱۵۹۵۱	۰/۰۰۱	۳/۴۵	۰/۰۵۴۴۸۱	BTM
۰/۰۰۰	-۳/۸۵	-۰/۰۴۲۴۸۲	۰/۱۲۳	۱/۵۴	۰/۰۰۹۹۸۵	۰/۰۴۷	-۱/۹۹	-۰/۰۱۰۵۳۱	Size
F = ۴/۳۹۶ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۳۵۸ DW = ۲/۱۲۴			F = ۴۷/۶۹۶ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۴۸۳ DW = ۱/۸۰۳			F = ۶/۶۷۳ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۱۰۶ DW = ۱/۵۸۵			

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۷، می توان بیان کرد که آماره‌های F در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. همچنین از آنجائیکه آماره‌های دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارند، مشخص می شود که بین مشاهدات خودهمبستگی وجود ندارد.

فرضیه سوم با استفاده از معیار ایستون (۲۰۰۴) رد شده است. زیرا تنها ارتباط منفی و معنادار کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی مطابق با انتظارات بود. نتایج متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که تنها ضرایب بر متغیرهای BTM و اندازه مطابق با انتظارات به ترتیب مثبت و منفی و از لحاظ آماری معنادار است. این نتایج مبین آن است که با افزایش اندازه و ریسک شرکت، هزینه سرمایه سهام عادی به ترتیب کاهش و افزایش می‌یابد. زمانی که هزینه سرمایه سهام عادی با استفاده از الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای و نسبت سود به قیمت اندازه گیری شد، همچنان فرضیه سوم تحقیق رد شده است. نتایج متغیرهای کنترلی نیز مانند نتایج آزمون فرضیه اول و دوم است.

جدول ۸: نتیجه آزمون مجدد فرضیه دوم - ارتباط محافظه کاری (بر مبنای معیار گیولی و هاین، ۲۰۰۰) با هزینه سرمایه سهام عادی

$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CONS}_{i,t} + \gamma_2 \text{Beta}_{i,t} + \gamma_3 \text{lnSIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$									
نسبت سود به قیمت			الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای			معیار ایستون (۲۰۰۴)			متغیر وابسته ←
سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	متغیرهای توضیحی و کنترلی
۰/۰۰۰	۶/۲۹	۱/۰۱۷۴۱۵	۰/۴۷۹	۰/۷۱	۰/۰۶۱۴۳۹	۰/۰۰۹	۲/۶۲	۶۴۴۵۲ ۰/۲	عرض از مبدأ
۰/۴۴۵	۰/۷۶	۰/۰۶۷۳۸۱	۰/۷۰۸	۰/۳۷	۰/۰۵۰۸۴۶	۰/۲۱۱	۱/۲۵	۱۶۳۸۳ ۰/۵	CONS
۰/۰۰۱	-۳/۳۶	-۰/۰۲۲۳۰۵	۰/۰۰۰	۱۵/۰۹	۰/۳۰۰۱۷۰	۰/۰۶۹	-۱/۸۳	۰/۲۱۱۱ -۰/۸	Beta
۰/۰۰۰	-۴/۹۴	-۰/۰۵۸۳۰۵	۰/۱۲۷	۱/۵۳	۰/۰۰۹۹۳۷	۰/۱۰۳	-۱/۶۴	۰/۲۹۷۰ -۰/۵	Size
F = ۲/۳۴۲ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۱۵۷ DW = ۲/۰۱۱			F = ۹۱/۷۶۰ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۴۷۶ DW = ۱/۷۷۹			F = ۱/۶۱۹ sig = ۰/۰۰۳ R ² = ۰/۱۵۳۶ DW = ۲/۳۵۲			

آزمون های اضافی

یکی از معیارهای معتبر اندازه گیری محافظه کاری نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بیور و رایان (۲۰۰۰) است (آرتیچ و کلرکسن، ۲۰۱۰). بنابراین با استفاده از این نسبت و نیز معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) مجدداً فرضیه های دوم و سوم آزمون می شوند، تا مشخص شود که کدام یک از این معیارها از توانایی بالاتری برای تخمین مدل های تحقیق برخوردار هستند. لازم به ذکر است، به دلیل این که عکس این نسبت (BTM) به عنوان یک متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است، این متغیر از مدل حذف می شود.

نتیجه آزمون مجدد فرضیه دوم - معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری

همانطور که در جدول ۸ مشاهده می شود آماره های F در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. همچنین از آنجا که آماره های دورین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارند، مشخص می شود که بین مشاهدات خود همبستگی وجود ندارد.

نتایج آزمون مجدد فرضیه دوم بر مبنای معیار ایستون (۲۰۰۴)، الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و نسبت سود به قیمت نیز همچنان حاکی از رد این فرضیه است. هیچ کدام از متغیرهای کنترلی بر مبنای معیار ایستون (۲۰۰۴) از لحاظ آماری معنادار نبودند. با توجه به ضرایب و آماره t متغیرهای کنترلی بر مبنای الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای می توان گفت که تنها ارتباط مثبت و معنادار متغیر کنترلی بتا مطابق با انتظارات است. نتیجه این متغیر مبین آن است که با بزرگتر شدن ریسک شرکت هزینه سرمایه سهام عادی افزایش می یابد.

نتایج متغیرهای کنترلی بر مبنای نسبت سود به قیمت نیز نشان می دهد که تنها ضریب بر متغیر اندازه مطابق با انتظارات، منفی و در سطح خطای یک درصد معنادار است. این نتیجه نشان دهنده آن است که با افزایش اندازه شرکت هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می یابد. ارتباط منفی و معنادار متغیر بتا نشان می دهد که بر خلاف انتظار، با افزایش ریسک شرکت، هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می یابد.

نتیجه آزمون مجدد فرضیه دوم - معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری

جدول ۹: نتیجه آزمون مجدد فرضیه دوم - ارتباط محافظه‌کاری

(بر مبنای معیار بیور و رایان، ۲۰۰۰) با هزینه سرمایه سهام عادی

$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 MB_{i,t} + \gamma_2 Beta_{i,t} + \gamma_3 \ln SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$									
نسبت سود به قیمت			الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای			معیار ایستون (۲۰۰۴)			متغیر وابسته ←
سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	متغیرهای توضیحی و کنترلی
۰/۰۰۰	۶/۵۹	۱/۰۲۷۴۹۷	۰/۴۹۸	۰/۶۸	۰/۰۵۸۸۱۳	۰/۰۰۶	۲/۸۰	۰/۶۸۵۳۰۲	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰	-۵/۴۲	-۰/۰۱۰۰۴۹	۰/۴۸۱	-۰/۷۱	-۰/۰۰۱۳۶۴	۰/۶۷۴	-۰/۴۲	-۰/۰۰۰۷۱۶	MB
۰/۰۰۴	-۲/۸۸	-۰/۰۱۸۶۱۴	۰/۰۰۰	۱۵/۰۸	۰/۲۹۸۹۷۰	۰/۰۸۰	-۱/۷۶	-۰/۰۲۰۴۷۸	Beta
۰/۰۰۰	-۵/۰۴	-۰/۰۵۷۲۵۱	۰/۱۱۳	۱/۵۹	۰/۰۱۰۳۶۷	۰/۰۷۰	-۱/۸۲	-۰/۰۳۲۷۹۶	Size
$F = ۲/۸۲۴ \quad sig = ۰/۰۰۰$ $R^2 = ۰/۲۲۴$ تعدیل شده $DW = ۲/۰۶۳$			$F = ۹۱/۹۸۹ \quad sig = ۰/۰۰۰$ $R^2 = ۰/۴۷۶$ تعدیل شده $DW = ۱/۷۷۴$			$F = ۱/۵۹۱ \quad sig = ۰/۰۰۴$ $R^2 = ۰/۱۴۷$ تعدیل شده $DW = ۲/۳۷۹$			

همانطور که در جدول ۹ مشاهده می‌شود آماره‌های F در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. همچنین از آنجا که آماره‌های دورین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارند، مشخص می‌شود که بین مشاهدات خودهمبستگی وجود ندارد.

نتایج آزمون مجدد فرضیه دوم با استفاده از معیار ایستون (۲۰۰۴) و الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای همچنان حاکی از رد این فرضیه است.

زمانی که هزینه سرمایه سهام عادی با استفاده از نسبت سود به قیمت اندازه‌گیری شد، فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید شد. تأیید این فرضیه بدین معنا است که با اعمال محافظه‌کاری بیشتر در صورت‌های مالی ریسک اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می‌یابد.

نتایج متغیرهای کنترلی نیز مانند نتایج آزمون مجدد فرضیه دوم با استفاده از معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری است.

نتیجه آزمون مجدد فرضیه سوم - معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری

جدول ۱۰: نتیجه آزمون مجدد فرضیه سوم - ارتباط محافظه کاری

(بر مبنای معیار گیولی و هاین، ۲۰۰۰) و کیفیت افشاء با هزینه سرمایه سهام عادی

$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CONS}_{i,t} + \gamma_2 \text{DQ}_{i,t} + \gamma_3 \text{CONS}_{i,t} * \text{DQ}_{i,t} + \gamma_4 \text{Beta}_{i,t} + \gamma_5 \text{lnSIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$									
نسبت سود به قیمت			الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای			معیار ایستون (۲۰۰۴)			متغیر وابسته
سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	متغیرهای توضیحی و کنترلی
۰/۰۰۰	۶/۳۲	۱/۰۴۶۴۰۱	۰/۹۶۰	۰/۰۵	۰/۰۴۴۹۸	۰/۰۱۹	۲/۳۷	۰/۵۹۴۴۸۸	عرض از مبدأ
۰/۵۱۱	-۰/۶۶	-۰/۱۳۵۴۵۳	۰/۹۳۶	-۰/۰۸	-۰/۰۲۹۸۹۲	۰/۰۴۹	۱/۹۷	۰/۵۹۰۸۶۳	CONS
۰/۰۶۲	۱/۸۷	۰/۰۰۰۵۳۷	۰/۰۲۳	۲/۲۹	۰/۰۰۱۰۱۶	۰/۰۲۱	-۲/۳۳	-۰/۰۰۱۱۲۱	DQ
۰/۲۵۹	۱/۱۳	۰/۰۰۳۷۲۸	۰/۷۹۷	۰/۲۶	۰/۰۰۱۴۳۳	۰/۰۹۳	-۱/۶۹	-۰/۰۰۸۱۰۱	CONS*DQ
۰/۰۰۱	-۳/۳۶	-۰/۰۲۲۲۳۷	۰/۰۰۰	۱۳/۸۰	۰/۲۸۵۳۴۴	۰/۰۳۷	-۲/۱۰	-۰/۰۲۴۲۳۷	Beta
۰/۰۰۰	-۵/۰۹	-۰/۰۶۲۵۸۴	۰/۱۳۰	۱/۵۲	۰/۰۰۹۸۰۶	۰/۲۵۸	-۱/۱۳	-۰/۰۲۱۴۳۵	Size
$F = ۲/۲۴۱ \text{ sig} = ۰/۰۰۰$ $R^2 = ۰/۱۷۹$ تعدیل شده $DW = ۲/۰۱۷$			$F = ۵۷/۰۷۶ \text{ sig} = ۰/۰۰۰$ $R^2 = ۰/۴۸۳$ تعدیل شده $DW = ۱/۷۸۰$			$F = ۱/۶۸ \text{ sig} = ۰/۰۰۱$ $R^2 = ۰/۱۷۱$ تعدیل شده $DW = ۲/۴۱۰$			

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۱۰، می توان بیان کرد که آماره های F در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. همچنین از آنجائیکه آماره های دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارند، مشخص می شود که بین مشاهدات خودهمبستگی وجود ندارد.

نتایج آزمون مجدد فرضیه سوم با استفاده از معیار ایستون (۲۰۰۴) برای اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی و معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری نشان می دهد که ارتباط منفی و معناداری بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد؛ این ارتباط منفی مبین آن است که مطابق با انتظارات با افزایش کیفیت افشاء،

ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می‌یابد. اما ارتباط مثبت و معنادار محافظه کاری با هزینه سرمایه سهام عادی نشان دهنده آن است که بر خلاف انتظار با اعمال محافظه کاری بیشتر در صورت‌های مالی ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی افزایش می‌یابد. در نهایت با توجه به این که ضریب تعامل محافظه کاری و کیفیت افشاء بر خلاف انتظار منفی بوده و در سطح خطای ۵ درصد نیز معنادار نبود، فرضیه سوم تحقیق رد می‌شود.

باتوجه به ضرایب و آماره t متغیرهای کنترلی پژوهش می‌توان گفت که تنها ضریب بر متغیر بتا در سطح خطای ۵ درصد معنادار است؛ اما این متغیر نیز بر خلاف انتظار، ارتباطی منفی با هزینه سرمایه سهام عادی دارد. این نتیجه نشان دهنده آن است که با افزایش ریسک شرکت، هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می‌یابد.

زمانی که هزینه سرمایه سهام عادی با استفاده از الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای و نسبت سود به قیمت اندازه گیری شد، همچنان فرضیه سوم تحقیق رد می‌شود. نتایج متغیرهای کنترلی نیز مانند نتایج آزمون مجدد فرضیه دوم با استفاده از معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) و معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری است.

نتیجه آزمون مجدد فرضیه سوم – معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۱۱، می‌توان بیان کرد که آماره‌های F در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار هستند. همچنین از آنجائیکه آماره‌های دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارند، مشخص می‌شود که بین مشاهدات خودهمبستگی وجود ندارد. فرضیه سوم با استفاده از معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری و معیار ایستون (۲۰۰۴) برای اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی تأیید می‌شود. تأیید این فرضیه نشان دهنده آن است که بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی ارتباطی منفی وجود دارد و پایداری این رابطه تحت تأثیر محیط اطلاعاتی شرکت‌ها است؛ یعنی

شرکت‌هایی که کیفیت افشاء آنها در سطح پایینی قرار دارد با اعمال محافظه کاری بیشتر در صورت‌های مالی ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی آنها کاهش می‌یابد. از طرف دیگر شرکت‌هایی که کیفیت افشاء بالایی دارند، اعمال محافظه کاری بیشتر در صورت‌های مالی اثر کاهنده ناچیزی بر هزینه سرمایه سهام عادی آنها خواهد داشت.

جدول ۱۱: نتیجه آزمون مجدد فرضیه سوم - ارتباط محافظه کاری

(بر مبنای معیار بیور و رایان، ۲۰۰۰) و کیفیت افشاء با هزینه سرمایه سهام عادی

$R_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 MB_{i,t} + \gamma_2 DQ_{i,t} + \gamma_3 MB_{i,t} * DQ_{i,t} + \gamma_4 Beta_{i,t} + \gamma_5 \ln SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$									
نسبت سود به قیمت			الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای			معیار ایستون (۲۰۰۴)			متغیر وابسته ←
سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	سطح خطا	آماره t	ضریب	متغیرهای توضیحی و کنترلی
۰/۰۰۰	۶/۳۹	۱/۰۲۲۵۶۸	۰/۶۶۴	۰/۴۴	۰/۰۴۰۴۲۰	۰/۰۰۰	۵/۷۵	۰/۴۷۰۲۸۴	عرض از مبدأ
۰/۳۶۳	-۰/۹۱	-۰/۰۰۴۲۱۹	۰/۱۴۸	-۱/۴۵	-۰/۰۱۱۳۴۸	۰/۰۱۵	-۲/۴۴	-۰/۰۱۳۰۹۷	MB
۰/۲۳۳	۱/۱۹	۰/۰۰۰۴۱۰	۰/۳۴۹	۰/۹۴	۰/۰۰۰۴۹۰	۰/۰۰۰	-۴/۲۶	-۰/۰۰۱۸۵۲	DQ
۰/۱۸۲	-۱/۳۴	-۰/۰۰۰۱۱۹	۰/۱۸۸	۱/۳۲	۰/۰۰۰۱۸۴	۰/۰۴۱	۲/۰۵	۰/۰۰۰۲۰۱	MB*DQ
۰/۰۰۲	-۳/۰۷	-۰/۰۲۰۱۴۰	۰/۰۰۰	۱۳/۹۴	۰/۲۸۸۹۹۹	۰/۸۱۵	-۰/۲۳	۰/۰۰۲۱۲۳	Beta
۰/۰۰۰	-۴/۹۰	-۰/۰۵۸۳۲۳	۰/۱۴۹	۱/۴۵	۰/۰۰۹۳۹۸	۰/۰۹۵	-۱/۶۷	-۰/۰۰۹۷۸۳	Size
F = ۲/۷۸۳ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۲۲۴ تعدیل شده DW = ۲/۰۷۱			F = ۵۷/۸۵۱ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۴۷۸ تعدیل شده DW = ۱/۷۴۵			F = ۵/۲۴۸ sig = ۰/۰۰۰ R ² = ۰/۰۶۹ تعدیل شده DW = ۱/۷۱۸			

باتوجه به ضرایب و آماره t متغیرهای کنترلی نیز می‌توان گفت که ضرایب هر دو متغیر بتا و اندازه مطابق با انتظارات، به ترتیب مثبت و منفی است، اما از لحاظ آماری معنادار نیست. نتایج آزمون مجدد فرضیه سوم با استفاده از الگوی قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت سود به قیمت برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه سهام عادی نشان می‌دهد که بین هیچ کدام از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته ارتباط معناداری وجود ندارد؛ بنابراین فرضیه سوم

تحقیق رد می‌شود. نتایج متغیرهای کنترلی نیز مانند نتایج آزمون‌های مجدد فرضیه دوم و سوم است.

نکته حائز اهمیت در این جا این است که بر مبنای معیار ایستون (۲۰۰۴)، زمانی که فرضیه دوم و سوم با استفاده از معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) مجدداً آزمون شدند؛ مقایسه مدل‌هایی که شامل متغیر کنترلی BTM بوده اند با مدل‌هایی که این متغیر از آنها حذف شده بود نشان می‌دهد، زمانی که متغیر کنترلی BTM از مدل حذف نشده نتایج بهتری برای آماره‌های F ، t و دوربین واتسون وجود دارد.

مقایسه سه معیار سنجش هزینه سرمایه سهام عادی نشان می‌دهد که الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، آماره‌های F و ضرایب تعیین تعدیل شده بالاتری نسبت به سایر معیارها دارد و نسبت سود به قیمت نیز دارای آماره‌های دوربین واتسون بهتری است. اما معیار ایستون (۲۰۰۴) از لحاظ ضرایب و آماره‌های t در سطح خوبی قرار دارد. با استفاده از این معیار، فرضیه اول و فرضیه سوم بر مبنای معیار بیور و رایان (۲۰۰۰)، تأیید شده است. از طرف دیگر مقایسه معیارهای اندازه‌گیری محافظه‌کاری نشان می‌دهد که فرضیه‌های دوم و سوم تحقیق تنها با استفاده نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بیور و رایان (۲۰۰۰) تأیید شده‌اند. بنابراین می‌توان گفت که معیار ایستون (۲۰۰۴) و معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) دارای توانایی بالاتری برای تخمین مدل‌های تحقیق هستند.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق تأثیر جداگانه و مشترک محافظه‌کاری و کیفیت افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی بررسی شده است. برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری از معیار اقلام تعهدی غیر عملیاتی منفی گیولی و هاین (۲۰۰۰) و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بیور و رایان (۲۰۰۰) و برای سنجش کیفیت افشاء از امتیازهای سالیانه کیفیت افشاء که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر می‌شود، استفاده گردیده است. هزینه سرمایه سهام عادی نیز با استفاده از سه معیار ایستون (۲۰۰۴)، الگوی

قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و نسبت سود به قیمت برآورد شده است. یافته های تحقیق نشان می دهد که بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی (بر مبنای معیار ایستون، ۲۰۰۴) رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین همانطور که انتظار می رفت بهبود کیفیت افشاء شرکت ها، ریسک اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می دهد. از طرف دیگر، تنها بین محافظه کاری بر مبنای معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) و هزینه سرمایه سهام عادی بر مبنای نسبت سود به قیمت رابطه منفی و معناداری یافت شد. قیمت سهام تحت تأثیر متغیرهای بازار (مانند سیاست های کلان اقتصادی، نرخ ارز و تحریم ها) است. بنابراین دلیل این که فرضیه دوم بر مبنای سایر معیارها تأیید نمی شود این است که ممکن است، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران تحت تأثیر متغیرهایی غیر از متغیرهای بنیادی شرکت (مانند رشد، سود و جریان نقدی) باشد.

همچنین ادبیات تجربی محافظه کاری از رابطه منفی بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی حمایت می کند. این مهم، نیز می تواند رهنمودی باشد برای این که همچنان از محافظه کاری حمایت شود.

فرضیه سوم با استفاده از معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) برای اندازه گیری محافظه کاری و معیار ایستون (۲۰۰۴) برای اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی تأیید شده است. تأیید این فرضیه نشان دهنده آن است که بین محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی ارتباطی منفی وجود دارد و پایداری این رابطه تحت تأثیر محیط اطلاعاتی شرکت ها است؛ یعنی شرکت هایی که کیفیت افشاء آنها در سطح پایینی قرار دارد با اعمال محافظه کاری بیشتر در صورت های مالی ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی آنها کاهش می یابد. از طرف دیگر شرکت هایی که کیفیت افشاء بالایی دارند، اعمال محافظه کاری بیشتر در صورت های مالی اثر کاهنده ناچیزی بر هزینه سرمایه سهام عادی آنها خواهد داشت. این نتیجه با یافته های آرتیچ و کلرکسن (۲۰۱۰) مطابقت دارد.

همچنین یافته های این تحقیق نشان می دهد که معیار بیور و رایان (۲۰۰۰) و معیار ایستون (۲۰۰۴) دارای توانایی بالاتری برای تخمین مدل های تحقیق هستند. به طور کلی نتایج

تحقیق بر اهمیت کیفیت افشاء و محافظه‌کاری و تأثیر آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی تأکید دارد.

یادداشت‌ها

- | | |
|--|--------------------------|
| 1. Givoly and Hayn | 17. Lara et al. |
| 2. Beaver and Ryan | 18. Artiach and Clarkson |
| 3. Price - Earnings ratio divided by the short | 19. Healy and Palepu |
| 4. Easton | 20. Verrecchia |
| 5. Francis et al. | 21. . Blanco et al. |
| 6. Information Risk | 22. Li and Yang |
| 7. Cost of Equity Capital | 23. Dhaliwal et al. |
| 8. Conservatism | 24. Go |
| 9. Bagnoli and Watts | 25. . Chen et al. |
| 10. Asymmetric Information | 26. Guay and Verrecchia |
| 11. Disclosure Quality | 27. Gietzmann and Irelan |
| 12. Basu | 28. Kothari and short |
| 13. Li | 29. Botosan and Plumlee |
| 14. Watts and Zimmerman | 30. Hail |
| 15. Watts | 31. Botosan |
| 16. Zhang | 32. Chan et al. |

منابع

- ثقفی، علی و نادری کرونندان، کاوه. (۱۳۹۰). محافظه‌کاری در گزارشگری مالی: مقایسه‌ی دیدگاه منافع قراردادی با دیدگاه تحریف اطلاعات. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال اول، شماره ۲. صص ۲۸-۹.
- جانی، محمد حسین. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین سطح افشاء اطلاعات با هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- دستگیر، محسن و بزاززاده، حمیدرضا. (۱۳۸۲). تأثیر میزان افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی. تحقیقات مالی، شماره ۱۶. صص ۱۰۳-۸۳.

زرمهری، احمدرضا. (۱۳۸۲). بررسی رابطه بین هزینه سرمایه با سطح افشاء اطلاعات مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.*

ستایش، محمدحسین؛ کاظم نژاد، مصطفی و ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر نقد شوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۹). صص ۷۴-۵۵.*

کردستانی، غلامرضا و حدادی، مجید. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین محافظه کاری در حسابداری و هزینه سرمایه. *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی. صص ۵۰-۲۳.*

کردستانی، غلامرضا و مجدی، ضیاء الدین. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. *فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۴۸. صص ۱۰۴-۸۵.*

کمیته فنی سازمان حسابرسی. (۱۳۸۷). *استانداردهای حسابداری. سازمان حسابرسی، نشریه ۱۶۰.*

ملکیان، اسفندیار؛ عدیلی، مجتبی؛ ابراهیمیان، سید جواد و امیرپورملا رجب. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجموعه مقالات نهمین همایش سراسری حسابداری ایران، زاهدان، دانشگاه سیستان و بلوچستان. صص ۱۶۷-۱۵۸.*

هاشمی، سیدعباس؛ فرهمند، شکوفه و شامیرزائی جشوقانی، ناصر. (۱۳۹۰). تأثیر محافظه کاری شرطی بر هزینه سرمایه سهام عادی. *مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۷. صص ۶۷-۴۷.*

Artiach, T., and M. Clarkson. (2010) Conservatism, disclosure and the cost of equity capital, *Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>.*

Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics,*

- 24 (1). pp.3-38.
- Bagnoli, M., and S. Watts. (2005). Conservative accounting choices , *Management Science*, 51(5). pp.786-801.
- Beaver, W., and S. Ryan. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity . *Journal of Accounting Research*, 38(1). pp.127-148.
- Blanco, B., M.G. Lara, and J. Tribo. (2012). Segment disclosure and cost of capital, *Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital , *The Accounting Review*, 72. pp.323-349.
- Botosan, C., and M.A. Plumlee. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital , *Journal of Accounting Research*, Vol.41. pp.21-40.
- Chan, A.L., S. Lin, and N. Strong. (2009). Accounting conservatism and the cost of equity capital: UK evidence , *Journal of Managerial Finance*, 35. pp.325-345.
- Chen, Z., D. Dhaliwal, and H. Xie. (2009). Regulation fair disclosure and the cost of equity capital , *Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Dhaliwal, D., Z.O. Li, and A. Tsang. (2010). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The Initiation of corporate social responsibility reporting, *working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Easton, P. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital , *The Accounting Review*, 79(1). pp.73-95.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. (2004). Costs of equity and earnings attributes . *The Accounting Review*, 79(4). pp.967-1010.
- Gietzmann, M., and J. Ireland. (2005). Cost of Capital, Strategic disclosures and accounting choice , *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3) & (4). pp.599-634.
- Givoly, D., and C. Hayn. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? . *Journal of Accounting and*

- Economics*, 29(3). pp.287-320.
- Go, P. (2010). Disclosure quality, cost of capital, and investor welfare . *Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Guay, W., and R.E. Verrecchia. (2007). Conservative disclosure , *Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Hail, L. (2002). The Impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms . *The European Accounting Review*, Vol.11, No.4. pp.741-73.
- Healy, P.M., and K.G. Palepu. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature . *Journal of Accounting and Economics*, 31. pp.405-440.
- Kothari, S.P., and J.E. short. (2003). The effect of disclosures by management, analysts and financial press on the cost of equity capital .*Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Lara, J., B. Osma, and F. Penalva.(2011). Conditional conservatism and cost of capital .*Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Li, X. (2009). Accounting conservatism and the cost of equity capital: An international analysis .*Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Li, Y., and H. Yang. (2011). Disclosure and the cost of equity capital: An analysis at the market level .*Working Paper Available at URL: <http://www.ssrn.com>*.
- Verrecchia, R.E.(2001) . Essays on disclosure .*Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32. pp.97-180.