

بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه با افشای اختیاری

امید پورحیدری

استاد گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان

نسرین یوسف زاده*

عضو هیئت علمی گروه حسابداری، دانشگاه ولی عصر (عج) رفسنجان

زینب اعظمی

عضو هیئت علمی گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد بافت، دانشگاه شهید باهنر کرمان

زهره معصومی بیلندی

عضو هیئت علمی دانشگاه پیام نور، ایران

چکیده

هدف این مقاله بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه با افشای اختیاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این مطالعه همچنین اهمیت در نظر گرفتن واکنش افشا نسبت به کیفیت سود، حین تجزیه و تحلیل اثرات افشا بر هزینه سرمایه شرکت را بررسی می نماید. تعداد ۷۷ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۷۷ الی ۱۳۹۲ با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب و فرضیه های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره آزمون شده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد بین کیفیت سود و میزان افشا توسط شرکت ها رابطه مستقیم و معناداری برقرار است و شرکت های با کیفیت سود بالا (پایین) اقدام به افشای اطلاعات بیشتر (کمتر) می نمایند و تنها در صورت عدم توجه به متغیر های کنترلی مرتبط با ریسک، رابطه معناداری بین هزینه سرمایه و میزان افشای اختیاری صورت گرفته توسط شرکت ها برقرار است. همچنین با کنترل اثرات کیفیت سود، بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری شرکت ها رابطه معناداری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: افشای اختیاری؛ کیفیت سود؛ کیفیت اقلام تعهدی؛ هزینه سرمایه.

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۲/۱ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۵/۲/۸
نویسنده عهده دار مکاتبات: n.yousefzade@yahoo.com

۱- مقدمه

یکی از هدف‌های اصلی گزارشگری مالی تامین اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری است. دستیابی به این هدف مستلزم افشای مناسب اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مربوط می‌باشد. شرکت‌ها افشای اطلاعات را از طریق صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش مجمع عمومی، رسانه‌ها و سایت‌های اینترنتی انجام می‌دهند (افشای اجباری). علاوه بر این، برخی از شرکت‌ها علاوه بر افشای حداقل اطلاعات براساس استانداردهای مربوط و سایر قوانین و مقررات به افشای اضافی اطلاعات به صورت اختیاری می‌پردازند.

در سال‌های اخیر، شناسایی عوامل مؤثر بر شیوه‌های تصمیم‌گیری مربوط به افشای اختیاری اطلاعات توسط مدیریت، توجه بسیاری از محققین را به خود جلب کرده است. پژوهش‌های تجربی گذشته در این حوزه، نشان دهنده ارتباط بین کیفیت سود (دقت علامت‌دهی سود که از سیستم مالی شرکت نشأت می‌گیرد) و سطح افشای اختیاری توسط شرکت است. مطالعات مرتبط با کیفیت سود و افشای اختیاری نشان می‌دهد دقت پایین علامت‌دهی سود می‌تواند بر تقاضای بازار سرمایه و همچنین انگیزه شرکت برای افشای اطلاعات سودمند در ارزیابی ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه شرکت اثرگذار باشد (ورشیا، ۱۹۹۰: ۳۶۵).

هر چند که پژوهش‌های تجربی انجام شده پیرامون چگونگی تاثیر کیفیت سود بر تصمیمات افشای شرکت به نتایج متفاوت و متناقضی منجر شده‌اند. دسته‌ای از این پژوهش‌ها به رابطه معکوس (رابطه جانشینی) بین افشای اختیاری و کیفیت سود اشاره می‌کنند. این پژوهش‌ها ادعا می‌نمایند عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد دارای اطلاعات محرمانه و سهامداران منجر به تقاضای افشا از جانب افراد بیرونی و همچنین انگیزه خود شرکت برای افشای بیشتر شده است، زیرا ارزش اطلاعات اضافی در این‌گونه شرایط بیشتر است (فرانسیس و همکاران^۲، ۲۰۰۸: ۵۴). یکی از پیامدهای این امر این است که شرکت‌های با کیفیت سود ضعیف اقدام به افشای اطلاعات بیشتری می‌نمایند، زیرا عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران در این‌گونه شرکت‌ها بیشتر است و از آن جایی که عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های با کیفیت سود بالا، کمتر است، این‌گونه شرکت‌ها افشای اطلاعات کم هزینه تری انجام می‌دهند. دسته‌ای دیگر از پژوهش‌ها به رابطه مستقیم (رابطه مکمل) بین افشای اختیاری و کیفیت سود اشاره میکنند. بر طبق تئوری علامت‌دهی شرکت‌های با کیفیت سود بالا باید مزایای خود را به بازار آشکار کنند (واتسون و همکاران^۳، ۲۰۰۲: ۲۹۰). بنابراین، با افزایش کیفیت اطلاعات (نظیر افزایش کیفیت اطلاعات در اختیار مدیریت)، انگیزه مدیران برای افشای اطلاعات نیز افزایش می‌یابد (ورشیا، ۱۹۹۰: ۳۷۵، لوبو و ژو^۴، ۲۰۰۰: ۲۰). از این منظر، شرکت‌های با کیفیت سود بالا در مقایسه با شرکت‌های دارای کیفیت سود پایین افشای اطلاعاتی بیشتری انجام می‌دهند.

موضوع دیگری که در مورد افشای اطلاعات توسط شرکت مطرح می‌باشد این است که آیا افشای اختیاری منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌شود، یا هزینه سرمایه شرکت را افزایش می‌دهد؟ هزینه سرمایه از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است که در تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری نقش اساسی ایفا می‌کند. بیشتر مطالعات مرتبط با افشا و هزینه سرمایه نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی‌داری بین میزان افشا و هزینه سرمایه شرکت وجود دارد (دیاموند و ورشیا^۵، ۱۹۹۱: ۱۳۲۵). به عبارت دیگر، افشای بیشتر می‌تواند منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گردد که این امر نیز به نوبه خود منجر به کاهش هزینه‌های معاملات و یا کاهش ریسک‌های برآوردی ناشی از اطلاعات و شفافیت خواهد گردید. با این حال، دسته‌ای دیگر از پژوهش‌ها ادعا می‌نمایند اگر افشای اطلاعات منجر به ایجاد شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با حالت عدم افشا شوند، افزایش هزینه سرمایه را در پی خواهند داشت (ژانگ^۶، ۲۰۰۱: ۳۸۱).

چگونگی ارتباط افشا با کیفیت سود بر رابطه بین افشا و هزینه سرمایه اثرگذار است. اگر افشای مالی اختیاری اساساً از کیفیت سود ناشی شود (چه به صورت جانشینی و چه از نوع رابطه مکملی)، آن‌گاه کیفیت سود به طور مستقیم بر هزینه سرمایه اثرگذار است و افشا تنها معیار جانشینی برای اندازه‌گیری کیفیت سود محسوب می‌شود. یکی از پیامدهای چنین رابطه‌ای این است که آن دسته از آزمون‌هایی که در آن‌ها کیفیت سود به خوبی کنترل نشده باشد ممکن است نشان‌دهنده رابطه معنادار و قوی بین هزینه سرمایه و افشا بوده، اما به کلی از عامل تعیین‌کننده اصلی، یعنی کیفیت سود، غافل بمانند. برای نمونه، اگر افشای اختیاری مکمل کیفیت سود باشد، آنگاه شرکت‌های با کیفیت سود بهتر، اقدام به افشای بیشتر می‌نمایند. در این شرایط، آزمون‌هایی که در آن‌ها کیفیت سود به خوبی کنترل نشده باشد، نشان می‌دهند افشای بیشتر منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود، لیکن در دل این اثر شرکت‌هایی با کیفیت سود بالا که اقدام به افشای بیشتر می‌نمایند نیز نهفته است. در این شرایط محرک اصلی هزینه سرمایه پایین، کیفیت سود بالاست و نه افشای بیشتر. با توجه به موضوعات مطرح شده، هدف این پژوهش بررسی رابطه بین افشای اختیاری و کیفیت سود می‌باشد و همچنین این پژوهش اهمیت در نظر گرفتن واکنش افشا نسبت به کیفیت سود، حین تجزیه و تحلیل اثرات افشا بر هزینه سرمایه شرکت را بررسی می‌نماید.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

سود یکی از منابع اطلاعاتی تصمیم‌گیری در بازارهای سرمایه، صورت‌های مالی شرکت‌ها، به ویژه صورت سود و زیان است که رقم نهایی آن به عنوان داده اساسی در بسیاری از مدل‌های ارزشیابی سهام استفاده می‌شود، به طوری که صحت، دقت، قابلیت اطمینان و قابلیت پیش‌بینی

آن، مستقیماً روی تصمیم‌گیری‌ها اثر دارد. با توجه به وجود واقعیاتی همچون تضاد منافع بین تهیه‌کنندگان اطلاعات و سرمایه‌گذاران، استفاده از برآورد و تخمین برخی از عناصر سود و زیان، امکان استفاده از رویه‌های پذیرفته شده حسابداری و مسائلی همچون هموارسازی و مدیریت سود، کاربرد سود به عنوان معیار تصمیم‌گیری را دچار چالش می‌کند. این امر، لزوم بررسی موضوع کیفیت سود را دو چندان می‌نماید (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۹۰: ۵۲).

کیفیت سود از جنبه‌های با اهمیت ارزیابی سلامت مالی شرکت‌ها است. اما توافق کاملی در رابطه با تعریف و معیار کیفیت سود حسابداری وجود ندارد و بنابراین مدل‌های مختلفی برای اندازه‌گیری مقادیر کیفیت سود طراحی شده است. سه شاخص اصلی کیفیت سود عبارتند از (۱) کیفیت اقلام تعهدی (۲) نوسان پذیری سود (۳) اقلام تعهدی اختیاری.

پژوهش‌های تحلیلی گذشته نشان دهنده ارتباط بین کیفیت سود و سطح افشای اختیاری توسط شرکت می‌باشند. این مطالعات را می‌توان در دو گروه طبقه‌بندی نمود. نخست، دسته‌ای از این پژوهش‌ها ادعا می‌نمایند شرکت‌ها با کیفیت سود ضعیف افشای اطلاعاتی بیشتری انجام می‌دهند، زیرا عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران در این‌گونه شرکت‌ها بیشتر است که این موضوع به یک رابطه جانشینی بین افشای اختیاری و کیفیت سود اشاره می‌کند. گروه دوم پژوهش‌ها، به یک رابطه مکمل بین افشای اختیاری و کیفیت سود اشاره می‌کنند.

این رابطه مبنی بر این است که برای یک هزینه معین، کیفیت اطلاعات بالاتر، احتمال افشا را افزایش می‌دهد زیرا بازار زمانی که دقت علائم در دسترس بالاتر است به ارزش بنگاه‌های غیرافشاگر مشکوک‌تر است. این موضوع طبیعتاً انگیزه افشای بنگاه را افزایش می‌دهد (مارینیوس و سریدهار^۷، ۲۰۱۵: ۳۱). طبق تئوری علامت‌دهی شرکت‌ها با کیفیت بالا، مزایای خود را به بازار آشکار می‌کنند (واتسون و همکاران، ۲۰۰۲: ۲۹۰). از یک سو، علامت‌دهی سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان را در ارزیابی مجدد ارزش شرکت یاری می‌رساند و سپس تصمیم‌گیری به نفع شرکت صورت می‌پذیرد. از طرف دیگر، حمایت ذینفعان مختلف باعث می‌شود تا شرکت سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب کند و بنابراین هزینه‌های ناشی از افزایش سرمایه کاهش خواهد یافت. ابزار زیادی برای شرکت‌ها به منظور علامت‌دهی وجود دارد، که از میان آنها افشای اختیاری اطلاعات حسابداری به عنوان یکی از موثرترین آنها در نظر گرفته شده است (راس^۸، ۱۹۷۹: ۱۷۹) و واتسون و همکاران (۲۰۰۲: ۲۹۱)؛ خیو و همکاران^۹ (۲۰۰۴: ۱۹۷). از این رو، با افزایش کیفیت اطلاعات (نظیر افزایش کیفیت اطلاعات در اختیار مدیریت) انگیزه مدیران برای افشای اطلاعات نیز افزایش می‌یابد (لویو و ژو^{۱۰}، ۲۰۰۰: ۲۰)؛ فرانیس و همکاران^{۱۱} (۲۰۰۸: ۵۷). از این منظر، شرکت‌ها با کیفیت سود بالا افشای بیشتری انجام می‌دهند، زیرا سرمایه‌گذاران اعتبار بیشتری برای این‌گونه افشائات در نظر می‌گیرند.

از سوی دیگر مطالعات زیادی، به بررسی اثرات سیاست افشای شرکتها بر بازار سرمایه پرداخته است. زیربنای بسیاری از این مطالعات، معمولاً اعتقاد به وجود ارتباط معکوس بین افشا و هزینه سرمایه است. هزینه سرمایه را می‌توان حداقل نرخ بازدهی دانست که نرخ بازده مورد انتظار گروه های سرمایه گذار تامین گردد. از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران است، با میزان ریسک پذیرفته شده توسط آنها مرتبط است. یکی از انگیزه های مدیران در افشای اختیاری کاهش هزینه تأمین مالی است. هنگامی که افشای اطلاعات توسط شرکت به طور ناقص صورت پذیرد سرمایه گذاران در پیش بینی بازده آتی سرمایه گذاری خود متحمل ریسک شده و در ازای پذیرش این ریسک خواستار بازده اضافی خواهند بود. در مقابل، شرکت های با سطوح بالای افشای اطلاعات نسبت به شرکت های با سطوح پایین افشا احتمالاً متحمل هزینه تأمین مالی پایین تری خواهند شد (ایزدی نیا و سروش یار، ۱۳۸۸: ۴۹). به نظر می رسد کیفیت افشا به واسطه تاثیر بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی در توزیع اطلاعات میان مدیران شرکت ها و سرمایه گذاران، با کاهش هزینه های معاملاتی، نقدشوندگی سهام را افزایش داده و نهایتاً از طریق کاهش ریسک اطلاعاتی مرتبط با پارامترهای توزیع بازده سهام منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود (پورزمانی و منصور، ۱۳۹۴: ۹۲). با این حال، دسته ای دیگر از پژوهش ها ادعا می نمایند اگر افشای اطلاعات منجر به ایجاد شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در مقایسه با حالت عدم افشا شوند، افزایش هزینه سرمایه را در پی خواهند داشت (ژانگ، ۲۰۰۱: ۳۸۱). بنابراین با توجه به ارتباط بین کیفیت سود و سطح افشای اختیاری شرکت در تحقیقات پیشین، باید در رابطه بین سطح افشای اختیاری و هزینه سرمایه این رابطه نیز در نظر گرفته شود.

در سال های پایانی قرن بیستم، ورشکستگی شرکت های عظیم نظیر انرون سیستم گزارشگری مالی را با بحران مواجه ساخت. در این میان، سیستم گزارشگری مالی به دلیل خدشه دار شدن اعتبار آن در جهت جلب اعتماد عمومی با بحران هایی مواجه شد. افزایش شمار تقلب ها که با ورشکستگی شرکت های بزرگ در هم آمیخته بود، نگرانی هایی را درباره کیفیت گزارش های مالی به همراه داشت. به دنبال بحران ها، پژوهشگران و تحلیلگران توجه خود را به کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی و تاثیر آن بر بازار سرمایه معطوف کردند. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) در تحقیقی به آزمون هفت ویژگی سود شامل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش بینی و هموار بودن (ویژگی های مبتنی بر داده های حسابداری) و مربوط بودن، به موقع بودن و محافظه کارانه بودن (ویژگی های بازار) با هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخته اند. براساس نتیجه این تحقیق، بین هر یک از ویژگی های سود به جز قابلیت پیش بینی و محافظه کارانه بودن، با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معکوس وجود دارد. به عبارتی هرچه این ویژگی ها مطلوب تر باشد،

هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد. یافته های این تحقیق حاکی از آن است که در بین تمام ویژگی های سود، کیفیت ارقام تعهدی تاثیر بیشتری بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. سپس فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) به بررسی رابطه بین چهار بعد کیفیت سود با هزینه حقوق سرمایه پرداختند. در این تحقیق رابطه بین چهار ویژگی کیفی سود شامل کیفیت ارقام تعهدی، تغییرپذیری سود، ارقام تعهدی اختیاری و عامل مشترک باحقوق صاحبان سهام موردبررسی قرار گرفته است. نتایج این تحقیق نشان داد این چهار بعد کیفیت سود رابطه معکوس و معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارند. همچنین نتایج مطالعه آنان حاکی از آن است که رابطه مکمل معناداری بین کیفیت سود و افشای اختیاری است. به این معنی که شرکت های دارای کیفیت سود بالا در مقایسه با شرکت های دارای کیفیت سود پایین سطوح افشای بالاتری را انتخاب می نمایند. در سال ۲۰۱۱ ساینی و هرمان به بررسی ارتباط بین افشای بخش ها و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس و معناداری میان سطح افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به طور کلی نتایج این تحقیق نشان داد که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، ارتباط بین سطح افشا و هزینه سرمایه قوی تر می شود. دو سال بعد یعنی در سال ۲۰۱۳، بارس^{۱۲} و همکارانش تاثیر شفافیت اطلاعات حسابداری را بر هزینه سرمایه مورد مطالعه قراردادند. نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش در شفافیت اطلاعات حسابداری منجر به کاهش در هزینه سرمایه می شود. رابطه منفی یافت شده در این پژوهش بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت اطلاعات حسابداری بسیار معنادارتر از پژوهش های مشابه انجام شده در این زمینه است. بلانسو^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۴) ارتباط میان گزارشگری بخش ها و کیفیت سود را مورد مطالعه قرار دادند که نتایج حاکی از رابطه مثبت و مستقیمی بین کیفیت سود و میزان گزارشگری بخش ها بود نتایج نشان داد میزان گزارشگری بخش ها در دوره جاری دارای رابطه مستقیمی با کیفیت سود در دوره های گذشته است؛ این در حالی است که کیفیت سود در دوره جاری هیچ رابطه معناداری با میزان گزارشگری بخش ها در دوره های گذشته نداشت.

در ایران نیز کردستانی و مجدی (۱۳۸۶)، رابطه بین پنج ویژگی سود شامل پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود مربوط بودن سود، به موقع بودن سود و محافظه کاری سود با هزینه سرمایه سهام عادی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش وجود رابطه معکوس بین ویژگی های سود شامل پایداری، قابلیت پیش بینی، مربوط بودن، به موقع بودن با هزینه سرمایه را نشان می دهد. با این وجود رابطه ای میان محافظه کاری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام یافت نشد. یافته های پژوهش حاکی از آن است که شرکت هایی ویژگی های کیفی سود مطلوبی دارند هزینه سرمایه سهام آن ها پایین تر است. این یافته ها بر اهمیت ویژگی های کیفی اطلاعات حسابداری به

ویژه ویژگی های کیفی سود می افزایش. ملکیان و همکاران (۱۳۹۰)، به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه پرداختند.

نتایج تحقیق نشان داد که بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه رابطه منفی معناداری وجود دارد. نتایج تحقیق حاکی از آن است با افزایش کیفیت افشا، تلاش سرمایه گذاران برای دسترسی به اطلاعات محرمانه کاهش یافته و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد. با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نقدشوندگی سهام و هزینه معاملات کاهش یافته و تقاضا برای سهام شرکت افزایش می یابد که این موضوع کاهش هزینه سرمایه شرکت را به دنبال خواهد داشت.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت های بورسی پرداختند. آنها در تحقیق خود، برای اندازه گیری امتیاز افشا از شاخص کیفیت افشا و اطلاع رسانی محاسبه شده توسط بورس اوراق بهادار تهران استفاده کردند. یافته های بررسی بیانگر آن است رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد. در سال ۱۳۹۱ نیز بولو و همکاران به بررسی رابطه بین نسبت های مالی و هزینه سهام عادی پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد بین نسبت های نقدینگی، نسبت سود آوری، نسبت های اهرمی، نسبت های بازار و هزینه سهام عادی رابطه معنی دار وجود دارد. مهرآذین و عباس نژاد (۱۳۹۲) در تحقیق خود نقش محافظه کاری و افشا را در کاهش هزینه سرمایه شرکتها مورد بررسی قرار دادند. یافته های به دست آمده در این تحقیق نشان از وجود رابطه معکوس و معناداری بین محافظه کاری و هزینه سرمایه دارد. از سوی دیگر، این یافته ها نشان داد رابطه بین افشا و هزینه سرمایه نیز به صورت معناداری معکوس می باشد.

افزون بر این، نتایج بررسی رابطه بین محافظه کاری و هزینه سرمایه، مشخص نمود که رابطه این دو در شرایط عدم کفایت افشا، افزایش می یابد. در سال ۱۳۹۲ رزمیان فیض آبادی و هشی در تحقیق خود به بررسی تأثیر ترکیب هیات مدیره بر محتوی اطلاعاتی سود و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های بررسی بیانگر آن است که شرکت های با نسبت بالاتر اعضای غیر موظف در مقایسه با نسبت پایین تر اعضای غیر موظف در هیات مدیره کیفیت سود بالاتری را نشان می دهند. پورزمانی و منصور (۱۳۹۴) نیز در پژوهشی تأثیر کیفیت افشا، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی را بررسی نمودند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن است که کیفیت افشا و محافظه کاری اثر معکوسی بر هزینه سرمایه سهام دارد به طوری که با افزایش میزان کیفیت افشا و یا محافظه کاری از هزینه سرمایه سهام کاسته می شود. همچنین در بررسی اثر متقابل محافظه کاری و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی یافته های تحقیق مؤید این است که با افزایش کیفیت افشا از میزان تأثیر محافظه کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی کاسته می شود.

در تحقیقاتی که روی رابطه بین سطح افشای اختیاری و هزینه سرمایه در ایران صورت گرفته است ارتباط بین کیفیت سود و سطح افشای اختیاری شرکت در نظر گرفته نشده است. بنابراین در این تحقیق با توجه به مبانی نظری و پژوهش های پیشین، فرضیه های این تحقیق در قالب سه فرضیه اصلی تدوین و فرضیه اصلی اول به دو فرضیه فرعی تبدیل شده است. فرضیه اول: بین کیفیت سود و افشای اختیاری شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. این فرضیه اصلی به صورت دو فرضیه فرعی دیگر آزمون شده است که عبارتند از: فرضیه فرعی اول (رابطه مکملی): افشای اختیاری با افزایش کیفیت سود افزایش می یابد. فرضیه فرعی دوم (رابطه جانشینی): افشای اختیاری با کاهش کیفیت سود افزایش می یابد. فرضیه دوم: بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری شرکت ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. فرضیه سوم: با کنترل کیفیت سود، بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری شرکت ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

۳- روش شناسی تحقیق

روش مورد استفاده در این تحقیق، هبستگی از نوع شبه تجربی می باشد. برای آزمون فرضیه تحقیق رگرسیون خطی چند متغیره مورد استفاده قرار گرفت. داده های مورد نیاز، نیز از پایگاه های اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و بانک های اطلاعاتی همانند نرم افزار تدبیر پرداز، صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و گزارش های مجمع عمومی شرکت ها جمع آوری شده است.

جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند. دوره زمانی این تحقیق از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می باشد. از آن جا که معیارهای مورد استفاده برای اندازه گیری کیفیت سود از طریق رگرسیون با استفاده از داده های ۱۱ سال قبل برازش می گردد و همچنین برای محاسبه کیفیت اقلام تعهدی هر سال از جریان های نقدی سال پیشین و پسین استفاده می شود، لذا دسترسی به داده های هر یک از شرکت های عضو نمونه برای سال های ۱۳۷۷ تا ۱۳۹۲ ضروری است. استفاده از دوره زمانی چندساله منجر به افزایش اعتبار سازه متغیرهای جانشین کیفیت سود می شود.

کلیه ی شرکت های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده اند:

شرکت ها قبل از سال ۱۳۷۷ در بورس پذیرفته شده باشند؛ به منظور قابل مقایسه بودن، پایان سال مالی ۲۹ اسفند باشد؛ به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آنها تولیدی باشد؛ شرکت ها در طی سالهای مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند؛ شرکت ها باید در گروه شرکت های

واسطه‌گری‌های مالی نباشند، زیرا با توجه به نوع فعالیت این شرکت‌ها که متفاوت از سایر شرکت‌ها می‌باشد؛ شرکت‌ها وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشند؛ داده‌های مورد نیاز در بانک اطلاعاتی و پایگاه‌های اطلاعاتی بورس در دسترس باشند. در نهایت با توجه به معیارهای ذکر شده، ۷۷ شرکت واجد شرایط به عنوان نمونه انتخاب شدند.

۳-۱-۱- متغیرهای تحقیق ۳-۱-۱- شاخص افشای اختیاری

امتیازدهی به میزان افشای شرکت‌ها نیز با استفاده از چک لیست تدوین شده توسط پورحیدری و حسین‌پور (۱۳۹۱:۱۸) صورت گرفته است. چک لیست افشای مزبور مشتمل بر ۶۰ مورد افشای اختیاری اطلاعات است که در قالب ۱۱ طبقه کلی مرتب شده‌اند. طبقات کلی آن شامل اطلاعات عمومی شرکت، حاکمیت شرکتی، بیان چشم انداز، اهداف و استراتژی‌های شرکت، پیش‌بینی‌های شرکت، اطلاعات مربوط به تحلیل وضعیت مالی و عملیاتی شرکت، تحقیق و توسعه، مدیریت ریسک عمومی، اطلاعات مربوط به کارکنان، گزارش‌های اجتماعی و زیست محیطی، آمارهای کلیدی غیرمالی، اطلاعات مربوط به بازار می‌باشد. با بررسی صورت‌های مالی سالانه، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های مجامع عمومی، به هر قلم از موارد موجود در چک لیست که توسط شرکت‌ها افشا شده بود عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق گرفت و در نهایت شاخص افشای اختیاری با تقسیم جمع موارد افشا شده به کل مواردی که می‌بایست افشا شود محاسبه گردید. شاخص افشای اختیاری به صورت زیر محاسبه گردیده است:

$$VDI = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{n}$$

که در آن:

$d_i = 1$	اگر مورد افشا شده باشد
$d_i = 0$	اگر مورد افشا نشده باشد
$n = 60$	حداکثر موارد افشا

۳-۱-۲- کیفیت سود

از آن جا که معیاری که مورد توافق همگان باشد در خصوص مفهوم کیفیت سود وجود ندارد، در این پژوهش از چهار معیار در این خصوص استفاده شده است: کیفیت اقلام تعهدی (AQ)، نوسان‌پذیری سود (EarnVar)، قدرمطلق اقلام تعهدی غیرعادی ($|AA_j|$)، و یک معیار ترکیبی مبتنی بر تحلیل عاملی سه معیار قبلی ($CF(EarnQual)$). علت انتخاب این معیارها استفاده گسترده آن‌ها در ادبیات موضوع است (فرانسیس و همکاران [۲۰۰۴:۹۷۹، ۲۰۰۵:۳۰۲]).

اولین معیار مورد استفاده برای کیفیت سود، کیفیت ارقام تعهدی (AQ) است. کیفیت ارقام تعهدی به میزان نقدشوندگی ارقام تعهدی سود اشاره دارد. هرچه درجه نقدشوندگی ارقام تعهدی بالا باشد کیفیت این ارقام بالاست. این معیار مبتنی بر معیار مدل تعدیل شده دیچاو و دیچو^۴ (۲۰۰۲)، توسط مک نیکلز^{۱۵} (۶۵:۲۰۰۲) است، که در آن ارقام تعهدی بر مبنای رابطه آن ها با جریان های نقدی از طریق برآزش رگرسیون بین ارقام تعهدی مربوط به سرمایه در گردش و جریان های نقدی حاصل از عملیات در دوره جاری، دوره گذشته، و دوره آتی و نیز تغییرات درآمد و اموال، ماشین آلات و تجهیزات تفکیک می شوند. بخش توجیه نشده نوسانات ارقام تعهدی سرمایه در گردش نیز معیاری وارونه برای تعیین کیفیت سود است؛ به این معنی که هر چه بخش توجیه نشده سهم بیشتری از کل ارقام تعهدی مزبور را تشکیل دهد، کیفیت ارقام تعهدی پایین تر قلمداد می شود. برای این منظور، مدل ۲ را برای هر یک از شرکت های نمونه با استفاده از داده های ۱۱ سال قبل برآورد گردید.

(۲)

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \phi_{0,j} + \phi_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \phi_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \phi_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + \phi_{4,j} \frac{\Delta Rev_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \phi_{5,j} \frac{PPE_{j,t}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

که در آن $TCA_{j,t}$ ، کل ارقام تعهدی جاری شرکت ز برای دوره $Assets_{j,t};t$ ، میانگین کل دارایی های شرکت ز در سال $CFO_{j,t}$ ، جریان های نقدی عملیاتی؛ $\Delta Rev_{j,t}$ ، تغییرات درآمد شرکت ز بین سال های t و $t-1$ ؛ $PPE_{j,t};t-1$ ، ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت ز در سال t می باشد. کل ارقام تعهدی جاری شرکت ز برای دوره t به صورت زیر اندازه گیری می شود:

$$TCA_{j,t} = (\Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t}) \quad (3)$$

که در آن؛ $\Delta CA_{j,t}$ ، تغییرات دارایی های جاری شرکت ز بین سال های t و $t-1$ ؛ $\Delta CL_{j,t};t-1$ ، تغییرات بدهی های جاری شرکت ز بین سال های t و $t-1$ ؛ $\Delta Cash_{j,t};t-1$ ، تغییرات موجودی نقدی شرکت ز بین سال های t و $t-1$ ؛ $\Delta STDEBT_{j,t};t-1$ ، تغییرات تسهیلات جاری شرکت ز بین سال های t و $t-1$ می باشد.

جریان های نقدی عملیاتی شرکت ز در سال t ($CFO_{j,t}$) به صورت زیر اندازه گیری می شود:

$$CFO_{j,t} = NIBE_{j,t} - TA_{j,t} \quad (4)$$

که در آن؛ $NIBE_{j,t}$ ، سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه شرکت ز در سال t ؛ و $TA_{j,t}$ ، کل ارقام تعهدی شرکت ز در سال t می باشد، که به صورت زیر اندازه گیری می شود:

$$TA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t} - DEPN_{j,t} \quad (5)$$

که در آن؛ $DEPN_{j,t}$ ، هزینه استهلاک و انقضای دارایی‌های نامشهود شرکت زدر سال t می‌باشد. حاصل تخمین‌های مدل به تفکیک هر شرکت یک سری مقادیر باقیمانده مربوط به هر سال - شرکت است، که مبنای معیار محاسبه کیفیت ارقام تعهدی می‌باشد. کیفیت ارقام تعهدی از طریق انحراف معیار ارقام باقیمانده هر شرکت اندازه‌گیری می‌شود که هرچه این مقدار بالاتر باشد، نشان‌دهنده کیفیت ضعیف‌تر ارقام تعهدی است.

$$AQ_j = \sigma(\hat{v}_{j,t}) \quad (6)$$

معیار دوم مورد استفاده برای اندازه‌گیری کیفیت سود، تغییرپذیری سود (EarnVar) است. این شاخص کیفیت سود، معیاری از ثبات و دوام سود است. سودهای بادوام و باثبات به دلیل استمرار آنها از دیدگاه سرمایه‌گذاران مطلوب می‌باشند. مطابق نظر فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) تغییرپذیری سود از طریق انحراف معیار سود قبل از ارقام غیرمترقبه اندازه‌گیری می‌شود. در پژوهش حاضر از انحراف معیار سودهای قبل از ارقام غیرمترقبه شرکت طی سال‌های مورد بررسی که بر کل دارایی‌ها در ابتدای سال تقسیم شده است، استفاده می‌شود. هرچه انحراف معیار سود قبل از ارقام غیرمترقبه بالاتر باشد، کیفیت سود ضعیف‌تر قلمداد می‌شود.

$$\text{EarnVar} = \sigma(\text{EBEIJ}, t) \quad (7)$$

معیار سوم مورد استفاده برای اندازه‌گیری کیفیت سود، قدر مطلق ارقام تعهدی غیرعادی است. برای سنجش این معیار از مدل تعدیل شده جونز^{۱۶} (۱۹۹۱) به شرح رابطه (۵) استفاده می‌شود:

$$\frac{TA_{j,t}}{\text{Asset}_{j,t-1}} = K_1 \frac{1}{\text{Asset}_{j,t-1}} + K_2 \frac{\Delta \text{Rev}_{j,t}}{\text{Asset}_{j,t-1}} + K_3 \frac{\text{PPE}_{j,t}}{\text{Asset}_{j,t-1}} + \epsilon_{j,t} \quad (8)$$

این رگرسیون برای هر یک از شرکت‌های نمونه تحقیق برآورد می‌گردد. حال با استفاده از ضرایب بدست آمده از مدل مقدار ارقام تعهدی عادی مربوط به هر شرکت را برآورد می‌گردد:

$$NA_{j,t} = \hat{K}_1 \frac{1}{\text{Asset}_{j,t-1}} + \hat{K}_2 \frac{(\Delta \text{Rev}_{j,t} - \Delta \text{AR}_{j,t})}{\text{Asset}_{j,t-1}} + \hat{K}_3 \frac{\text{PPE}_{j,t}}{\text{Asset}_{j,t-1}} \quad (9)$$

که در آن $\Delta \text{AR}_{j,t}$ ، تغییرات حسابهای دریافتی شرکت زبین سال‌های t و $t-1$ می‌باشد. همچنین به منظور محاسبه ارقام تعهدی غیرعادی در سال t نیز از رابطه زیر استفاده می‌نماییم:

$$AA_{j,t} = \frac{TA_{j,t}}{\text{Asset}_{j,t-1}} - NA_{j,t} \quad (10)$$

قدر مطلق ارزش به دست آمده برای رابطه (۷)، معیار سوم مورد استفاده برای کیفیت سود در این پژوهش می‌باشد. مقایر بزرگتر برای $|AA_{jt}|$ نشان دهنده کیفیت ضعیف تر سود خواهد بود و برعکس.

عامل مشترک CF(EarnVar) معیار چهارم پژوهش است که از تحلیل عاملی سه معیار قبلی کیفیت اقلام تعهدی، نوسان‌پذیری سود و قدرمطلق اقلام تعهدی غیرعادی به دست می‌آید: کیفیت اقلام تعهدی + نوسان‌پذیری سود + قدرمطلق اقلام تعهدی غیرعادی = عامل مشترک نتیجه این معیار نحوه رتبه بندی معیارهای سه گانه را حفظ می‌کند. بنابراین ارزش های بزرگتر عامل مشترک نشان دهنده کیفیت ضعیف سود می‌باشد.

۳-۱-۳- هزینه سرمایه سهام عادی

به منظور اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی در این تحقیق از مدل ارزش گذاری گوردون استفاده شده است:

(۱۱)

$$COE = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g$$

به طوری که؛ COE، هزینه سرمایه سهام عادی؛ $D_0(1+g)$ ، سود تقسیمی مورد انتظار که در پایان سال اول پرداخت خواهد شد؛ P_0 ، قیمت بازار کنونی سهام عادی شرکت؛ g ، نرخ رشد است. مشکل اصلی در استفاده از این مدل، محاسبه نرخ رشد مورد انتظار است. برای محاسبه نرخ رشد معمولاً از نرخ رشد سود سهام استفاده می‌شود. از آن جایی که شرکت‌های ایرانی از سیاست تقسیم سود معین و ثابتی پیروی نمی‌کنند و نرخ رشد فروش در مقایسه با نرخ رشد سود و نرخ رشد سود سهام پایدارتر و قابل پیش بینی تر است (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸: ۱۳). بر همین اساس، در این تحقیق برای اندازه گیری نرخ رشد، از نرخ رشد فروش استفاده شده است. نرخ رشد با استفاده از میانگین هندسی فروش، طی سال های دوره زمانی تحقیق محاسبه گردید.

۳-۱-۴- متغیرهای کنترل

همچنین در آزمون فرضیه های دوم و سوم این تحقیق به لحاظ کنترل اثر عوامل ریسک، عوامل ریسک شناسایی شده بر هزینه حقوق صاحبان سهام براساس تحقیقات قبلی نظیر فاما و فرنچ^{۱۷} (۱۹۹۳: ۶) و فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴: ۹۸۹) شامل اندازه شرکت، بتا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار وارد مدل رگرسیون شده اند که در ادامه نحوه اندازه گیری آن ها تشریح می‌گردد.

از آن جایی که ریسک شرکت‌های بزرگ کمتر بوده و در نتیجه بازده مورد انتظار سهامداران و هزینه سرمایه آن‌ها کمتر است، انتظار می‌رود با بزرگتر شدن شرکت، هزینه سرمایه آن کاهش یابد. در این تحقیق برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال (LnMVE) استفاده شده است.

بتا یکی از شاخص‌های مورد استفاده برای نشان دادن ریسک سهام شرکت‌ها است و مطابق با پژوهش‌های پیشین انتظار می‌رود بتا رابطه مستقیمی با هزینه سرمایه شرکت داشته باشد. در این تحقیق، برای تخمین بتا از بازده‌های مربوط به ۳۶ ماه گذشته شرکت و شاخص کل بازار استفاده شده است.

$$Beta = \frac{cov(r_{it}, r_{mt})}{\sigma^2(r_{mt})} \quad (12)$$

که در آن، r_{it} : بازده سهام شرکت i در پایان سال t و r_{mt} : بازده پرتفوی بازار در پایان سال t می‌باشد.

نسبت ارزش دفتری (BVE) به ارزش بازار شرکت‌ها (MVE) نشانگر درجه رشد آن‌ها است. انتظار می‌رود شرکت‌های با رشد بالاتر از درجه ریسک بالاتری نیز برخوردار باشند و در نتیجه انتظار می‌رود بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و هزینه سرمایه شرکت رابطه مستقیمی وجود داشته باشد.

۲-۳- مدل‌های تحقیق

به منظور آزمون فرضیه اول، مدل رگرسیونی ذیل برآزش می‌گردد:

$$VDI = \beta_0 + \beta_1 \text{EarnQual} + \beta_2 \text{LnMVE} + \beta_3 \text{LnBM} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Beta} + \mu \quad (1)$$

در این تحقیق در معادله رگرسیونی تشریح شده در بالا به منظور آزمون تاثیر کیفیت سود بر افشای اختیاری صورت گرفته توسط شرکت از چهار معیار در این خصوص استفاده شده است: کیفیت اقلام تعهدی (AQ)، نوسان‌پذیری سود (EarnVar)، قدر مطلق اقلام تعهدی غیرعادی ($|AA_t|$)، و یک معیار ترکیبی مبتنی بر تحلیل عاملی سه معیار قبلی ($CF(\text{EarnQual})$). به دیگر گفته، در طی چهار مرحله، هر بار متغیر EarnQual (کیفیت سود) با یکی از چهار معیار آن، یعنی کیفیت اقلام تعهدی (AQ)، نوسان‌پذیری سود (EarnVar)، قدر مطلق اقلام تعهدی غیرعادی ($|AA_t|$)، و یک معیار ترکیبی مبتنی بر تحلیل عاملی سه معیار قبلی ($CF(\text{EarnQual})$) جایگزین گردیده و مدل اصلی تحقیق چهار مرتبه برآزش گردید.

همچنین در آزمون فرضیه‌های دوم و سوم این تحقیق به لحاظ کنترل اثر عوامل ریسک، عوامل ریسک شناسایی شده بر هزینه حقوق صاحبان سهام براساس تحقیقات قبلی (نظیر فاما و فرنچ، ۱۹۹۳: ۶) و فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴: ۹۸۹) شامل اندازه شرکت، بتا و نسبت ارزش دفتری

به ارزش بازار وارد مدل رگرسیون شده اند. به منظور آزمون فرضیه دوم مدل های رگرسیونی زیر برآورد می گردد. برای این منظور قدر مطلق آماره t مربوط به متغیر افشای اختیاری در ارتباط با هزینه سرمایه شرکت ها، در شرایطی که اثرات کیفیت سود کنترل نشده باشد، در صورت عدم ورود سایر متغیرهای کنترلی و همچنین با ورود سایر متغیرهای کنترلی مورد بررسی قرار می گیرد.

$$COE = \beta_0 + \beta_1 VDI + \mu \quad (2)$$

$$COE = \beta_0 + \beta_1 VDI + \beta_2 \ln MVE + \beta_3 \ln BM + \beta_4 Beta + \mu \quad (3)$$

به منظور آزمون فرضیه سوم مدل های رگرسیونی زیر برآورد می گردد. برای این منظور قدر مطلق آماره t مربوط به متغیر افشای اختیاری در ارتباط با هزینه سرمایه شرکت ها، در شرایط کنترل اثرات مربوط به کیفیت سود، در حالت عدم ورود سایر متغیرهای کنترلی و همچنین با وجود سایر متغیرهای کنترلی مورد بررسی قرار می گیرد.

$$COE = \beta_0 + \beta_1 VDI + \beta_2 CF_{EarnQ} + \mu \quad (4)$$

$$COE = \beta_0 + \beta_1 VDI + \beta_2 CF_{EarnQ} + \beta_3 \ln MVE + \beta_4 \ln BM + \beta_5 Beta + \mu \quad (5)$$

۴- یافته های تحقیق

۴-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره شماره ۱ آورده شده است. همان گونه که در نگاره ۱ نشان داده شده است، شرکت ها به طور متوسط دارای ۳۱٪ افشای اختیاری می باشند. از نظر میانه، افشای اختیاری ۳۰٪ را در کل سال ها نشان می دهد.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
افشای اختیاری	VDI	۰/۳۱۳	۰/۳	۰/۱۳۵	۰/۰۱۷	۰/۶۸۳
هزینه سرمایه	COE	۰/۳۷۳	۰/۳۲۹	۰/۲۰۴	۰/۰۵۲	۰/۹۷۳
کیفیت اقلام تعهدی	AQ	۰/۲۸۹۴	۰/۲۷۷۲	۰/۱۲۱۸	۰/۰۰۱	۰/۷۹۸۴
نوسان پذیر سود	EarnVar	۰/۱۰۴	۰/۰۷۵	۰/۱۰۱	۰/۰۰۷	۰/۶۵۸
اقلام تعهدی اختیاری	AbsAA	۰/۰۳۵	۰/۰۳۱	۰/۰۲۳	۰/۰۰۶	۰/۱۲۷
معیار ترکیبی کیفیت سود	CF_EarnQual	۰/۳۸۱	۰/۴۰۳	۰/۱۳۰۸	۰/۰۳۸	۰/۸۵۹
اندازه	lnMVE	۷/۹۹۳	۷/۸۷۸	۰/۸۴۷	۵/۸۵۲	۱۰/۴۴۳
لگاریتم طبیعی ارزش دفتری به بازار	lnBM	۰/۳۴۴	۰/۳۴۱	۰/۶۱	۰/۱۰۲	۰/۸۷۲
ارزش دفتری به بازار	BM	۰/۸۴۴	۰/۸۷۱	۰/۴۷۶	۰/۱۲۲	۲/۳۹
بازده دارایی ها	ROA	۰/۱۲۹	۰/۱۱	۰/۱۳	۰/۱۹۸-	۰/۵۹۷
بتا	Beta	۱/۹۱	۱/۶۴	۱/۵۰	۰/۰۴	۷/۸۷

۲-۴- یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون فرضیه اول در نگاره ۲ آورده شده است. همانطور که در نگاره ۲ ملاحظه می‌شود قدرمطلق آماره t برازش شده برای متغیر کیفیت سود شرکت‌ها برای هر چهار معیار مورد استفاده (به ترتیب ۲/۱۲۷، ۱/۹۶۵، ۲/۱۵۶، و ۲/۳۹۶) بزرگتر از آماره t به دست آمده از نگاره با همان درجه آزادی (۱/۹۶) است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪، فرض برقراری رابطه معنادار بین کیفیت سود و میزان افشا توسط شرکت‌ها پذیرفته می‌شود.

نگاره ۲. نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق

I-4	I-3	I-2	I-1	Model
AbsAAA	EarnVar	AQ	CFEARNQ	Variable
۰/۵۴۰	۰/۵۳۹	۰/۵۶۸	۰/۵۶۵	Constant
۴/۳۷۱**	۴/۳۳۵**	۴/۵۹۰**	۴/۵۷۵**	t-Stat
(-۰/۰۹۴)	(۰/۰۳۷)	(-۰/۱۲۴)	(-۰/۱۲۲)	EarnQual.
(۲/۳۹۶*)	(۲/۱۵۶*)	(۱/۹۶۵*)	(۲/۱۲۷*)	t-Stat
(-۰/۱۶۵)	(-۰/۱۷۶)	(-۰/۱۹۵)	(-۰/۱۹۳)	LnMVE
(۱/۶۲۵)	(۱/۹۹۲)	۱/۹۹۶*	(۱/۹۲۰)	t-Stat
(-۰/۰۰۲)	۰/۰۰۷	(-۰/۰۲۷)	(-۰/۰۲۵)	LnBM
(-۰/۰۲۲)	۰/۰۷۳	(-۰/۲۹۳)	(-۰/۲۶۸)	t-Stat
۰/۰۷۶	۰/۰۸۳	۰/۰۶۷	۰/۰۶۸	ROA
۰/۹۸۴	۱/۰۷۶	۰/۸۷۳	۰/۸۸۲	t-Stat
(-۰/۰۶۰)	(۰/۰۶۲)	(-۰/۰۷۱)	(-۰/۰۷۰)	Beta
(-۰/۸۲۱)	(-۰/۸۴۸)	(-۰/۹۷۱)	(-۰/۹۶۰)	t-Stat
۱/۸۶۴	۱/۷۳۷	۱/۹۹۷	۱/۹۵۸	Durbin-Watson
۳/۹۹۰	۳/۲۵۴	۲/۲۰۴	۶/۸۷۵	F-Stat
۰/۳۱۰	۰/۰۲۹	۰/۰۴۷	۰/۰۰۱	P- Value
۰/۰۳۳	۰/۰۳۶	۰/۰۳۷	۰/۰۳۹	Adjusted R ²

** معنادار در سطح ۱٪ و * معنی‌دار در سطح ۵٪

با این حال، در خصوص نوع این رابطه، (فرضیه‌های فرعی الف و ب مرتبط با فرضیه اول تحقیق)، با توجه به منفی بودن ضرایب برازش شده برای تمامی معیارهای اندازه‌گیری کیفیت سود، می‌توان نتیجه گرفت این رابطه در بین شرکت‌های مورد بررسی از نوع مکمل است، به این صورت که بین کیفیت سود و میزان افشای صورت گرفته توسط شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق رابطه‌ای مستقیم و معنی‌دار برقرار است. نتایج حاصله با یافته هایورثیا (۱۹۹۰:۳۷۵) و لوبو و ژو (۲۰۰۰:۴۵۵) مطابقت دارد.

نگاره ۳: نتیجه آزمون فرضیه دوم و سوم تحقیق

در حالت عدم ورود متغیرهای کنترل مرتبط با ریسک			در حالت ورود متغیرهای کنترل مرتبط با ریسک			Variable
Both	CF(Earn Qual)	VDI	Both	CF(Earn Qual)	VDI	
-۰/۱۲۲	-۰/۰۹۵	-۰/۱۲۲	۰/۳۸۷	۰/۳۸۶	۰/۳۶۷	(Constant)
-۰/۶۸۷	-۰/۵۶۰	-۰/۶۸۷	۱۰/۷۶۳**	۲۴/۹۰۶**	۱۰/۷۵۴**	t- Stat
-۰/۰۳۴		-۰/۷۳۷	-۰/۰۰۲		-۰/۰۱۲	VDI
-۰/۵۲۱		-۰/۳۴۲	-۰/۰۳۰		-۲/۳۸۷*	t- Stat
-۰/۱۱۶	-۰/۱۲۰		-۰/۱۱۴	-۰/۱۱۴		CFEearnQ
-۲/۷۸۸*	-۲/۴۷۳*		-۲/۲۲۱*	-۳/۰۰۷*		t- Stat
۰/۲۴۴	۰/۲۳۹	۰/۲۴۴				LnMVE
۲/۷۳۰*	۲/۶۹۳*	۲/۷۳۰*				t- Stat
-۰/۰۰۷	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۷				LnBM
-۰/۰۸۰	-۰/۰۸۹	-۰/۰۸۰				t- Stat
۰/۲۰۱	۰/۱۹۸	۰/۲۰۱				Beta
۲/۸۷۰*	۲/۸۵۰*	۲/۸۷۰*				t- Stat
۱/۸۳۹	۱/۸۵۴	۱/۶۸۱	۱/۹۵۰	۱/۸۵۷	۱/۹۵۳	Durbin-Watson
۵/۰۳۲	۶/۲۴۲	۶/۰۱۲	۳/۴۹۸	۳/۰۰۸	۲/۳۴۸	F- Stat
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۳	۰/۰۰۴	۰/۰۲۱	P-Value
۰/۰۸۱	۰/۰۸۴	۰/۰۲۸	۰/۰۱۶	۰/۰۰۹	۰/۰۴۲	Adjusted R ²

** معنی دار در سطح ۱٪ و * معنی دار در سطح ۵٪

نتایج آزمون فرضیه دوم در نگاره ۳ آورده شده است. همانطور که در نگاره ۳، ملاحظه می شود، قدرمطلق آماره t مربوط به متغیر افشای اختیاری در ارتباط با هزینه سرمایه شرکت ها، در شرایطی که اثرات کیفیت سود کنترل نشده باشد، در صورت عدم ورود سایر متغیرهای کنترلی (مدل ۲-۱) برابر با ۲/۳۸۷ و در صورت ورود سایر متغیرهای کنترلی (مدل ۲-۴) برابر با ۰/۳۴۲ است، که تنها در حالت اول از مقدار آماره t بدست آمده از نگاره با همان درجه آزادی (۱/۹۶) بیشتر است. بر این اساس، فرضیه دوم تحقیق، مبنی بر برقراری رابطه معنادار بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری تنها در شرایط عدم ورود متغیرهای کنترلی مرتبط با ریسک (مدل ۲-۱) پذیرفته می شود. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪، در صورت عدم توجه به متغیرهای کنترلی مرتبط با ریسک، فرض برقراری رابطه معنادار بین هزینه سرمایه و میزان افشای اختیاری صورت گرفته توسط شرکت ها پذیرفته می شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم نیز در نگاره ۳ آورده شده است. همانطور که در نگاره ۳ ملاحظه می شود، قدرمطلق آماره t مربوط به متغیر افشای اختیاری در ارتباط با هزینه سرمایه شرکت ها، در شرایط کنترل اثرات مربوط به کیفیت سود، در صورت عدم ورود سایر متغیرهای کنترلی (مدل

۰/۵۲۱ (۳-۲) برابر با ۰/۰۳۰ و در صورت ورود سایر متغیرهای کنترلی (مدل ۲-۶) برابر با ۰/۵۲۱ است، که هر دو کوچکتر از آماره t نگاره با همان درجه آزادی (۱/۹۶) است. بر این اساس، فرضیه سوم تحقیق، مبنی بر این که با کنترل اثرات کیفیت سود، بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری شرکت‌ها رابطه معنی‌داری برقرار است را نمی‌توان پذیرفت. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ در صورت کنترل اثرات مربوط به کیفیت سود، بین هزینه سرمایه و میزان افشای اختیاری صورت گرفته توسط شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج حاصله با یافته‌های فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸: ۸۳) مطابقت دارد.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای تحقیق

نتایج بدست آمده از تحقیق حاکی از شواهدی است که نشان می‌دهد، در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران و بر اساس بررسی‌های به عمل آمده بر روی شرکت‌های نمونه این تحقیق در بازه زمانی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۹۲ و مشتمل بر ۷۷ شرکت، بین کیفیت سود و میزان افشا توسط شرکت‌ها رابطه مستقیم و معنی‌داری برقرار است. بنابراین با افزایش کیفیت اطلاعات (نظیر افزایش کیفیت اطلاعات در اختیار مدیریت)، انگیزه مدیران برای افشای اطلاعات نیز افزایش می‌یابد. عوامل ریسک شناسایی شده بر هزینه حقوق صاحبان سهام براساس تحقیقات قبلی (نظیر فاما و فرنچ، ۱۹۹۳: ۶) و فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴: ۹۸۹) شامل اندازه شرکت، بتا و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار می‌باشد که تنها در صورت عدم توجه به متغیرهای کنترلی مرتبط با ریسک، رابطه معناداری بین هزینه سرمایه و میزان افشای اختیاری صورت گرفته توسط شرکت‌ها برقرار است. با کنترل اثرات کیفیت سود، بین هزینه سرمایه و افشای اختیاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

با توجه به یافته‌های پژوهش محرک اصلی هزینه سرمایه پایین، کیفیت سود بالاست و نه افشای بیشتر. شرکت‌هایی که سود آنها با کیفیت است ریسک پایین تری برای جلب نظر سرمایه‌گذاران به منظور تامین مالی دارند. از این رو تامین‌کنندگان منابع شرکت‌ها به دنبال سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی هستند که دارای سودهای باکیفیت هستند. این نتایج نقش کیفیت سود را در تاثیرگذاری بر تصمیمات افشای اختیاری برجسته می‌کند. این یافته‌ها بر اهمیت ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری به ویژه ویژگی‌های کیفی سود می‌افزاید. بنابراین به نظر می‌رسد در راستای مباحث مربوط به ارزش‌گذاری شرکت‌ها و ریسک‌های سرمایه‌گذاری، در کنار سایر عوامل موثر، به ویژگی‌های کیفی سود توجه بیشتری شود.

با توجه به نتایج این مطالعه به مدیران شرکتها پیشنهاد می‌گردد در راستای بهبود کیفیت سود از ابزار افشای اختیاری بیشتر استفاده نمایند. نظر به اینکه اقلام تعهدی جزو آن دسته از اطلاعات مالی هستند که امکان مدیریت و دست‌کاری بیش‌تری دارند، و با توجه به تاثیر این اقلام در

افزایش سطح هزینه سرمایه، به تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود تا تاکید بیشتر روی کیفیت و الزامات افشای این اقلام در استانداردهای حسابداری کاهش قابلیت دستکاری آن‌ها را فراهم آورد. به سازمان بورس اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌گردد از ابزارهای تشویقی برای افزایش افشای اختیاری توسط شرکتها استفاده نماید. افزایش افشا می‌تواند منجر به افزایش اطلاعات در دسترس سرمایه گذاران و در نتیجه بهبود تصمیمات اقتصادی آنان گردد. هر تحقیقی متأثر از محدودیت‌هایی است که لزوماً قابل کنترل نبوده و باید در تعمیم یافته‌های تحقیق به آنها توجه نمود. در این تحقیق از مدل گوردون به منظور محاسبه هزینه سرمایه سهام اسفاده شده است این امر ممکن است تعمیم نتایج را با محدودیت مواجه سازد.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------------|-------------------------|
| 1- Verrecchia | 10- Lobo and Zhou |
| 2- Francis et al. | 11- Saynei and Herman |
| 3- Watson et al. | 12- Barth et al. |
| 4- Lobo and Zhou | 13- Blanco et al. |
| 5- Diamond and Verrecchia | 14- Dechow and Dichev's |
| 6- Zhang | 15- McNichols's |
| 7- Marinovic and Sridhar | 16- Jones |
| 8- Ross | 17- Fama and French |
| 9- Xiao et al. | |

کتاب‌نامه

۱. ایزدی نیا، ناصر و رسائیان، رسول. (۱۳۹۰). ساز و کار نظام حاکمیت شرکتی و کیفیت سود، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، (۱۱): ۵۱-۷۵.
۲. ایزدی نیا، ناصر و سروش یار، افسانه (۱۳۸۸)، مروری بر ادبیات افشای اختیاری نقش حسابرسان و تحلیل گران مالی، حسابدار رسمی، ۶: ۴۶-۵۱.
۳. بولو، قاسم، افسر، امیر و طهماسب زاده بانی، میثم. (۱۳۹۱). نسبت‌های مالی و هزینه سهام عادی، مجله پیشرفت‌های حسابداری، (۱۱): ۱-۲۶.
۴. پورحیدری، امید، حسین پور، حمزه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها، چشم‌انداز مدیریت مالی، (۵): ۹-۲۸.
۵. پورزمانی، زهرا و منصوری، فرناز. (۱۳۹۴). تاثیر کیفیت افشا، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، (۲۵): ۷۹-۹۶.
۶. ثقفی، علی، بولو، قاسم. (۱۳۸۸). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، (۲): ۴-۲۷.

۷. رزمیان فیض آبادی، علیرضا و هشی، عباس.(۱۳۹۲). بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر محتوی اطلاعاتی سود و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابداری*، ۴(۱۳): ۱۰۵ - ۱۲۷.
۸. ستایش، محمدحسین، کاظم نژاد، مصطفی، ذوالفقاری، مهدی.(۱۳۸۹). بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش های حسابداری مالی*، ۵(۹): ۱۵ - ۳۰.
۹. ظریف فرد، احمد، جهانخانی، علی.(۱۳۷۸). شناسایی و تحلیل عوامل مرتبط با ارزیابی کیفیت سود بنگاههای اقتصادی ایران، *پایان نامه دکتری*، دانشگاه تهران.
۱۰. کاشانی پور، محمد، رحمانی، علی و پارچینی، سید مهدی.(۱۳۸۸). رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیر موظف، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۷): ۸۵ - ۱۰۰.
۱۱. کردستانی، غلامرضا، مجدی، ضیاءالدین.(۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگیهای کیفی سود و هزینه سهام عادی، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۱۴(۴۸): ۸۵ - ۱۰۴.
۱۲. ملکیان، اسفندیار، عدیلی، مجتبی، ابراهیمیان، سید جواد و امیرپورملا، رجب.(۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجموعه مقالات نهمین همایش حسابداری ایران*، زاهدان، دانشگاه سیستان و بلوچستان، ۲۱ و ۲۲: ۱۵۸ - ۱۶۸.
۱۳. مهرآذین، علیرضا و عباس نژاد، فاطمه.(۱۳۹۲). اثر محافظه کاری و افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی، *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۳(۹): ۹۳ - ۱۱۰.

14. Barth M.Y, Konchitchki R, Landsman W.R.(2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55: 206-224.

15. Blanco B, Garcia Lara J, Josep Tribo J.(2014). The Relation between Segment disclosure and Earning Quality. *J. Account . Public Policy*, 33: 449-469

16. Dechow P, Dichev I.(2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77: 35-59.

17. Fama E , French K.(1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 3: 33-56.

18. Francis J, Nanda D J, Olsson P.(2008). Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46: 53-99.

19. Francis J, Lafond R, Olsson p, Schipper K.(2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79: 967-1010

20. Francis J, Lafond R, Olsson P, Schipper K.(2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2): 295-327.

21. Jones J.(1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29: 193-228.

22. Kim O, Verrecchia R.(1994). Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements. *Journal of Accounting & Economics*, 17: 41-67.

23. Lobo J, Zhou J .(2001). Disclosure quality and earnings management. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8(1): 1-20.
24. Marinovic. I, Sridhar S.S .(2015). Discretionary disclosures using a certifier. *Journal of Accounting and Economics*, 59: 25–40.
25. McNichols M .(2002). Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77: 61–90.
26. Ross S.A .(1979). The economics of information and the disclosure regulation debate, in: Edwards, F. (ed). *Issues in Financial Regulation, New York, McGraw-Hill*: 177-202
27. Saini J, Hermann D .(2011). Cost of Capital, Information Asymmetry, And Segment Disclosure. *Journal of Business Accounting Research* , 48: 285-325
28. Verrecchia R .(1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting & Economics* ,5: 179–194.
29. Verrecchia R .(1990). Information Quality and Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 12, 365–380.
30. Watson A, Shrivess p, Marston C .(2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34: 289-313.
- 31 .Xiao J.Z, Yang H, Chow C.W .(2004). The determinants and characteristics of voluntary internet-based disclosure by listed Chinese companies *Journal of Accounting and Public Policy*, 23: 191-225
32. Zhang G .(2001). Private information production, public disclosure, and the cost of capital: Theory and implications. *Contemporary Accounting Research*, 18: 363–384.

Archive SID