

## تاثیر اندازه شرکت بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

بیتا مشایخی<sup>۱</sup>

سوران فرهادی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۲/۲/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۱/۲۳

### چکیده

افشای صحیح و به موقع اطلاعات، از جمله ابزارهای با اهمیت مدیران شرکتها جهت کاهش هزینه سرمایه می باشد. با این حال به نظر می رسد، شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچکتر مزایای بیشتری را از بهبود و بالا بردن میزان افشا کسب می نمایند. هدف از پژوهش حاضر، بررسی تاثیر اندازه شرکت در تعدیل رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام می باشد. در واقع در این تحقیق برخلاف پژوهش های پیشین که اندازه شرکت به صورت یک متغیر کنترلی ظاهر می شد، از متغیر اندازه شرکت به منظور بررسی تعدیل رابطه بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام استفاده می کنیم. دوره زمانی مورد بررسی بین سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ می باشد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، که بعد از اعمال محدودیت های مربوط به انتخاب نمونه، ۹۸ شرکت عضو به عنوان نمونه آماری و به صورت تصادفی انتخاب شده است. به طور کلی، نتایج بدست آمده از پژوهش فوق نشان می دهد که رابطه منفی و معنی داری بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام، برای گروه شرکت های بزرگ وجود دارد، اما همچنین رابطه ای برای گروه شرکت های کوچکتر از میانگین قابل مشاهده نیست. سرمایه گذاران و سایر مشارکت کنندگان در بازار می توانند با این تحقیق اطلاعات بسیار خوبی در مورد امتیازات افشا و رابطه آن با هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت، با توجه به اندازه آن، بدست آورند که می تواند موجب تحرک آن ها در بازار و به نوعی تغییر در وضعیت بازار بورس داخل کشور و توجه بیشتر به افشا شرکت ها و رتبه افشا و اندازه شرکت ها گردد.

واژه های کلیدی: اندازه شرکت، کیفیت افشا، هزینه حقوق صاحبان سهام.

۱- دانشجوی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت mashaykhi@ut.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده تهران دانشکده مدیریت (مسئول مکاتبات) soran\_farhadi@yahoo.com

۱- مقدمه

هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است و در تصمیمات مربوط به تامین مالی و سرمایه گذاری نقش اساسی را بازی میکند. مدیریت شرکت باید بدیل های مختلف تامین مالی و اثر آنها بر ریسک و بازده شرکت را مشخص نماید (۱۱ و ۳). هدف اصلی مدیر باید حداقل کردن هزینه تامین مالی باشد. از آنجایی که هزینه حقوق صاحبان سهام بخشی از کل هزینه سرمایه است و در فرایند تصمیم گیری نیز مورد استفاده قرار میگیرد، دارای اهمیت والایی می باشد. مطابق با گفته بندا (۲۰۰۳) هزینه حقوق صاحبان سهام به دلیل آنکه تشکیل دهنده یک مبنا برای مقایسه فرصت های سرمایه گذاری می باشد دارای اهمیت است. بنابراین از دید یک شرکت این موضوع حائز اهمیت می باشد که هزینه حقوق صاحبان سهام خود را در یک سطح معقولی نگه دارند (۱۹).

هزینه حقوق صاحبان سهام یک شرکت معادل بازده درخواست شده توسط سرمایه گذاران می باشد. ریسک، رشد و اندازه فاکتورهای عمده و رایجی هستند که بر بازده مورد انتظار سرمایه گذاران تاثیر میگذارند (۲۳). علاوه بر این سه فاکتور ذکر شده، تحقیقات اخیر در حوزه حسابداری، سطح افشای شرکتی را به عنوان فاکتوری که رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد معرفی کرده اند (۱۴)، (۱۵).

هر تصمیم گیرنده مطابق با چهار چوب ذهنی خود اقدام به تصمیم گیری میکند (۲). اما تمام این چهارچوب های ذهنی متفاوت نیازمند اطلاعات صحیح و به موقع می باشد. طبق تئوری نمایندگی، تصمیم گیری مدیران لزوما در جهت منافع سهامداران نمی باشد. یکی از سازوکارهایی که از حقوق سهامداران میتواند حمایت کند افشای کامل می باشد.

بالا رفتن سطح افشا و کیفیت آن میتواند سبب کاهش عدم تقارن اطلاعات گردد (۱).

مطالعات صورت گرفته در رابطه با افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام به این نتیجه رسیده اند که یک رابطه منفی بین این دو وجود دارد (۱۴)، (۱۵). توضیحی که میتوان درخصوص این رابطه منفی بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام ارائه داد چنین است که با افزایش افشا عدم تقارن اطلاعات کاهش یافته و نهایتا منجر می شود که هزینه مبادلات و یا ریسک برآورد کاهش یابد. در این مطالعات اندازه شرکت به عنوان یک متغیر کنترل شده در نظر گرفته شده است، زیرا اندازه شرکت خود بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار است. دایموند و ویرچیا (۱۹۹۱) ادعا کردند که شرکت های بزرگ از سیاست های افشای خود منافع بیشتری در مقایسه با شرکتهای کوچک بدست می آورند (۲۵). توضیحی که می توان ارائه داد مربوط است به صرفه اقتصادی، به این معنی که شرکت های بزرگ به خاطر افشای اطلاعات خصوصی هزینه افزایشی کمتری را تحمل می کنند. در شرکت های کوچک، افشای بیشتر موجب می شود که آنها نسبت بیشتری از هزینه و ریسک را تحمل کنند که باعث می شود هزینه کل افشا برای آنها در مقابل شرکت های بزرگ بیشتر باشد (۱۹). در شرکتهای کوچک به اندازه ای که ریسک ناشی از بالا بردن سطح افشا افزایش می یابد، ممکن است بازده مورد انتظار سرمایه گذاران کاهش نیابد. به همین دلیل بالا بردن سطح افشا ممکن است باعث کاهش بیشتر هزینه سرمایه برای شرکت های بزرگ در مقایسه با شرکت های کوچک گردد. با توجه به این توضیحات قابل درک است که اندازه شرکتهای می تواند یک نقش محوری به عنوان یک متغیر تعدیل کننده بازی کند. ساختار مقاله در ادامه به شرح زیر می باشد: در بخش اول، مبانی نظری و پیشینه تحقیقات مربوط به

اطلاعات رابطه منفی با همدیگر دارند. آنها در طی مطالعات خود مشاهده کردند که فاصله بین قیمت خرید و فروش<sup>۵</sup> با افزایش افشا کاهش می یابد (۲۹). (۱۹).

در صورتی که افشای کامل و به همراه آن شفافیت در گزارشگری مالی وجود داشته باشد، این امکان به وجود می آید که شرایطی مطمئن پدید آید و اطمینان نسبت به حمایت از منافع سرمایه گذاران افزایش یابد. از طرف دیگر ناکافی و مبهم بودن اطلاعات افشا شده ممکن است به بد گمانی و رفتارهای غیر اخلاقی منجر شود که این امر سبب بالا رفتن ریسک و کاهش ارزش شرکت میگردد (۱۹). مطابق با مطالعات صورت گرفته، مدیران به منظور جذب سرمایه گذاران بیشتر در بازار اقدام به افشای اطلاعات خصوصی به صورت اختیاری می کنند. در این حالت سرمایه گذاران بدون صرف هزینه به اطلاعات دست می یابند. داشتن اطلاعات بیشتر ریسک را کاهش می دهد و همچنین موجب ضعف تر شدن مشکل "انتخاب ناسازگار"<sup>۶</sup> و "خطر اخلاقی"<sup>۷</sup> می گردد. این شرایط سرمایه گذاران تشویق به انجام مبادله میکند که متعاقباً نقد شوندگی بازار بالا رفته و هزینه مبادلات کاهش میابد. به صورت خلاصه، افزایش سطح افشا باعث کارآتر شدن بازار (۱۲) از طریق افزایش نقد شوندگی سهام می شود (۲۸). در این حالت سرمایه گذاران جهت خرید سهامی که اطلاعات بیشتری در رابطه با آن در دست دارند پاداش کمتری را طلب میکنند که به معنی کاهش هزینه سرمایه است (۱).

هزینه حقوق صاحبان سهام دارای اهمیت بالایی برای شرکت ها می باشد، زیرا این فاکتور عموماً برای ارزیابی بدیل های تامین مالی (۱۹) و (۳۲) و همچنین در تهیه بودجه و ارزیابی عملکرد (۳۱) مورد استفاده قرار می گیرد. بالا بودن هزینه حقوق صاحبان سهام

موضوع مورد بررسی قرار میگیرد، در بخش بعدی فرضیه پژوهش صورت گرفته مطرح می گردد. بخش سوم در رابطه با روش شناسی تحقیق و تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرها می باشد. در بخش چهارم نتایج بدست آمده از آزمونهای تحقیق ارائه میگردد و نهایتاً اینکه، نتیجه گیری مربوط به مقاله در بخش نهایی جایی میگیرد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

به صورت مرسوم، افشای شرکتی بیشتر بر روی اطلاعات مالی که در چهارچوب اصول عمومی پذیرفته شده حسابداری قرار میگیرد، تمرکز میکند. افشای اطلاعات رابطه نزدیکی با عدم تقارن اطلاعات دارد. مطابق با تئوری اقتصادی، افشا ممکن است عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد (۳۱). عمومی کردن اطلاعات خصوصی منجر میشود که نیاز به جست و جو برای اطلاعات کاهش یابد. به عبارت دیگر هنگامی که اطلاعات خصوصی افشا شود عدم تقارن اطلاعات در میان استفاده کنندگان کاهش می یابد (۱۹). یک راه برای کاهش عدم تقارن اطلاعات افشای بیشتر اطلاعات میباشد. عدم تقارن اطلاعات ناشی از سطح یا کیفیت پایین افشا باعث بروز مشکل انتخاب ناسازگار می شود. اوراق بهاداری که گرفتار این مشکل باشند داری نقد شوندگی پایین تری می باشند (۱). کومار (۲۰۰۴)<sup>۲</sup> در بحث خود به این نکته اشاره دارد که شرکت ها به منظور افزایش نقد شوندگی سهام خود افشا را افزایش می دهند (۲۸). منطق این موضوع چنین است که از طریق افشای بیشتر اطلاعات عدم تقارن اطلاعات کاهش می یابد. به همین خاطر جذابیت این گونه سهام برای سرمایه گذاران افزایش یافته و متعاقباً نقد شوندگی آنها بالا میرود. گیرنستین و سمی (۱۹۹۴)<sup>۳</sup> و لیم و همکاران (۲۰۰۳)<sup>۴</sup> نشان دادند که سطح افشا و عدم تقارن

ممکن است منجر به نپذیرفتن سرمایه گذاری های بلقوه ای گردد که میتواند بر رشد آتی شرکت اثر گذار باشد. بنابراین اگر راهی برای تحت تاثیر قرار دادن هزینه حقوق صاحبان سهام وجود داشته باشد، مزیت نبرد از آن غیر منطقی می باشد (۱۹).  
 مطالعات صورت گرفته توسط بتوسن و بسیدس (۱۹۹۷)<sup>۸</sup> نشان داد که رابطه منفی بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. گروهی دیگر از محققان نیز به نتیجه مشابهی دست یافتند، مدهانی (۲۰۰۷)<sup>۹</sup>، پیترسن و پلانبرگ (۲۰۰۶)<sup>۱۰</sup> و چن و همکاران (۲۰۰۴)<sup>۱۱</sup>. تعدادی دیگر از نتایج پژوهش های خارجی به شرح نگاره شماره ۲ می باشد.

نگاره شماره ۱- خلاصه ای از نتایج بدست آمده توسط پژوهش های داخلی

پژوهش گران	موضوع پژوهش	نتایج بدست آمده
ملیکان و همکاران (۱۳۹۰)	بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس	بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت یک رابطه منفی و معنی داری وجود دارد (۱۰)
دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۲)	بررسی تأثیر افزایش میزان افشا بر هزینه سهام عادی شرکتهای پذیرفته شده	افزایش میزان افشا موجب کاهش هزینه سهام عادی میشود (۴)
کردستانی و مجدی (۱۳۸۶)	بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی	یک رابطه معکوس و معنادار بین ویژگیهای کیفی (پایداری، قابلیت پیشبینی، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن سود) سود و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد (۸)
عرب مازار یزیدی و طالبیان (۱۳۸۸)	کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه	هزینه سرمایه شرکتهایی که کیفیت اقلام تعهدی پایین دارند نسبت به شرکت هایی که کیفیت اقلام تعهدی بالا دارند، بیشتر است (۵)
لشگری و نادری (۱۳۸۸)	بررسی رابطه ی سطح افشاء و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس	برخلاف مبانی نظری موجود، رابطه ای معنی داری بین سطح افشا و بازده سهام وجود ندارد. از جمله دلایل معرفی شده توسط آنها ذهنی بودن محاسبه سطح افشا و کارا نبودن بازار سرمایه ایران می باشد (۹)
فخاری و فلاح محمدی (۱۳۸۸)	بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده	ارتباط معکوس و معناداری بین افشای اطلاعات و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد (۶)
دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۵)	تأثیر افشا بر ریسک سیستماتیک شرکت های پذیرفته شده در بورس	برخلاف مبانی نظری مربوطه، میزان افشای اطلاعات در صورتهای مالی سالانه، تأثیری بر ریسک سیستماتیک شرکتها ندارد (۳)
قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴)	نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران	عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه گذاران وجود داشته و این امر در دورههای قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره های پس از اعلان سود است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است، به طوریکه در دوره قبل از اعلان سود، حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکت ها نیز دچار نوسان شد (۹)
نیکو مرام و امینی (۱۳۹۰)	کیفیت سود و هزینه سرمایه	بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد (۱۱)

## نگاره شماره ۲- خلاصه ای از نتایج بدست آمده توسط پژوهش های خارجی

پژوهش گران	موضوع پژوهش	نتایج بدست آمده
ریچارد و همکاران (۲۰۰۶) ۱۲	بررسی رابطه بین افشا و هزینه سرمایه	کیفیت اطلاعات حسابداری افشا شده میتواند به صورت مستقیم و غیر مستقیم بر هزینه سرمایه تأثیر بگذارد. اطلاعات افشا شده میتواند به صورت مستقیم بر دیدگاه اعضای بازار در رابطه با توزیع جریانهای نقدی آتی تأثیر بگذارد، و به صورت غیر مستقیم از طریق تصمیمات سرمایه گذاران که میتواند توزیع جریانهای نقد را تغییر دهد (۱۹)
اسکریند و لئوز (۲۰۰۹) ۱۳	بررسی رابطه بین افشا و هزینه سرمایه	شرکت ها به منظور پایین آوردن ریسک خود شفافیت گزارش دهی را بالاتر برده اند، به عبارت دیگر سطح افشای خود را افزایش داده اند و از این طریق هزینه سرمایه تحمل شده توسط شرکت را تحت تأثیر قرار داده اند (۲۵).
براون و هیلگست (۲۰۰۷) ۱۴	بررسی رابطه بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی	کیفیت افشا به طور معکوس با عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است. همچنین، بین کیفیت افشا و میزان معاملات سهامداران نی که دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند، رابطه ای معکوس وجود دارد (۱۵)
دایموند و ویرچیا (۱۹۹۱)	افشا، نقدشوندگی و هزینه سرمایه	افشای اطلاعات عمومی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، میتواند از طریق جذب تقاضای فزاینده سرمایه گذاران بزرگ برای افزایش نقدشوندگی سهام، هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد (۱۸)
فرنسیس و همکاران (۲۰۰۸) ۱۵	تأثیر افشای اختیاری بر هزینه سرمایه	که شرکت هایی که افشای اختیاری بیشتری دارند هزینه سرمایه کمتری نسبت به شرکت هایی که دارای سطح پایین تری از افشای اختیاری میباشند، دارند (۲۱)
ورچیا و کلینچ (۲۰۱۱) ۲۰	تأثیر افشای اختیاری بر هزینه سرمایه	رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه لزوماً منفی نیست. لذا آنها مطابق با یافته های خود ادعا کردند هنگام در نظر گرفتن هزینه سرمایه باید میان افشای اختیاری و غیر اختیاری تمایز قائل شد (۱۷).
چن و همکاران (۲۰۰۴) ۲۰	تأثیر افشا و حاکمیت شرکتی بر روی هزینه سرمایه در بازارهای نوپا	بعد از کنترل کردن تأثیرات مربوط به حاکمیت شرکتی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت، افشای میتواند به صورت عمده هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش دهد. آنها ادعا کردند که این نتایج تنها در کشور هایی که از حقوق سرمایه گذاران به صورت مناسبی حمایت میشود قابل مشاهده است (۱۶)
اسپینوسا و تروینا (۲۰۰۷) ۱۶	بررسی رابطه بین سطح افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام	رابطه بین افشا و هزینه سرمایه تحت تأثیر سیاست حسابداری انتخاب شده قرار می گیرد (۲۰)
گیتیزمند و ایرلند (۲۰۰۵) ۱۷	هزینه سرمایه، افشای استراتژیک و انتخاب های حسابداری	بین افشا و هزینه سرمایه رابطه ای منفی وجود دارد. البته، این رابطه فقط برای شرکتهایی معنادار است که سیاستهای جسورانه حسابداری را اتخاذ میکنند (۲۳)
گئو (۲۰۰۸) ۱۸	کیفیت افشا، هزینه سرمایه و ثروت سرمایه گذاران	لزوماً رابطه منفی بین افشا و هزینه سرمایه وجود ندارد، به عبارت دیگر جهت مثبت یا منفی رابطه بین افشا و هزینه سرمایه به شرایط حاکم بر محیط اقتصادی بستگی دارد (۲۲)
ریچاردسون و ولکر (۲۰۰۱)، بتوسن (۱۹۹۷)	بررسی رابطه بین افشای مالی و هزینه سرمایه	افشای مالی برای شرکت هایی که به صورت عمده توسط تحلیل گران پی گیری نمی شوند می تواند منجر به کاهش هزینه سرمایه شود (۲۷)، (۱۳)

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با بررسی تحقیق‌های صورت گرفته در این زمینه می‌توان شاهد شد که، در برخی جهات، وجود رابطه منفی بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام به صورت مشروط می‌باشد. به عنوان مثال بتوسن (۱۹۹۷) مشاهده کرد که این رابطه منفی تنها برای شرکت‌هایی قوی می‌باشد که توسط تعداد کمی از تحلیلگران پی‌گیری می‌شوند (۱۴). از طرف دیگر ریچاردسون و ولکر (۲۰۰۱) به این نتیجه رسیدند که تنها افشاهای مالی می‌توانند این رابطه منفی را با هزینه حقوق صاحبان سهام داشته باشند و این رابطه برای افشای اطلاعات غیر مالی وجود ندارد. مثال‌های دیگر از این قبیل را میتوان در بخش پیشینه تحقیق مشاهده کرد. در اکثر این مطالعات، با اندازه شرکت به صورت یک متغیر کنترل شده برخورد شده است.

بنز (۱۹۸۱)<sup>۱۹</sup> برای نخستین بار به تاثیر اندازه بر بازده سهام اشاره کرد. وی ذکر نمود که شرکت‌های کوچک میانگین بالاتری از بازده را نسبت به شرکت‌های بزرگ نشان داده‌اند. از آنجایی که شرکت‌های کوچک ریسک بیشتری نسبت به شرکت‌های بزرگ دارند بنابر این انتظار می‌رود که بازده بالاتری داشته باشند (برک ۱۹۹۵)<sup>۲۰</sup>. مطالعات صورت گرفته نشان میدهد که تاثیر اندازه ناسازگار می‌باشد.

با توجه به مطالب بیان شده در مقدمه و مبانی نظری می‌توان چنین بیان کرد که رابطه معکوس بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام ممکن است برای شرکت‌های کوچک مصداق نداشته باشد از این رو دو فرضیه زیر را بیان کرده و مورد آزمون قرار داد:

**فرضیه اول:** در شرکتهای بزرگ، رابطه ای معکوس و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

**فرضیه دوم:** در شرکت‌های کوچک تر از میانگین، رابطه ای معکوس و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود ندارد.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نوع همبستگی است و از لحاظ روش گردآوری اطلاعات از نوع توصیفی میباشد. همچنین این تحقیق از نوع استقرایی و پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره زمانی مورد بررسی محدود به ۸ سال یعنی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ شده است. بعد از اعمال محدودیت‌های زیر نمونه آماری انتخاب گردید:

- شرکتهای باید در طول سال مالی تداوم فعالیت داشته باشند.
  - تاریخ پذیرش شرکت‌ها در بورس باید قبل از سال ۱۳۸۲ و تا پایان سال ۱۳۸۹ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند، در غیر این صورت در نمونه انتخابی قرار نخواهند گرفت.
  - شرکتهای سرمایه‌گذاری، مالی و واسطه‌گری به دلیل اینکه ماهیت متفاوتی نسبت به سایر شرکت‌ها دارند، از نمونه انتخابی حذف می‌شوند
  - شرکتهایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود از نمونه آماری حذف می‌گردند.
  - شرکتهایی که فاقد اطلاعات کافی برای انجام آزمون می‌باشند در نمونه قرار نمی‌گیرند.
- به این ترتیب، ۹۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند (پیوست شماره ۱).

نرخ رشد فروش در مقایسه با نرخ رشد سود است، زیرا نرخ رشد فروش به مقدار کمتری تحت تاثیر رویه های حسابداری قرار می گیرد.  $D_t$ : عبارت است از سود سهام پرداختی مورد انتظار سال آتی که برای اندازه گیری آن از سود پیش بینی شده هر سهم استفاده میکنیم. نحوه محاسبه سود سهام مورد انتظار سال آتی به صورت زیر است.

$$D_t = PEPS_t \times \sum (\text{سود تقسیمی پنج سال اخیر})$$

(خالص پنج سال اخیر)

$PEPS_t$ : عبارت است از سود پیش بینی شده هر سهم.

$p_0$ : عبارت است از قیمت سهام در ابتدای سال.

**متغیر مستقل:** متغیر مستقل در این مطالعه عبارت است از کیفیت افشای شرکت ها، که برای عملیاتی کردن این متغیر از رتبه بندی شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده گردیده است. بورس اوراق بهادار تهران از سال ۸۲ تاکنون امتیازات مربوط به افشا شرکت ها می کند، رتبه بندی صورت گرفته براساس معیار های مربوط بودن و قابلیت اتکای گزارش های افشا شده توسط شرکت ها صورت می گیرد.

**متغیر تعدیلی:** از آنجایی که در این مطالعه هدف بررسی تاثیرات اندازه شرکت بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام می باشد، لذا اندازه شرکت به عنوان متغیر تعدیل کننده در معادله قرار میگیرد و مطابق با فرض مطرح شده اثرات تعدیلی آن را مورد آزمون قرار داده می شود. برای انداز گیری اندازه شرکت از لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت بهره گرفته شده است.

**متغیرهای کنترلی:** با توجه به مطالعات قبلی، متغیر های کنترلی مربوط به هزینه حقوق صاحبان

در این تحقیق ابتدا با استفاده از روش های کمی شامل ابزارهای موجود در آمار توصیفی، و با استفاده از آزمون همبستگی، داده های مورد استفاده تجزیه و تحلیل شده اند. سپس آزمون سطوح همخطی با استفاده از روش عامل های تورم واریانس<sup>۲۱</sup> برای بررسی این موضوع که بین متغیرها همخطی وجود نداشته باشد انجام شده است، زیرا وجود همخطی شدید بین متغیرها سبب ایجاد رگرسیون کاذب بین متغیرها خواهد شد. در نهایت نیز برای بررسی فرضیه مطرح شده، از آزمون رگرسیون چند متغیره از نوع تجزیه و تحلیل داده های تابلویی<sup>۲۲</sup> استفاده شده است. برای جمع آوری داده ها از نرم افزار راه آورد نوین و همچنین برای گرد آوری اطلاعات مربوط به رتبه بندی شرکت ها از لحاظ کیفیت افشا از داده های ارائه شده در سایت بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور دسته بندی متغیر ها از نرم افزار Excel و برای انجام تکنیک های آماری از نرم افزار Eviews استفاده شده است.

## ۵- متغیرهای پژوهش

**متغیر وابسته:** متغیر وابسته در این تحقیق عبارت است از هزینه حقوق صاحبان سهام که در این پژوهش به منظور اندازه گیری آن از مدل ارزش گذاری گوردون استفاده می شود. در این مدل از سود سهام مورد انتظار سال آتی به شرح زیر استفاده می شود.

$$K_e = D_t / p_0 + g$$

$K_e$ : عبارت است از نرخ بازده مورد انتظار سهامداران که معادل هزینه حقوق صاحبان سهام می باشد. که در معادله رگرسیون به عنوان cost از آن یاد می شود.  $g$ : عبارت است از نرخ رشد که برای اندازه گیری آن از نرخ رشد فروش استفاده میکنیم. دلیل استفاده از این نرخ پایدارتر و قابل پیش بینی تر بودن

$$BtM = \ln \left( 1 + \frac{\text{ارزش دفتری شرکت}}{\text{ارزش بازار شرکت}} \right)$$

با توجه به فرضیه مطرح شده و با در نظر گرفتن متغیر های ذکر شده، مدل اصلی به صورت مقابل مقابل خواهد بود:

$$COST = \alpha + \beta_1 dis + \beta_2 beta_i + \beta_3 BtM + \beta_4 lev_i + \beta_5 SIZE_i + \varepsilon_i$$

#### ۶- نتایج پژوهش

تحلیل‌های انجام شده در این مطالعه، بر روی ۷۸۴ سال شرکت (۹۸ شرکت در طول ۸ سال) صورت گرفته است. جدول شماره ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیر های مورد مطالعه را نشان می دهد. همانگونه که از جدول ارائه شده بر می آید، میانگین امتیاز های (امتیازهای ارائه شده توسط بورس اوراق بهادار تهران) مربوط به کیفیت افشا برابر است با (46.16531) و بیشترین و کمترین مقدار به ترتیب عبارتند از (۹۷) و (-۱). از طرف دیگر مقدار میانگین مربوط به اندازه شرکت برابر است با (11.37919) و کمترین مقدار پراکندگی را نسبت به دو متغیر دیگر یعنی هزینه سرمایه و افشای شرکت ها دارد. در این جدول COST هزینه سرمایه، کیفیت افشاء، SIZE اندازه شرکتها، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، LEV نسبت بدهی یا اهرم، و BETA ضریب بتاست.

سهام عبارتند از بتا (استون<sup>۲۳</sup> ۲۰۰۴)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (هایل و لئوز<sup>۲۴</sup> ۲۰۰۶) و اهرم مالی (مارنی و همکاران<sup>۲۵</sup> ۲۰۰۴) (۱۹). از آنجایی که بتا (beta) یک معیار برای ریسک میباشد، لذا انتظار داریم که رابطه مثبتی با هزینه حقوق صاحبان سهام داشته باشد. ارزش دفتری به ارزش بازار سهام (BtM) نشان دهنده رشد شرکت می باشد. شرکت هایی که دارای رشد بالایی می باشند دارای ریسک بیشتری نیز می باشند، لذا انتظار بر وجود رابطه مثبت بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام با هزینه حقوق صاحبان سهام است. از آنجایی که با بالاتر رفتن اهرم مالی (lev) هزینه ها بالاتر می رود و متعاقباً ریسک شرکت افزایش می یابد، بنابر این پیش بینی می شود که یک رابطه مثبت بین اهرم مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود داشته باشد. برای اندازه گیری اهرم مالی از نسبت اهرمی استفاده می شود.

برای اندازه گیری متغیرهای کنترلی از روابط زیر استفاده می کنیم:

$$Beta = cov(R_i, R_m) / var (R_m)$$

که در آن  $R_i$  عبارت است از بازده شرکت  $i$  و  $R_m$  معرف بازده بازار می باشد.

$$Lev = \frac{\text{کل بدهی}}{\text{کلی دارایی}}$$

جدول شماره ۱- آمار توصیفی

	COST	DIS	SIZE	BTM	LEV	BETA
میانگین	3.235499	46.16531	11.37919	0.006038	1.687534	5.314579
حداکثر	20.83657	97	13.31078	0.06254	6.466111	40.53938
حداقل	0.000408	-1	9.934579	-0.04947	0.706818	-105.319
انحراف معیار	1.999887	25.19907	0.626438	0.00995	0.67122	18.98739



باشد، اما چنین رابطه ای برای بتا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با هزینه حقوق صاحبان سهام وجود ندارد. وجود رابطه مثبت بین بتا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بیانگر این موضوع است که ممکن است شرکت‌هایی که دارای رشد بالاتری می باشند ریسکی تر باشند نسبت به شرکت هایی که رشد کمتری دارند.

در این جدول COST هزینه سرمایه، DIS کیفیت افشاء، SIZE اندازه شرکتها، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، LEV نسبت بدهی یا اهرم، و BETA ضریب بتاست.

جدول شماره ۲ تحلیل همبستگی متغیرها را، که سبب دست یابی به دید بهتری از روابط بین متغیرها میگردد را به نمایش گذاشته است. نتایج بدست آمده در این جدول نشان می دهد که یک رابطه منفی بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. بنابراین مشخص می گردد که بالاتر رفتن کیفیت افشا ممکن است منجر به کاهش هزینه سرمایه گردد. همچنین از جدول ارائه شده چنین بر می آید که رابطه مثبتی بین کیفیت افشا و اندازه شرکت وجود دارد. همچنین همانگونه که انتظار می رفت رابطه بین اهرم مالی با هزینه حقوق صاحبان سهام مثبت می

جدول شماره ۲ تحلیل همبستگی

	COST	DIS	SIZE	BTM	LEV	BETA
COST	1					
DIS	-0.0827502	1				
SIZE	-0.0750293	0.02173	1			
BTM	-0.0566079	0.04971	0.00743	1		
LEV	0.1100012	0.13811	0.03824	-0.0642	1	
BETA	-0.109922	0.04373	-0.1977	0.05535	-0.0723	1

را نشان می دهد. همانگونه که از اعداد ارائه شده مشاهده میشود، تمام مقادیر مربوط به عامل تورم واریانس کمتر از ۲ می باشند و این به معنی قابل اغماض بودن همخطی میان متغیرهای میباشد.

در این جدول COST هزینه سرمایه، DIS کیفیت افشاء، SIZE اندازه شرکتها، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، LEV نسبت بدهی یا اهرم، و BETA ضریب بتاست.

در مدل‌های رگرسیون خطی یکی از روش‌های تخمین پارامترهای مدل، روش حداقل مربعات می‌باشد. یکی از مسائل و مشکلاتی که می‌تواند این روش را به چالش بکشد، وجود پدیده‌ای به نام هم خطی ۲۶ می‌باشد. یکی از شیوه‌های تشخیص وجود هم خطی که کاربرد زیادی دارد، استفاده از عامل تورم واریانس می‌باشد. این عامل نشان می‌دهد که واریانس ضرایب تخمینی تا چه حد نسبت به حالتی که متغیرهای تخمینی هم بستگی خطی ندارند، متورم شده است. در صورتی که در آزمون صورت گرفته مقدار عامل تورم واریانس بیشتر از عدد ۱۰ باشد، این موضوع نشان دهنده این است که میان متغیرهای معادله ی رگرسیونی هم خطی شدیدی وجود دارد. جدول شماره ۳ تحلیلهای مربوط به سطوح همخطی

جدول شماره ۳- سطوح همخطی داده‌ها

		مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	مدل پنجم
dis	واریانس	0.0000128	0.0000127	0.0000127	0.0000129	0.0000128
	VIF	1	1.001916	1.004173	1.025762	1.026495
beta	واریانس		0.0000224	0.0000225	0.0000224	0.0000231
	VIF		1.001916	1.004769	1.010552	1.051537
BtM	واریانس			81.85709	81.35785	80.74548
	VIF			1.005333	1.009988	1.010343
lev	واریانس				0.018245	0.01811
	VIF				1.030627	1.031106
size	واریانس					0.0210200
	VIF					1.042452

سوم<sup>۲۹</sup> و چهارم<sup>۳۰</sup> متغیرهای کنترلی یکی پس از دیگری وارد شده‌اند. مطابق با انتظاری که داشتیم ضریب متغیر اهرم مالی مثبت می‌باشد، اما برخلاف انتظار و همانگونه که در تحلیل مربوط به همبستگی ارائه شد، ضرایب مربوط متغیرهای بتا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار منفی می‌باشد. با در نظر گرفتن مقدار p مربوط به مدل‌های اجرا شده مشاهده می‌شود که مدل‌های دوم، سوم، چهارم و پنجم معنی‌دار می‌باشند.

همانگونه که در جدول شماره ۴ قابل مشاهده است، متغیر افشا در سه مدل اول دارای مقدار p بالاتر از ۰.۰۵ می‌باشد که مفهوم این اعداد بی‌معنی بودن متغیر افشا در این مدل‌ها می‌باشد. اما در مدل آخر مشاهده می‌شود که متغیر افشا معنی‌دار می‌باشد که این امر بررسی‌های بیشتری را ملزم می‌کند. به منظور فراهم آوردن مطالعه بیشتر و دست‌یابی به تحقیق در رابطه با فرضیه مطرح شده مبنی بر اثر گذاری متغیر اندازه شرکت بر رابطه بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام، شرکت‌ها را به دو گروه شرکت‌های بزرگ و کوچک تقسیم می‌کنیم.

به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه استفاده شده است. هدف اصلی این مطالعه بررسی نقش اندازه شرکت در تعدیل رابطه بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد. قبل از هر کاری به بررسی این موضوع پرداخته شد که آیا بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه عکس وجود دارد. بعد از انجام این کار، به منظور بررسی انتظارات خود در رابطه با متغیرهای کنترلی، آنها را یکی پس از دیگری وارد مدل کردیم و در نهایت مدل رگرسیونی اصلی را که شامل متغیر اندازه شرکت می‌باشد را آزمون کردیم. نتایج بدست آمده از تحلیل‌های رگرسیونی صورت گرفته در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

در این جدول هزینه سرمایه، DIS کیفیت افشاء، SIZE اندازه شرکتها، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، LEV نسبت بدهی یا اهرم، و BETA ضریب بتاست.

همانگونه که انتظار می‌رفت، در مدل اول<sup>۳۷</sup> نشان داده شد که رابطه عکسی بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. در این مدل متغیرهای کنترلی وارد مدل نشده‌اند. در مدل‌های دوم<sup>۲۸</sup>،

جدول شماره ۴

COST = $\alpha + \beta_1dis + \beta_2betat + \beta_3BtM + \beta_4lev + \beta_5SIZE + \epsilon$		مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	مدل پنجم
ضریب ثابت	ضریب	3.538683	3.581239	3.628798	3.105185	6.726883
	انحراف استاندارد	0.188261	0.188236	0.193633	0.284577	1.668764
	اماره t	18.79664	19.02527	18.74059	10.91159	4.031058
	مقدار p	0	0	0	0	0.0001
dis	ضریب	-0.006567	-0.0062	-0.00602	-0.00732	-0.007112
	انحراف استاندارد	0.00358	0.003567	0.003571	0.003589	0.003577
	اماره t	-1.834302	-1.73757	-1.6862	-2.03993	-1.988425
	مقدار p	0.0672	0.0829	0.0924	0.0419	0.0473
beta	ضریب		-0.01122	-0.01095	-0.01006	-0.01215
	انحراف استاندارد		0.004734	0.00474	0.004728	0.004804
	اماره t		-2.36979	-2.31092	-2.12764	-2.52881
	مقدار p		0.0182	0.0213	0.0339	0.0118
BtM	ضریب			-9.46242	-7.93185	-7.56079
	انحراف استاندارد			9.047491	9.019859	8.985849
	اماره t			-1.04586	-0.87938	-0.84141
	مقدار p			0.2961	0.3796	0.4005
lev	ضریب				0.337595	0.34398
	انحراف استاندارد				0.135074	0.134572
	اماره t				2.499336	2.556096
	مقدار p				0.0128	0.0109
size	ضریب					-0.319296
	انحراف استاندارد					0.144984
	اماره t					-2.202291
	مقدار p					0.0281
مدل مقدار p		0.067218	0.011505	0.018443	0.002733	0.000793
R2 تعدیل شده		0.004812	0.014138	0.014327	0.024855	0.032535

بندی، آزمون انجام شده در مرحله قبل به صورت مجزا برای هر کدام از این زیر گروه‌ها انجام شده است. نتایج مربوط به این آزمون در جدول شماره ۵ نشان داده شده است.

نتایج به نمایش گذاشته شده در جدول ۵ نشان می‌دهد که در گروه شرکت‌های بزرگ، رابطه منفی و معنی داری بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام

برای دسته بندی شرکت‌ها به لحاظ اندازه، مطابق با پژوهش امبونگ و همکاران (۲۰۱۲)، از میانگین اندازه شرکت استفاده می‌کنیم، شرکت‌هایی که اندازه آنها از مقدار میانگین بیشتر است در دسته شرکت‌های بزرگ و شرکت‌هایی که اندازه آنها از مقدار میانگین کمتر است در دسته شرکت‌های کوچک تر از میانگین قرار می‌گیرند. بعد از انجام دسته

وجود دارد. اما رابطه معنی داری بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت های کوچکتر از میانگین وجود ندارد. بنابراین این موضوع تایید می گردد که شرکت های بزرگ مزیت بیشتری از افشای خود میبرند. نتایج بدست آمده تاحدودی توضیح میدهد که چرا سطح افشای شرکت های کوچکتر کمتر از شرکت های بزرگ می باشد. اگر بهبود افشا منجر به بالاتر رفتن هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های کوچک میگردد، پس بهتر است که شرکت های کوچک به منظور حفظ اطلاعات

خصوصی اقدام به افشای اطلاعات اضافی ننمایند. یکی از استدلال های مربوط به وجود رابطه مثبت بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام، برای شرکت های کوچکتر از میانگین [همانگونه که قبلا ذکر گردید] در رابطه با نوسان قیمت سهام می باشد. ورچیا (۱۹۹۱) بیان می کند که اگر بهبود افشا و یا بالا بردن سطح افشا منجر به افزایش نوسان قیمت سهام گردد آنگاه بهبود افشا ممکن است منجر به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام گردد، زیرا رابطه مستقیمی بین نوسان قیمت سهام و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

جدول شماره ۵

COST = $\alpha + \beta_1dis + \beta_4lev + \epsilon_t$		شرکت های بزرگ	شرکت های کوچکتر از میانگین
ضریب ثابت	ضریب	2.27884	3.568338
	انحراف استاندارد	0.205785	0.486554
	اماره t	11.07387	7.333905
	مقدار p	0	0
dis	ضریب	-0.003704	0.011878
	انحراف استاندارد	0.002633	0.006376
	اماره t	-1.406572	-1.862824
	مقدار p	0.0309	0.0636
lev	ضریب	0.584607	0.200137
	انحراف استاندارد	0.104182	0.229132
	اماره t	5.611418	0.873456
	مقدار p	0	0.3832
مقدار p مدل		0	0.040815
تعدیل شده R2		0.112788	0.007593

نتایج ارائه شده در ادبیات حسابداری، افشا می تواند رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام داشته باشد. در این مطالعات صورت گرفته، که رابطه بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار داده است، اندازه شرکت به عنوان یک متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. دلیل این امر تاثیر گذاری اندازه شرکت بر بازده سهام می باشد. از طرف دیگر هزینه حقوق صاحبان سهام همان بازده درخواست شده سرمایه گذاران می باشد، لذا برای انجام گرفتن این

در این جدول COST هزینه سرمایه، DIS کیفیت افشاء، SIZE اندازه شرکتها، BTM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، LEV نسبت بدهی یا اهرم، و BETA ضریب بتاست.

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

یکی از فاکتورهای اثر گذار بر بازده مورد انتظار سهامدارن، که در تحقیقات اخیر حسابداری به آن اشاره شده است، افشای شرکتی میباشد. مطابق با

است که شرکت های کوچک به منظور حفظ اطلاعات خصوصی افشای خود را بهبود نبخشند. بنابراین فرض مطرح شده در این مقاله مبنی بر موثر بودن اندازه شرکت در تعدیل روابط بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام تأیید می گردد.

این تحقیق همانند دیگر مطالعات صورت گرفته نمی تواند عاری از محدودیت باشد. نمونه مورد آزمون در مطالعه بر اساس اطلاعات در دست می باشد، همچنین این نمونه ها با اعمال برخی از محدودیت های ذکر شده مورد استفاده قرار گرفته اند، بنابراین مسئله "انتخاب گزینشی" را نمی توان به صورت کامل حذف کرد. همچنین وجود نوسانات شدید قیمت سهام در دوره مورد مطالعه که بر هزینه سرمایه تأثیر میگذارد ممکن است تعمیم نتایج تحقیق را با محدودیت مواجه سازد. از طرف دیگر شرکت های مورد مطالعه براساس لیست شرکت های ثبت شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد لذا، ممکن است نتوان نتایج حاصله را به شرکت های دیگری که دارای ویژگی های متفاوتی می باشند تعمیم داد. محدودیت بعدی مربوط به بحث تنوع در روش های عملیاتی کردن متغیرها می باشد که ممکن است منجر به دست یابی به نتایج متفاوتی گردد، به عنوان مثال برای عملیاتی کردن متغیر اندازه شرکت می توان از ارزش بازار شرکت، فروش شرکت و کل دارایی های آن استفاده کرد.

پیشنهادات زیر برای تحقیق های آتی ارائه میگردد :

- ◀ با توجه به ثنوری های موجود، به جای کیفیت افشا، سطح افشا مورد بررسی قرار گیرد.
- ◀ به منظور عملیاتی کردن متغیرها از روش های دیگری استفاده.
- ◀ یک مطالعه عمیق در رابطه با هزینه های افشای اطلاعات، مانند هزینه های مالکانه ۳۱ ممکن است به توضیح بیشتر این موضوع که چرا شرکت های

پژوهش ها باید تأثیر اندازه شرکت کنترل می شود. همچنین نتایج بدست آمده نشان می دهد که وجود رابطه منفی بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام مشروط می باشد. در میان نتایج ارائه شده در ادبیات حسابداری، مشاهده شده است که اندازه شرکت رابطه مثبتی با سطح افشا دارد ، به عبارت دیگر شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک تر از سطح افشای بالاتری برخوردار می باشند. دایمون و ورچیا (۱۹۹۱) استدلال کردند که مزایای بدست آمده از افشای اطلاعات برای شرکت های بزرگ و کوچک مشابه نیست. مفهومی که می توان از این گفته استنتاج کرد این است که، چنین امکانی وجود دارد که رابطه بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت های بزرگ و کوچک مشابه نباشد.

در این تحقیق که به صورت پژوهشی به انجام رسیده است، نقش اندازه شرکت در تعدیل رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام به بوته آزمایش قرار گرفته است. برای انجام این کار شرکت های نمونه را که متشکل از ۹۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در بین سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ می باشد را به دو زیر گروه، شرکت های بزرگ و شرکت های کوچکتر از میانگین دسته بندی کردیم. نتایج بدست آمده از آزمون های آماری نشان می دهد که در زیر گروه شرکت های بزرگ، رابطه منفی و معنی داری بین افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها وجود دارد، اما در زیرگروه مربوط به شرکت های کوچکتر از میانگین رابطه معکوس و معنی داری وجود ندارد. نتایج حاصل شده تصدیقی بر استدلال دایمون و ورچیا (۱۹۹۱) قلمداد میگردد. این یافته ها تاحدودی توضیح میدهد که چرا سطح افشای شرکت های کوچکتر کمتر از شرکت های بزرگ می باشد. اگر بهبود افشا منجر به بالاتر رفتن هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های کوچک میگردد، پس بهتر

\* کردستانی. غ، مجدی. ض (۱۳۸۶) " بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی " بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴ شماره ۴۸ ، صفحه ۸۵ تا ۱۰۴

\* لشگری. ز، نادری. ش (۱۳۸۸) " بررسی رابطه ی سطح افشاء و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " [www.sid.ir](http://www.sid.ir)

\* ملکیان. الف ، عدیلی. ع ، ابراهیمیان . س ، امیرپورملار. (۱۳۹۰). " بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". نهمین همایش سراسری حسابداری ایران، زاهدان، دانشگاه سیستان و بلوچستان، 21 و 22

\* نیکومرام. ه، امینی. پ، (۱۳۹۰) " کیفیت سود و هزینه سرمایه " مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار شماره دهم. [www.sid.ir](http://www.sid.ir)

- \* Akerlof. G, (2007). "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. pp. 488-500.
- \* Botosan. C, (2006) " Disclosure and the cost of capital: what do we know?" Accounting and Business Research, Intemational Accounting Policy Forum, pp. 31-40.
- \* Botosan. C, (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital" The Accounting Review, Vol. 72, No. 3, pp. 323-349.
- \* Botosan. C, (2002). "A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital" Journal of Accounting Research, Vol. 40, No. 1 pp. 21-40.
- \* Brown.S , Hillegeist. S, (2007) "How disclosure quality affects the level of information asymmetry" Rev Acc Stud 12:443-477.
- \* Chen. K, Chen. Z, (2004). "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets" Department of Accounting Hong Kong University of Science and Technology 05-13.
- \* Clinch. G, Verrecchia. R, (2011) "Voluntary Disclosure and the Cost of Capital" working paper.

کوچک دارای سطح و کیفیت افشای کمتری می باشند کمک کند.  
یکی دیگر از عوامل تاثیرگذار بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام صنعت فعالیت واحدهای تجاری می باشد، بنابراین پیشنهاد میگردد که در تحقیق های آتی تاثیر صنعت نیز مدنظر قرار گیرد.

### فهرست منابع

- \* ستایش. ح، کاظم نژاد. م، ذوالفقاری. م (۱۳۹۰)، " بررسی تاثیر کیفیت افشا 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
- \* دستگیر. م، ظفری. ف (۱۳۸۸) " نقش اطلاعات حسابداری در پیش بینی نرخ بازده سهام " مجله حسابدار شماره ۸۵ ص ۴۸
- \* دستگیر. م، بزاز زاده. ح (۱۳۸۲). " تاثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی ". تحقیقات مالی، شماره ۱۶، ص ص ۸۳ تا ۱۰۳
- \* عرب مازار یزدی. م، طالبیان. م (۱۳۸۸). " کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه ". فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۱
- \* فخاری. ح، فلاح محمدی. ن (۱۳۸۸). " بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ".
- \* قائمی. م، وطن پرست. م، (۱۳۸۴) " بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران " بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۱، ص ص ۸۵ تا ۱۰۳

- \* Zhang. L, Ding. S (2006) " The effect of increased disclosure on cost of capital: Evidence from China" *Review of Quantity Financial Accounting* 27:383–401.
- \* Zorn. L (2007). "Estimating the Cost of Equity for Canadian and U.S. Firms" *Bank of Canada Review*, <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/zorn1.pdf>
- \* Diamond. D, Verrecchia.R, (1991)." Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital "The *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp. 1325-1359.
- \* Embong.Z, Norman. M, Mohamat S (2012) "Firm size, disclosure and cost of equity capital" *Asian Review of Accounting* Vol. 20 Iss: 2 pp. 119 – 139.
- \* Espinosa.M, Trombetta.M (2007) " Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Spanish Continuous Market " *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9) & (10), 1371–1392.

#### یادداشت‌ها

- 1 Beneda  
2 Kumar  
3 Greenstein and Sami  
4 lim at al  
5 bid and ask  
6 Adverse selection  
7 Moral hazard  
8 Botosan & Besides  
9 Madhani  
10 Petersan and Plenborg  
11 Chen at al  
12 Recharad at al  
13 Leuz and Scherand  
14 Brown and Hillegeist  
15 Francis at al  
16 Spinosa and Trombetta  
17 Gietzmann and Ireland  
18 Gao  
19 Banz  
20 Berk  
21 Variance Inflation Factors(VIF)  
22 Data Panel  
23 Easton  
24 Hail and Leuz  
25 Maroney et al  
26 multicollinearity  
27  $COST = \alpha + \beta_1 dis + \epsilon_t$   
28  $COST = \alpha + \beta_1 dis + \beta_2 beta_t + \epsilon_t$   
29  $COST = \alpha + \beta_1 dis + \beta_2 beta_t + \beta_3 BtM + \epsilon_t$   
30  $COST = \alpha + \beta_1 dis + \beta_2 beta_t + \beta_3 BtM + \beta_4 lev_t + \epsilon_t$   
31 proprietary cost

- \* Francis. J, Nanda. D, Olsson. A (2008) "Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital" *Journal of Accounting Research* Vol. 46 No. 1.
- \* Gao. P (2008) "Disclosure Quality, Cost of Capital, and Investors' Welfare" *working paper*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1156407](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1156407).
- \* Gietzmann. M, Ireland. J (2005) "Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice" *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3) & (4).
- \* Lambert. R, Leuz. C, Verrecchia. R (2007) "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital " *Journal of Accounting Research* Volume 45, Issue 2, pages 385–420, May 2007.
- \* Leuz. C, Schrand. C (2009) "Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Responses to the Enron Shock" *National Bureau of Economic Research*, <http://www.nber.org/papers/w14897>.
- \* Madhani. P, (2007) "Role of Voluntary Disclosure and Transparency in financial reporting" *The Icfai University Press*, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1507648>.
- \* Richardson. A, Welker. M (2001) "Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital " *Accounting, Organizations and Society* 26 597–616.
- \* Schuster. P, Connell. V (2006) "The Trend toward Voluntary Corporate Disclosures" *Management Accounting Quarterly*, VOL. 7, NO. 2.
- \* Shaw. K, (2003) "Corporate disclosure quality, earnings smoothing, and earnings' timeliness " *Journal of Business Research* 56 ,1043– 1050.
- \* Verrecchia. R (2001), "Essays on disclosure" *Journal of Accounting and Economics* 32, 97–180.