

The Effect of Disclosure Quality Rank and Proper Notifications on the Debt Capacity

Vahab Rostami*

Department of Economics and Social Science, Payam Noor University, Tehran, Iran.
Corresponding author`s: vahab.rostami@gmail.com

Leyla Rezaei

Master Student in Accounting Payam Noor University, Behshar Branch.
leyla.rezaei88@gmail.com

Abstract

Purpose: Current research is willing to trace the effect of disclosure quality rank and proper notifications on debt capacity of the companies.

Methodology: To achieve research aim were elected 132 companies by systematic elimination pattern and wanted data for research variables along the years 2013-2017 gathered and hypothesis model was tested with the help of multiple regression analysis. In order to measure the debt capacity (as a dependent variable of research), the model previously developed by Frank Goyal (2009) and to assess the ranking of the disclosure quality (independent variable of the research) of the rankings declared in the "Quality ranking Disclosure and proper notification" of stock exchange organization has been used.

Findings: The result of the hypothesis test showed that the ranking of disclosure and proper notifications has a positive and significant effect on the borrowing capacity of the companies.

Conclusion: Companies with higher disclosure rank have higher borrowing capacity also.

Contribution: Research finding, in addition to extending the theoretical foundations of past research, contains valuable concepts to managers and regulatory bodies about importance of companies' financial information disclosure quality and rank. Qualitative disclosure not only reduces investors' uncertainty but also creditors' and upon that their required return and in final lead to increasing company's borrowing capacity.

Keywords: Disclosure quality rank and proper notifications, Debt Capacity, Reliability and Timeliness.

تأثیر رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب بر ظرفیت بدهی

وهاب رستمی

استادیار گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، vahab.rostami@gmail.com

لیلا رضائی*

دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه پیام نور، مرکز بهشهر، leyla.rezaei88@gmail.com

چکیده

هدف: هدف پژوهش حاضر ردیابی تأثیر رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب روی ظرفیت بدهی شرکت‌ها می‌باشد.

روش پژوهش: برای حصول به اهداف تحقیق تعداد ۱۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طبق الگوی حذف سیستماتیک انتخاب و داده‌های متغیرهای تحقیق در طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ گردآوری و مدل فرضیه با کمک آزمون رگرسیون خطی چندگانه آزمون شد. برای سنجش ظرفیت بدهی (به عنوان متغیر وابسته تحقیق) از مدل قبلی فرانک گویال (۲۰۰۹) و برای ارزیابی رتبه کیفیت افشا (متغیر مستقل تحقیق) از رتبه‌های اعلام شده در اطلاعیه «رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب» سازمان بورس اوراق بهادار استفاده شده است.

یافته‌ها: نتیجه حاصل از آزمون فرضیه نشان داد رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب بر ظرفیت استقراض شرکت تأثیر معنادار مثبت دارد.

نتیجه‌گیری: شرکت‌های با رتبه افشا بالاتر ظرفیت قرض‌گیری بالاتری نیز دارا هستند.

دانش افزایی: یافته تحقیق علاوه بر توسعه مبانی نظری تحقیقات پیشین، حاوی مفاهیم ارزشمندی برای مدیران شرکت‌ها و مراجع حرفه‌ای درباره اهمیت کیفیت و رتبه افشا اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌باشد. افشای با کیفیت نه تنها ابهام‌های سرمایه‌گذاران بلکه دغدغه اعتباردهندگان و به تبع آن بازده مورد درخواست ایشان را نیز تقلیل داده و در نهایت منجر به افزایش ظرفیت قرض‌گیری شرکت خواهد شد.

واژگان کلیدی: رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب، ظرفیت بدهی، قابلیت اتکا و به موقع بودن

۱- مقدمه

یکی از دغدغه‌های همیشگی مدیران مالی شرکت‌ها بحث تأمین مالی می‌باشد. به دلیل اهمیت بالای تأمین به صرفه منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها برای تداوم فعالیت و رشد ایشان، تحقیقات بسیاری در راستای یافتن راهکارهای مناسب برای تأمین مالی بهینه شرکت‌ها انجام شده و نظریه‌های بسیاری ارائه شده و توسعه دانش و نظریه‌های مرتبط با این امر نیز مورد اقبال همیشگی مراجع حرفه‌ای مالی و حسابداری می‌باشد (کردستانی و نجفی، ۱۳۸۹؛ ۷۸). بر پایه نظریه سلسه مراتب تأمین مالی، مدیران شرکت‌ها جهت تأمین مالی منابع مورد نیاز خود جهت سرمایه‌گذاری و افزایش ظرفیت‌های عملیاتی شرکت، ابتدا به منابع داخلی رجوع می‌نمایند که اغلب به دلیل عدم تکافوی منابع داخلی شرکت، برای تأمین کسری وجوه مورد نیاز ناگزیر به استفاده از منابع برون سازمانی روی می‌آورند. تأمین مالی برون سازمانی عمدتاً از دو منبع اخذ وام و صدور سهام میسر می‌باشد که استفاده از استقراض به دلیل قابل کسر بودن هزینه بهره برای مقاصد مالیاتی و ارزان تر بودن نرخ بهره پرداختی، نسبت به صدور سهام ارجحیت دارد که وجود مقادیر متناسبی از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت‌ها مؤید این امر است. در همین رابطه لمون و زندر^۱ (۲۰۱۰؛ ۱۶۱) با بررسی ظرفیت بدهی و آزمون نظریه‌های ساختار سرمایه نشان دادند که در صورت نیاز به منابع برون سازمانی و در غیاب محدودیت‌های ظرفیت بدهی، تأمین مالی از طریق بدهی به انتشار سهام ارجحیت دارد. با این حال افراط در این امر باعث افزایش ریسک ورشکستگی شرکت می‌شود چرا که ممکن است، شرکت نتواند سطح فروش و سودآوری فعلی را در آینده حفظ کند در حالی که مجبور به پرداخت اقساط وام‌هایش می‌باشد (تهرانی، ۱۳۹۱؛ ۴۸۹). در کنار وضعیت عملیاتی، اعتبار شرکت‌ها تا حدود زیادی به ساختار سرمایه آن‌ها نیز وابسته است. بحث‌های ساختار سرمایه در ادبیات مالی در پی وصول به نقطه بهینه ترکیب سرمایه و بدهی برای ساختار سرمایه می‌باشد، ساختار سرمایه نامناسب همه زمینه‌های فعالیت یک واحد تجاری را تحت شعاع قرار داده و منجر به بروز مسائلی نظیر افزایش هزینه سرمایه شرکت، کاهش ارزش، افزایش ریسک و در نهایت ورشکستگی واحد تجاری خواهد شد.

بر این اساس یکی از حوزه‌های مورد علاقه مدیران شرکت‌ها، تعیین ظرفیت بدهی شرکت و توان قرض‌گیری با مخاطره کم، آتی می‌باشد. شیام، ساندر و مایرز^۲ (۱۹۹۹؛ ۲۲۰) چیرینکو و سینگا^۳ (۲۰۰۰؛ ۴۱۲) ظرفیت بدهی را کسری از نسبت بدهی تعریف کردند در آن مقطع، هزینه ورشکستگی مالی، فرصت استفاده بیشتر از بدهی را از بین می‌برد. آبشت و سعیدی (۱۳۹۲؛ ۴۳) نیز با بررسی ظرفیت بدهی شرکت‌های داخلی آن را به شکل حداکثر توانایی ایجاد بدهی مالی به وسیله شرکت تعریف کرده و هدف از بررسی آن را ارائه راهکاری می‌داند که می‌توان با

بکارگیری آن، به استفاده مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و همچنین جلوگیری از به هدر رفتن منابع اقدام کرد.

فاکتورهای مختلفی بر ظرفیت بدهی شرکت تأثیرگذار هستند که موضوع تحقیقات مختلف داخلی و خارجی بوده‌اند نظیر مایرز^۴ (۱۹۷۴)، فردیناند^۵ (۱۹۹۹)، کانتر^۶ (۲۰۰۴) و ژانگ^۷ (۲۰۱۳). با این حال در اغلب تحقیقات داخلی نظیر سعیدی و آبشت (۱۳۹۲) تأثیر ماهیت فعالیت‌های عملیاتی شرکت و نوع صنعت و وضعیت بازار بر ظرفیت بدهی شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. با اینحال به نظر می‌رسد یکی دیگر از فاکتورهای تأثیرگذار بر ظرفیت بدهی شرکت میزان عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و نهاد تأمین مالی کننده باشد. طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل وجود نابرابری اطلاعاتی و عدم دسترسی یکسان مشارکت کنندگان در بازارهای مالی به اطلاعات یکسان، ابهام میان ایشان افزایش یافته و ایشان به واسطه دغدغه خود، ریسک اطلاعاتی سرمایه‌گذاری و اعتباردهی را بالا ارزیابی کرده و جهت جبران زیان بالقوه ناشی از تصمیم‌گیری نادرست، بازده مورد درخواستی خود را افزایش می‌دهند که نتیجه آن در نهایت در هزینه بالای سرمایه و کاهش ظرفیت قرض‌گیری اقتصادی آتی بنگاه اقتصادی تبلور می‌یابد. یکی از معیارهای که ریسک اطلاعاتی را می‌تواند پوشش دهد، معیار کیفیت افشا توسط شرکت است. کیفیت افشای بالا می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مسئله انتخاب نادرست را کاهش دهد. افشای کامل اطلاعات همراه با شفافیت گزارشگری مالی می‌تواند شرایط مطمئنی را ایجاد کند و اعتماد سرمایه‌گذاران را ارتقا دهد (کردستانی و علوی، ۱۳۸۹؛ ۴۳). پژوهش حاضر با تمرکز بر این موضوع در پی آزمون تجربی وجود رابطه معنی‌دار میان رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب - به عنوان یکی از عمده راهکارهای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی - و ظرفیت بدهی شرکت‌ها توجه به اهمیت کیفیت افشا و همچنین ظرفیت وام‌گیری شرکت‌ها می‌باشد، و اینکه آیا شرکت‌هایی که رتبه افشای بالاتری داشتند با کاهش دغدغه اعتباردهندگان علاوه بر سرمایه‌گذاران موجب کاهش بازده درخواستی ایشان و به تبع آن هزینه تأمین مالی بدهی شده که نتایج آن در افزایش ظرفیت وام‌گیری شرکت‌های مذکور متجلی می‌شود؟ در این راستا انتظار می‌رود که شرکت‌های با رتبه کیفیت افشا بالاتر به دلیل حداقل بودن سطح نابرابری اطلاعاتی در فضای کسب و کارشان از ظرفیت وام‌گیری بالاتری نیز برخوردار باشند. در واقع پژوهش به منظور فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با تأثیرات رتبه کیفیت افشا بر ظرفیت بدهی شرکت‌ها انجام پذیرفته است. عمده تحقیقات انجام شده داخلی و خارجی در حوزه ظرفیت بدهی به بررسی تأثیر فاکتورهای عملیاتی شرکت‌ها بر روی ظرفیت قرض‌گیری شرکت پرداخته‌اند و محققین حین بررسی به تحقیقی که به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر ظرفیت قرض‌گیری شرکت باشد به ویژه داخل کشور برخورد ننموده است و وجود خلاء تحقیقاتی در این رابطه، نویسندگان را متقاعد کرد که انجام پژوهش حاضر ضمن داشتن نوآوری، سودمندی لازم را داشته، و نتایج پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی

نظری پژوهش‌های گذشته در حوزه تحقیقات حسابداری و مالی گردد و ارزش انجام شدن را دارد. در ادامه مقاله، ابتدا بر اساس مبانی نظری و ادبیات تحقیق، فرضیه پژوهش استنتاج شده و سپس پیشینه تحقیق ارائه گردید. بعد از آن روش پژوهش، شامل شیوه اجرای طرح پژوهش، نمونه، جمع‌آوری داده‌ها و نحوه آزمون فرضیه ارائه می‌شود. در نهایت، نتایج آماری آزمون‌ها بیان شده و بر مبنای یافته‌ها، سعی در ارائه پیشنهادهایی عملیاتی بوده که امید می‌رود راهگشای تگناهای موجود در این حوزه علمی بوده و سهم ناچیزی در دانش‌افزایی علمی آن داشته باشد.

۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه

مطابق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، مدیران شرکت‌ها برای تأمین منابع مورد نیاز اجرای پروژه‌ها بعد از منابع انباشته شده در شرکت به منابع برون سازمانی رجوع خواهند کرد که به واسطه مزایای پیش گفته، تأمین مالی از محل بدهی را به صدور سهام ترجیح می‌دهند. با این حال افراط در این امر منجر به افزایش ریسک ورشکستگی شرکت خواهد شد. بر این اساس شرکت‌ها دنبال یافتن ترکیب بهینه بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تأمین سرمایه شرکت می‌باشند که به ترکیب بهینه ساختار سرمایه شرکت اشاره دارد. مفهوم ظرفیت بدهی زمانی مطرح می‌شود که ظرفیت مالی یا جریان نقدی شرکت‌ها در ایجاد بدهی مبنای تعیین ساختار سرمایه باشد. در این راستا تعیین سقف مناسب بدهی شرکت و میزان ظرفیت قرض‌گیری آتی از اهمیت بسزایی برخوردار است. از سوی دیگر تصمیمات اتخاذ شده توسط سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان تأثیرات عمده‌ای در تخصیص منابع مالی شرکت دارد. ارائه‌دهندگان منابع مالی با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌ها بازده مورد انتظار خود را برآورد کرده و معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود توسط تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر مبنای آن، تصمیم‌گیری صورت می‌پذیرد (لامبرت و همکاران^۱، ۲۰۰۶؛ ۱). لذا برای اینکه اطلاعات مالی گزارش شده بتواند مبنای ارزیابی عملکرد و توان سودآوری یک شرکت به استفاده‌کنندگان قرار گرفته و ایشان به اتکای این اطلاعات، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، ارائه اطلاعات باید به نحوی باشد که ارزیابی عملکرد گذشته شرکت را ممکن سازد و در سنجش سودآوری و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی مؤثر باشد. بنابراین علاوه بر اینکه ارقام مندرج در گزارشگری مالی برای سرمایه‌گذاران مهم است و بر تصمیم‌های آن‌ها تأثیر دارد، کیفیت گزارشگری و افشا نیز به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات مالی مورد توجه خاص سرمایه‌گذاران است (پورزمانی و منصور، ۱۳۹۴؛ ۸۰). علاوه بر این افشای اطلاعات، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تأمین مالی را در بردارد (ناظمی و نصیری، ۱۳۹۳؛ ۹۹). یکی از عوامل فزاینده ریسک اطلاعاتی وجود عدم تقارن اطلاعاتی میان مشارکت‌کنندگان در بازارهای سرمایه می‌باشد. طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، در شرکت‌هایی

فاقد افشای کافی و مناسب وضعیت مالی و نتایج عملکرد، سرمایه‌گذاران و سایر تأمین مالی کنندگان به دلیل عدم آگاهی از وضعیت عملیاتی و مالی شرکت و تردید در بازگشت اصل و فرع سرمایه خود، دغدغه و نگرانی بالایی برای اعطای منابع مالی به شرکت مذکور دارند. بر این اساس برای کاستن آثار زیانبار نابرابری اطلاعاتی، شرکت‌ها با افشای کافی و منظم اطلاعات مرتبط با عملکرد و وضعیت مالی، دغدغه و نگرانی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان مذکور را کاسته و با جلب اعتماد ایشان و کاهش ریسک اطلاعاتی نرخ بازده درخواستی ایشان را پایین می‌آورند که در نهایت این امر در هزینه سرمایه پایین شرکت متجلی خواهد شد. بروان و هیلیجست^۹ (۲۰۰۷؛ ۴۴۳) نشان دادند بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار منفی وجود دارد. آمیهود و مندلسون^{۱۰} (۱۹۸۶؛ ۲۴۶) نیز نشان دادند که هر چه کیفیت افشای اطلاعات پایین‌تر و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران به جهت پذیرش ریسک بیشتر، هزینه سرمایه بالاتری را مطالبه می‌کنند. هزینه سرمایه نیز یک شاخص مهم برای مدیران و ارائه‌دهندگان منابع مالی در بازار سرمایه است و از آن برای اندازه‌گیری اثرات کیفیت افشا استفاده می‌شود (چینل^{۱۱}، ۲۰۰۹؛ ۲۳). تحقیقات متعددی به بررسی رابطه کیفیت افشا و هزینه سرمایه پرداخته‌اند و شواهد تجربی زیادی حاکی از آن است که رابطه معکوس و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه وجود دارد. بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند از طریق افزایش کیفیت افشا، هزینه سرمایه خود را کاهش دهند (گیل، ویجی و جا^{۱۲}، ۲۰۰۹؛ ۷).

در داخل کشور نیز ستایش و همکاران (۱۳۹۰؛ ۵۵) و پورحیدری و همکاران (۱۳۹۳؛ ۹۱) مدارکی فراهم کردند که نشان می‌داد با افزایش کیفیت افشا و به تبع آن، کاهش ریسک اطلاعاتی شرکت، هزینه سرمایه سهام عادی کاهش می‌یابد. گزارش‌های قابل اتکا و به موقع باعث می‌شود که افراد بتوانند به درستی چشم‌اندازهای آتی شرکت را ارزیابی نمایند این امر باعث کاهش نرخ بازده مورد انتظار شده و کاهش هزینه سرمایه را به دنبال خواهد داشت که در نهایت منجر به بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت خواهد شد (اعتمادی، ۱۳۹۱؛ ۷۵). مطابق تحقیق والاس و همکاران^{۱۳} (۱۹۹۴؛ ۵۵) نیز شرکت‌ها با افزایش مبلغ بدهی‌ها می‌کوشند با افشای بیشتر و کاهش عدم اطمینان اعتباردهندگان نیازهای اطلاعاتی را تأمین نمایند. با افزایش اهرم مالی امکان انتقال ثروت از وام‌دهندگان به سهامداران و مدیران افزایش می‌یابد بنابراین می‌توان انتظار داشت با افزایش اهرم مالی، کیفیت افشا نیز بالا رود (جنسن و مک‌لینگ^{۱۴}، ۱۹۷۶؛ ۳۰۵).

در این رابطه تحقیق حاضر نیز بر پایه دو نظریه سلسله مراتب تأمین مالی و عدم تقارن اطلاعاتی پایه‌گذاری شده و اینکه انتخاب‌های تأمین مالی شرکت، بستگی به میزان بدهی دارد که شرکت توانایی تحمل آن را داشته باشد. همان‌گونه لمون و زندر (۲۰۱۰؛ ۱۱۸۷) عنوان کردند مطابق نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، ظرفیت بدهی نوعی محدودیت مالی تلقی می‌شود. با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی در این نظریه، شرکت‌ها می‌بایست مقداری ظرفیت استقراض ذخیره داشته

باشند، تا در صورت نیاز به بدهی بتوانند از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهره‌مند شوند. نتایج پژوهش دنیس^{۱۵} (۲۰۱۱؛ ۶۶۷) نیز با نظریه سلسه مراتب تأمین مالی و انعطاف‌پذیری مالی مبنی بر داشتن ظرفیت مازاد بدهی و برتری تأمین مالی از طریق بدهی بر تأمین مالی به وسیله سرمایه مطابقت دارد. اریس و همکاران^{۱۶} (۲۰۰۷؛ ۳۲۱) در نهایت نتایج تحقیق استیکنی و همکاران^{۱۷} (۲۰۰۷) نیز آشکار ساخت که وام‌دهندگان برای شرکت‌هایی که بین خود و سرمایه‌گذاران از نظر ریسک شرکت عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد کرده‌اند، محدودیت استفاده از بدهی در نظر می‌گیرند.

۲-۱- ظرفیت بدهی

سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه و اعتباردهندگان شرکت حین ارزیابی نحوه ایفای وظیفه مباشرتی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری و اعتباردهی، در کنار توجه به وضعیت مالی و نتایج عملکرد شرکت‌ها به انعطاف‌پذیری مالی آن‌ها در باب توانایی ایشان در بهره‌گیری از فرصت‌های غیرمنتظره، سودآوری و اجتناب از زیان‌های رویدادهای ناخواسته نیز توجه ویژه‌ای دارند. به همین منظور گروهی از مدیران با به کارگیری سیاست نگهداری وجه نقد کافی و دسته‌ای دیگر نیز از طریق اعمال خط‌مشی محافظه‌کارانه بدهی مبتنی بر عدم اخذ زیاد وام و قرض‌گیری و نگهداری ظرفیت مازاد بدهی، سعی در حفظ انعطاف‌پذیری مالی داخلی خود دارند. چو^{۱۸} (۲۰۱۲؛ ۲) با بررسی ارتباط متقابل مهم‌ترین اجزای انعطاف‌پذیری مالی داخلی (ظرفیت بدهی و میزان نگهداشت منابع نقدی) شرکت‌های مالزی در طول سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۸ نشان داد که ظرفیت بدهی به عنوان یک عامل مؤثر در پیش‌بینی سطح نگهداشت منابع نقدی است، همچنین منابع نقدی نیز به عنوان یک عامل مؤثر در پیش‌بینی ظرفیت بدهی شرکت‌های مالزی است. مشابه تحقیق چو، نتایج پژوهش پیری و همکاران (۱۳۹۶؛ ۲۱۹) نیز حاکی از آن بود که سطح نگهداشت منابع نقدی نیز به عنوان یکی از عوامل مؤثر در تعیین ظرفیت بدهی شرکت‌ها می‌باشد. جگی و فردیناند^{۱۹} (۱۹۹۹؛ ۳۷۱) نیز با بررسی تأثیر جریان‌های نقدی آزاد روی میزان بدهی نشان دادند که با افزایش وجوه نقد آزاد شرکت‌ها، تمایل اعتباردهندگان به اعتباردهی بیشتر می‌شود و این تمایل و علاقه به افزایش میزان بدهی منجر می‌شود. صرف‌نظر از نتایج پژوهش دنیس (۲۰۱۱؛ ۶۶۷) که بیانگر ارجحیت انعطاف‌پذیری مالی از طریق بدهی بر انعطاف‌پذیری مالی از طریق نگهداری وجوه نقد است، تعیین ظرفیت مطلوب بدهی و نگهداری ظرفیت مازاد بدهی برای تأمین نیازهای مالی پیش‌بینی نشده آتی یکی از دغدغه‌های همیشگی مدیران شرکت‌ها می‌باشد. مون و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۵؛ ۳۳۳) در پژوهش خود اشاره نمودند که شرکت‌های با تعهد کمتر پرداخت و ظرفیت بالای بدهی نسبت به شرکت‌های با ظرفیت بدهی پایین، از پتانسیل بیشتری برای استقراض آتی برخوردار هستند تا سرمایه‌گذاری‌های را که به عنوان فرصت رشد شرکت تلقی می‌شوند، تأمین مالی کنند و این ویژگی در طول زمان به آن‌ها مزیت رقابتی می‌دهد. مستشاری

(۱۳۹۲؛ ۱) نیز رابطه مثبت میان ظرفیت بدهی و انعطاف‌پذیری تأیید کرد و نشان داد که شرکت‌های با ظرفیت بالای بدهی قدرت انعطاف‌پذیری بالایی نیز دارند. تعیین ظرفیت بدهی یکی از راه‌هایی است که می‌توان با بکارگیری آن، به استفاده مناسب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، و همچنین جلوگیری از به هدر رفتن منابع اقدام کرد. هس و ایمنکوتر^{۲۱} (۲۰۱۴؛ ۳) در تحقیق خود مدارکی فراهم کردند که نشان می‌داد شرکت‌های با ظرفیت بالای بدهی استفاده نشده، برای فرصت سرمایه‌گذاری آتی خود اقدام به استقراض بیشتر و انتشار بدهی می‌کنند. همچنین نظام عرضه و تقاضا در بازار بدهی نیز بر تصمیم‌گیری برای استفاده از ابزار بدهی در تأمین مالی تأثیرگذار است. فردیناند و کلی^{۲۲} (۱۹۹۹؛ ۴۰۱) رابطه منفی میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری (تقاضا برای سرمایه‌گذاری) با میزان بدهی را تأیید کردند. مایرز (۱۹۷۴؛ ۱۷۳) و کانتر (۲۰۰۴) از منظر عرضه عنوان کردند که شرکت‌های رشدی (شرکت‌هایی که ارزش آن‌ها بیشتر تابع فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده آن‌هاست) و شرکت‌هایی که در ایجاد جریان نقدی با ابهام بیشتری مواجه‌اند، تقاضای کمتری برای تأمین مالی از محل بدهی خواهند داشت. بررسی ظرفیت بدهی توسط خود شرکت‌ها قبل از تأمین مالی در افزایش احتمال تداوم فعالیت شرکت مذکور نیز عامل مؤثری است. با پیش‌بینی حداکثر ظرفیت بدهی در هر فرصت سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار می‌تواند برنامه تأمین مالی خود را طراحی کنند و با کمترین احتمال ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها، فعالیت‌های خود را آغاز کنند. زمانی که شرکتی از بدهی استفاده می‌کند، موظف به بازپرداخت اصل و بهره‌های بدهی در سررسید آن است که از این جهت در معرض ریسک نکول یا ورشکستگی قرار می‌گیرد (ژانگ، ۲۰۱۳؛ ۷۱). چنانچه شرکت در بازپرداخت بدهی‌های خود با مشکل روبرو بوده و جریان نقد لازم را برای پوشش هزینه‌ها ندارد، بدین گونه منابعی که در شرکت می‌توانست در فرصت‌های سودآور و ارزش‌آفرین سرمایه‌گذاری شود، به هدر رفته و در سطح کلان، تأثیر منفی روی شاخص‌های کلان اقتصادی خواهد داشت. استقراض بیش از حد یا ایجاد بدهی بیش از ظرفیت، شرکت‌ها را در چنین شرایطی قرار می‌دهد (سعیدی و آبشت، ۱۳۹۲؛ ۴۵). در این رابطه بختیاری (۱۳۹۰؛ ۵۸) طی تحقیقی گزارش کرد که یکی از علل اصلی وقوع بحران‌های مالی، بی‌توجهی به ظرفیت بدهی و ظرفیت وام می‌باشد و بحث کرد که پس از تبدیل وام‌ها به اوراق بهادار و عدم بازپرداخت وام توسط وام‌گیرندگان به علت استفاده افراطی از وام بانکی، بحران به بانک‌ها و سپس سایر بخش‌های اقتصادی سرایت خواهد کرد. رتبه اعتباری وام‌گیرنده تأثیر زیادی بر نرخ بهره مطالبه شده توسط وام‌دهنده و نیز ظرفیت وام‌گیری دارد. در این خصوص لمون و زندر (۲۰۰۷) با بررسی تأثیر رتبه اعتباری را بر ظرفیت بدهی شرکت‌ها نشان دادند که شرکت‌های دارای رتبه اعتباری بالا به کمبود ظرفیت بدهی و محدودیت در ایجاد بدهی دچار نمی‌شوند، در حالی که در موارد بسیاری شرکت‌های با رتبه اعتباری پایین برای تأمین مالی

خود دچار محدودیت مالی شده‌اند. وی نشان داد که شرکت‌های دارای رتبه اعتباری خوب امکان استفاده بیشتری از ابزارهای بدهی را دارند.

نخستین بار مایرز (۱۹۸۴؛ ۵۷۶) بحث ظرفیت بدهی را مطرح و آن را سطحی از قرض‌گیری فرض کرد که اگر تأمین مالی از محل بدهی از آن مقدار بیشتر شود، ارزش بازار بدهی‌های شرکت کاهش می‌یابد. در داخل کشور نیز بختیاری (۱۳۹۰؛ ۵۸) با بررسی ظرفیت بدهی، بیان کردند ظرفیت بدهی یک نوع اعتباری است که از طرف اعتباردهنده به بدهکاران تعلق می‌گیرد. اعتبار را اعتباردهنده اعطا می‌کند و از بدهکاران گرفته می‌شود. تحقیقات انجام شده در این حوزه بیانگر تأثیرپذیری ظرفیت قرض‌گیری شرکت از متغیرهای صنعتی و شرکتی و محیطی می‌باشد. میچلی و وینسنت^{۲۳} (۲۰۱۳؛ ۱) نشان دادند که مالکیت نهادی بر ظرفیت وام‌گیری بیشتر شرکت‌ها مؤثر است. مارچیا دل‌باسلری و لاتروس^{۲۴} (۲۰۱۴؛ ۱۱۱) دریافتند که بین ساختار مالکیت و شاخص‌های اهرمی ظرفیت بدهی ارتباط مثبت معنادار وجود دارد. با این حال نتایج پژوهش رجایی و بیتوته^{۲۵} (۲۰۱۳؛ ۳۱۷۵) حاکی از عدم ارتباط معنی‌دار میان ساختار مالکیت و ظرفیت بدهی می‌باشد. سعیدی و آبشت (۱۳۹۲؛ ۶۴) نیز با بررسی اثر فاکتورهای مختلف عملیاتی و مالی بر روی ظرفیت بدهی شرکت‌ها، نشان دادند که بین متغیرهای نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی‌ها، ارزش روز شرکت، مبلغ فروش، نوع صنعت، و نسبت بدهی دوره قبل و ظرفیت بدهی ارتباط معناداری وجود دارد. پوررضائی و همکاران (۱۳۹۶؛ ۴۹۱) نیز رابطه معنادار منفی میان ظرفیت وام‌گیری مازاد شرکت‌ها و هزینه سرمایه شرکت‌های داخل کشور را گزارش نمودند و نشان دادند شرکت‌ها با افزایش ظرفیت وام‌گیری مازاد خود می‌توانند هزینه سرمایه خود را کاهش داده و بدین ترتیب بازدهی شرکت را افزایش دهند. در نهایت طیب‌نیا و همکاران (۲۰۱۷؛ ۶۵) با بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر ظرفیت وام‌گیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مدارکی فراهم کردند که نشان می‌داد تمرکز مشتری شرکت‌ها تأثیر منفی بر ظرفیت وام‌گیری آن‌ها دارد و شرکت‌های با تمرکز مشتری بالا ظرفیت قرض‌گیری پایینی دارند.

۲-۲- رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب

تعیین سیاست‌ها و کیفیت افشای اطلاعات مالی موضوع تحقیقات متعددی در حوزه حسابداری و گزارشگری مالی می‌باشد که عمدتاً در پی یافتن گروه‌های ذینفع و ذیحق افشا و شیوه مناسب افشا برای ایشان می‌باشد. پژوهش‌های متعدد نشان می‌دهد افشا و شفافیت بیشتر منافع زیادی برای شرکت‌ها به دنبال خواهد داشت از جمله مهم‌ترین آن‌ها هزینه سرمایه کمتر و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده‌کنندگان درون سازمانی و برون سازمانی و افزایش ارزش شرکت است (کوتاری و همکاران^{۲۶}، ۲۰۰۹؛ ۱۶۳۹ و به‌یر و همکاران^{۲۷}، ۲۰۱۰؛ ۲۹۶). برای نمونه لارکر و راستیکاس^{۲۸} (۲۰۱۰؛ ۲۰۵) در تحقیق خود رابطه منفی بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه را گزارش کردند. به گونه‌ای مشابه پنگ هی و همکاران^{۲۹} (۲۰۱۳؛ ۶۱۱) نیز در تحقیق خود

نشان دادند در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی و ابهام اطلاعات بیشتر است، هزینه سرمایه سهام عادی آن‌ها نیز بالاتر از سایر شرکت‌ها است. همچنین بالاک ریشنان و همکاران^{۳۰} (۲۰۱۴؛ ۱) نیز شواهدی فراهم آوردند که نشان می‌داد شرکت‌ها برای افزایش ارزش شرکت خود و همچنین کاهش هزینه‌های تأمین مالی اقدام به افشا با کیفیت‌تر می‌نمایند. هندریکسن^{۳۱} (۱۹۹۲؛ ۵۳۷) عنوان کرد که شرکت‌ها علاوه بر الزامات افشا به سهامداران فعلی در بازارهای سرمایه، تمایل به افشای اطلاعات مالی به بازارهایی دارند که امید به جذب سرمایه دارند. افشا با کیفیت در راستای توزیع مناسب اطلاعات در بازار سرمایه موجب سهولت تأمین مالی از طریق ابزارهای سرمایه و بدهی می‌شوند (شراند و ورشیا^{۳۲}، ۲۰۰۲؛ ۱). افشای اطلاعات ریسک برآورد شده از طرف سرمایه‌گذار از بازده دارایی و توزیع منافع پرداختی را کاهش می‌دهد، زیرا سرمایه‌گذاران بر اساس میزان اطلاعات دریافتی در مورد شرکت، میزان بازدهی اوراق بهادار را تخمین می‌زنند (بوتوسان و پلاملی^{۳۳}، ۲۰۰۲؛ ۴۰). اگر شرکت‌ها اطلاعات بیشتری را افشا کنند، سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری درازمدت بیشتری را جذب می‌کنند (پترو و همکاران^{۳۴}، ۲۰۱۲؛ ۸۵). در مقابل شرکت‌هایی که گزارشگری مالی شفاف و قابل قبولی ندارند، ریسک اعتباری بالایی را داشته و قادر به جلب اعتماد سهامداران نخواهند بود. چنین شرایطی در نهایت، درجه اعتبار و میزان نقدشوندگی را در کل بازار سرمایه به شدت کاهش می‌دهد و در واقع، شرط اصلی رونق بازارهای سرمایه در بلندمدت، محیا بودن و وجود محیط و جریان شفاف اطلاعاتی است (مدهانی^{۳۵}، ۲۰۰۹؛ ۶۳). با افزایش کیفیت گزارشگری مالی و ارائه کامل اطلاعات در راستای استفاده بهینه سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم‌های مناسب و مفید، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد (چن و لایو^{۳۶}، ۲۰۱۵؛ ۲۲). افشا به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در درک خطرات اقتصادی سرمایه‌گذاری به ایشان کمک شایانی می‌کند (الیوت و ژاکوبسن^{۳۷}، ۱۹۹۴؛ ۸۱) نیز نشان دادند. لانگ و لاندنهم^{۳۸} (۱۹۹۶؛ ۴۷۰) نیز معتقدند کیفیت افشای بالاتر از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، میزان غافل‌گیری (شگفتی) در مورد عملکرد شرکت را کاهش داده و موجب کاهش نوسان قیمت سهام و انجام مبادلات بیشتر روی سهام می‌شود. شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر، عملکرد بهتری داشته و با افزایش سطح افشا، عملکرد آن‌ها نیز بهبود می‌یابد (جیو^{۳۹}، ۲۰۱۱؛ ۶۴۷).

افزون بر این مزایای افشای باکیفیت شامل پیگیری بیشتر سرمایه‌گذاران، کاهش ریسک برآوردی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است که هر یک می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش داده و در نتیجه عملکرد بهبود بخشد (لانگ و لاندنهم، ۱۹۹۶؛ ۴۶۷). هدف از افشا به این طیف از استفاده‌کنندگان، آگاه نمودن ایشان از فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری شرکت و جلب اعتماد ایشان برای سرمایه‌گذاری و اعطای اعتبار به شرکت می‌باشد. ایشان برای اتخاذ تصمیم‌های منطقی و صحیح اعتباردهی و سرمایه‌گذاری نیازمند اطلاعات با کیفیت می‌باشند. شرکت‌ها تلاش

می‌کنند با افشای بیشتر اطلاعات خطر برآورد نادرست سرمایه‌گذاران را کاهش دهند (پترو و همکاران، ۲۰۱۲؛ ۸۵). کیفیت بالای اطلاعات و تقارن اطلاعاتی موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. اعتباردهندگان بدون اطلاع از وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌ها نمی‌توانند منابع مالی خود را در اختیار آن‌ها قرار دهند و سرمایه‌گذاران نیز زمانی در یک واحد اقتصادی سرمایه‌گذاری خواهند کرد که از وجود اطلاعات کافی و با کیفیت اطمینان حاصل کنند. تعهد شرکت‌ها در راستای افشای به موقع اطلاعات حسابداری مالی با کیفیت، خطر زیان بالقوه ناشی از معامله سهام با افرادی که اطلاعات بیشتری در اختیار دارند را کاهش می‌دهد (کاهش عدم تقارن اطلاعاتی). از این رو، افراد بیشتری به بازار اطمینان می‌کنند و وارد بازار می‌شوند، در واقع بازار، سرمایه و نقدینگی مضاعفی را جذب می‌کند و ریسک نقدشوندگی و متعاقب آن، هزینه سرمایه شرکت‌ها کاهش خواهد یافت (روی و قوش، ۲۰۱۱؛ ۷). سعیدی و آبشت (۱۳۹۲؛ ۴۵) نیز نشان دادند تعیین ظرفیت بدهی مورد تمایل سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان می‌باشد تا میزان ریسک سرمایه‌گذاری و وام‌دهی خود را ارزیابی کنند. بطور کلی اعتباردهندگان در تصمیم‌گیری راجع به اعطای اعتبار به شرکت‌ها چهار ضابطه را مد نظر قرار می‌دهند: ۱- ظرفیت شرکت در رابطه با توانایی آنان در بازپرداخت بدهی ۲- وثایق یا سرمایه موجود شرکت‌ها برای بدهی وثیقه‌ای ۳- ویژگی‌های مدیریت ۴- تاریخچه اعتباری (استیکنی و همکاران، ۲۰۰۷).

محققین پژوهش حاضر انتظار دارند که مشابه موارد فوق‌الذکر با افزایش کیفیت افشا با کاستن دامنه عدم تقارن اطلاعاتی منجر به کاهش هزینه قرض‌گیری در شرکت شده و در نهایت ظرفیت قرض‌گیری شرکت نیز افزایش پیدا کند. به بیان دیگر شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر ظرفیت قرض‌گیری آتی بالایی را نیز داشته باشند. در این رابطه یکی از ابزارهای مهم برای نشان دادن کیفیت افشای شرکت‌ها، رتبه‌بندی آن‌ها بر اساس امتیاز افشا (اطلاع‌رسانی) است. رتبه کیفیت افشا، بر اساس امتیاز اطلاع‌رسانی ناشران از نظر قابلیت اتکا و به موقع بودن ارسال اطلاعات محاسبه می‌شود. در نهایت با توجه به مبانی نظری فوق‌الذکر و در راستای حصول به اهداف تحقیق، فرضیه پژوهش در قالب یک فرضیه اهم به شرح زیر ارائه شده است:

رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب بر ظرفیت بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معنادار دارد.

مدل مفهومی پژوهش نیز به شرح شکل زیر با توجه به پژوهش‌های مشابه ارائه می‌شود:



شکل (۱). مدل مفهومی تحقیق

۳- روش تحقیق

با توجه به این نکته که نتایج پژوهش حاضر می‌تواند برای طیف وسیعی از تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی مفید باشد. از لحاظ هدف اجرا در زمره تحقیقات کاربردی دسته‌بندی شده و از طرف دیگر چون محققین در پی دستکاری در ماهیت یک متغیر (مستقل) جهت سنجش تأثیر آن روی متغیر دیگر (وابسته) نیستند و وضعیت متغیرها همان‌گونه که هستند مورد بررسی قرار می‌دهند از لحاظ شیوه اجرا تحقیق حاضر، توصیفی- علی می‌باشد (عباسی نژاد؛ ۱۳۸۰). همچنین به دلیل ماهیت تاریخی و پس‌رویدادی بودن داده‌های مورد نیاز متغیرهای تحقیق، شیوه گردآوری داده‌های تحقیق کتابخانه‌ای می‌باشد. بطوری که جمع‌آوری اطلاعات با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سیستم اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) و سایت سازمان بورس اوراق بهادار صورت پذیرفته است.

همچنین برای آماده‌سازی متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه، از صفحه گسترده (اکسل) استفاده شده است. ابتدا اطلاعات گردآوری شده در محیط این نرم‌افزار وارد گردیده و پس از محاسبه کلیه متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل پژوهش، بصورت ترکیبی به نرم‌افزار اقتصادسنجی منتقل گردید.

متغیرها بر اساس داده‌های سری زمانی (سال‌های مورد بررسی) و مقطعی (شرکت‌های مورد مطالعه) با هم ترکیب شده‌اند. داده‌های ترکیبی بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالاتر بودن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و مطالعه پویایی تغییرات استفاده می‌شود (بالتاجی^{۲۱}؛ ۲۰۰۵).

پس از آن که داده‌ها گردآوری و طبقه‌بندی گردید، مرحله تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، بوسیله آزمون‌های آماری مختلف شامل آزمون نرمال بودن اجزای اخلاص^{۲۲}، بررسی

همبستگی بین متغیرها (پیرسون)، ناهمسانی واریانس^{۴۳}، همخطی^{۴۴}، آزمون تشخیص الگوی مناسب و بهینه جهت برآورد مدل (F لیمر و هاسمن)، عدم خودهمبستگی، معنادار بودن ضرایب (آزمون t)، معنادار بودن کل مدل (F فیشر) جهت استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مورد آزمون و بررسی قرار گرفت و با توجه به نتایج به دست آمده نتایج آزمون فرضیه پژوهش مورد تجزیه و تحلیل و بررسی قرار گرفت.

۳-۱- جامعه آماری، نمونه و دوره زمانی پژوهش

به دلیل سهولت دسترسی و قابل اتکا بودن اطلاعات شرکت‌های بورسی، جامعه آماری پژوهش حاضر نیز متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که به شیوه حذف سیستماتیک با لحاظ کردن شرایط شامل، اطلاعات کامل هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه طی قلمرو زمانی تحقیق موجود بوده، شرکت‌ها در طی دوره تحقیق، تغییر سال مالی نداده و به منظور افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد. همچنین به دلیل نحوه گزارشگری مالی و ماهیت متفاوت درآمدها و هزینه‌ها، شرکت‌های واسطه‌گری، بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و شرکت‌های هلدینگ کنار گذاشته شدند. در نگاره ۱ جزئیات فرآیند حذفی فوق‌الذکر، ارائه شده است.

نگاره ۱. جزئیات فرآیند حذفی سیستماتیک

عنوان	شرکت
تعداد کل شرکت‌های بورسی	۵۰۶
شرکت‌های که در دوره زمانی تحقیق اطلاعات مالی کامل نداشته‌اند	(۱۳۴)
شرکت‌های که سال مالی آن‌ها منتهی ۲۹ اسفند نمی‌باشد	(۹۸)
شرکت‌های که در دوره تحقیق تغییر سال مالی داده‌اند	(۲۳)
شرکت‌های که در دوره تحقیق از بورس خارج شده‌اند	(۵۲)
شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و بیمه	(۶۷)
شرکت‌های باقیمانده برای محاسبه (حجم نمونه)	۱۳۲

به هر حال با توجه به این که داده‌های یک سال به خصوص ممکن است روایی و پایایی لازم را نداشته باشد، همانند تحقیقات مشابه اطلاعات یک بازه زمانی ۵ ساله از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ برای ۱۳۲ شرکت انتخابی به عنوان نمونه با توجه به شرایط فوق‌گرددآوری شده است که به نظر نویسندگان مقاله جهت حصول به اهداف آزمون فرضیه‌های تحقیق کفایت می‌کند.

۳-۲- مدل و متغیرهای پژوهش

در راستای حصول به اهداف پژوهش و آزمون فرضیه مربوطه الگوی ریاضی پژوهش مشابه تحقیق پیشین رحیمی و همکاران (۱۳۹۴: ۱۰) به ترتیب زیر تدوین و ارائه شده است:

$$DC_{i,t} = B_0 + B_1 DQR_{i,t} + B_2 Age_{i,t} + B_3 DPS/ EPS_{i,t} + \varepsilon \quad \text{مدل (۱)}$$

$DC_{i,t}$: ظرفیت بدهی شرکت i در دوره t

$DQR_{i,t}$: رتبه کیفیت افشای اطلاعات (به موقع بودن و قابل اتکا بودن) شرکت i در دوره t

$Age_{i,t}$: عمر شرکت i در دوره t

$DPS/ EPS_{i,t}$: سود تقسیمی به سود کسب شده شرکت i در دوره t

B_0 : ضریب ثابت مدل

B_1 و B_2 و B_3 : ضرایب مدل

ε : سایر عوامل باقیمانده

رتبه کیفیت افشا^{۴۵} (DQR): برای سنجش رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی به عنوان متغیر مستقل پژوهش حاضر به پیروی از مهدوی و همکاران (۱۳۹۳؛ ۳۸۰) و مهرانی و پروائی (۱۳۹۳؛ ۵۳۲)، معادل رتبه کیفیت افشا منتشره سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است. سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، رتبه کیفیت افشا را در قالب گزارش «رتبه‌بندی کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب» در سایت کدال منتشر می‌نماید. رتبه‌بندی بر اساس امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت توسط بورس اوراق بهادار انجام می‌شود. رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر اساس وضعیت اطلاع‌رسانی ناشران از نظر قابلیت اتکا و به موقع بودن ارسال اطلاعات محاسبه می‌شود. ارائه اطلاعات به موقع به سازمان بورس و همچنین، ارائه اطلاعات باکیفیت لازم، از جمله معیارهای مهم تشخیص رتبه شفافیت شرکت‌ها در بورس تهران است. علاوه بر گزارش‌های ۳، ۶، ۹، ۱۲ ماهه و همچنین صورت‌های مالی میان دوره‌ای و سالیانه و همچنین، گزارش‌های هیئت‌مدیره به مجمع، زمان‌بندی پرداخت سود سهام و ارائه اطلاعات بااهمیت، به محض وقوع، به سازمان بورس و اوراق بهادار الزامی است. بر این اساس، در فرمول خاص، زمان ارائه اطلاعات به سازمان بورس رصد می‌شود. امتیاز کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بین صفر تا ۱۰۰ می‌باشد؛ ولی براساس نحوه محاسبات آن، امکان دریافت امتیاز منفی توسط شرکت‌ها نیز وجود دارد. شرکت‌های که حتی یک روز از زمان ارائه مربوط به آنان گذشته باشد، با امتیاز منفی مواجه می‌شوند. در محاسبه این امتیاز، یک سوم وزن مربوط به ارائه اطلاعات به موقع و دو سوم مربوط به قابلیت اتکا اطلاعات است. معیار به موقع بودن بر اساس زمان ارسال اطلاعات توسط شرکت (پیش‌بینی‌های درآمد هر سهم، صورت‌های مالی میان دوره‌ای حسابرسی نشده، صورت وضعیت پرتفوی، اظهارنظرهای حسابرس نسبت به پیش‌بینی درآمد هر سهم اولیه و شش ماهه و صورت‌های مالی میان دوره‌ای شش ماهه، صورت‌های مالی حسابرسی نشده و شده پایان دوره مالی و برنامه زمان‌بندی پرداخت سود سهامداران) در مقاطع تعیین شده در دستورالعمل افشای اطلاعات به سازمان بورس و همچنین، تفاوت‌های میان مبالغ پیش‌بینی شده سود و عملکرد واقعی حسابرسی شده، معیار قابلیت اتکا در این محاسبات می‌باشد (سازمان بورس اوراق بهادار دستورالعمل افشای اطلاعات، ۱۳۸۶؛ ۹۷). شرکت‌هایی که امتیاز بیشتری (کمتری) کسب می‌کنند

رتبه پایین‌تر (بالا تر) و در نتیجه کیفیت افشا بالاتر (پایین‌تری) دارند. هدف اساسی رتبه‌بندی، ارزیابی قابلیت اعتماد شرکت‌ها می‌باشد.

ظرفیت بدهی^{۴۶} (DC): ظرفیت بدهی منابع مالی مطلوبی برای شرکت‌ها محسوب می‌شود، اما سنجش آن به سهولت ممکن نیست. ظرفیت استقراضی یک شرکت به توان به دست آوردن جریان‌های نقدی آتی بستگی دارد. این وجه نقد باید به اندازه‌ای باشد که بتوان از طریق آن، مبالغ ثابت پرداختی به اعتباردهندگان و صاحبان اصلی شرکت را پوشش داد. ظرفیت بدهی چگونگی عملکرد واحد تجاری در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب را تعیین می‌کند. مطابق با نظر سعیدی و آبشت «ظرفیت بدهی عبارتست از مقدار بدهی که شرکت در منابع تأمین مالی خود می‌تواند ایجاد کند، به گونه‌ای که آن شرکت را از نظر نقدی دچار مشکلات مالی و نقصان در بازپرداخت بدهی نکند» (سعیدی و آبشت، ۱۳۹۲؛ ۴۳). افزایش ظرفیت بدهی شرکت در نهایت منجر به بهبود انعطاف‌پذیری مالی شرکت می‌شود. پژوهش حاضر نیز در این راستا برای سنجش ظرفیت بدهی به عنوان متغیر وابسته پژوهش حاضر مشابه تحقیق قبلی رحمانی و همکاران (۱۳۹۱؛ ۶۰) از مدل قبلاً توسعه داده شده توسط فرانک و گوپال^{۴۷} (۲۰۰۹؛ ۳۲) و مارچیکو و مورا^{۴۸} (۲۰۱۰) به شرح زیر بهره گرفته است:

مدل (۲)

$$LEV_{i,t} = B_0LEV_{i,t-1} + B_1LndLEV_{i,t} + B_2M/B_{i,t} + B_3Size_{i,t} + B_4Tan_{i,t} +$$

$$B_5Profitability_{i,t} + B_6Inflation_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$LEV_{i,t}$: نشان دهنده نسبت بدهی به جمع دارایی‌های شرکت.

$LEV_{i,t-1}$: نشان دهنده نسبت بدهی به جمع دارایی‌های شرکت سال قبل.

$LndLEV_{i,t}$: میانه بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت.

$M/B_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (نشان دهنده فرصت‌های رشد شرکت) که از

طریق مجموع بدهی و ارزش بازار سهام به جمع دارایی‌های مورد سنجش قرار می‌گیرد.

$Size_{i,t}$: لگاریتم دارایی‌های شرکت (در نظر گرفتن تأثیر اندازه شرکت بر فرآیند تأمین مالی).

$Tan_{i,t}$: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها).

$Profitability_{i,t}$: سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها.

$Inflation_{i,t}$: نرخ تورم سال، براساس رشد شاخص مصرف‌کننده مطابق اعلام بانک مرکزی.

$\varepsilon_{i,t}$: سایر عوامل (باقیمانده مدل).

و در نهایت به منظور تعیین ظرفیت بدهی شرکت‌های نمونه پژوهش، از پسماندهای رگرسیونی

مدل مذکور در دوره پژوهش برای هر شرکت استفاده شد (رحیمی و همکاران ۱۳۹۴؛ ۶۵).

هم‌راستا با تحقیقات مشابه پیشین و جهت کنترل آثار ناخواسته برخی متغیرهای مزاحم از دو متغیر کنترلی که با اهداف تحقیق همخوانی دارد به شرح زیر بهره گرفته شده است: عمر شرکت (Age): سن شرکت‌ها، داده‌هایی را ارائه می‌کند که به اعتباردهندگان آینده‌نگر خاطر نشان می‌سازد که مشکل عدم تقارن اطلاعات همراه با افزایش سن کاهش خواهد یافت لاروکا و همکاران^{۴۹} (۲۰۱۱؛ ۱۰۷). شرکت‌های جوانتر ریسک اطلاعاتی بالاتری دارند و به این دلیل، باید دارای محدودیت تأمین مالی خارجی بیشتری باشند شرکت‌هایی با عمر بالا به دلیل وضعیت اعتباری بهتر و دادن دسترسی آسان‌تر به اطلاعات خود، از محدودیت کمتری برخوردار هستند. بر این اساس عمر شرکت به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی وارد مدل شده و به وسیله تعداد سال‌های سپری شده از سال تأسیس شرکت تا هر یک از سال‌های مورد مطالعه اندازه‌گیری شده است.

نسبت سود تقسیمی به سود کسب شده (DPS/EPS): درآمد (سود) هر سهم یکی از آماره‌های مالی بسیار مهم است که مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی می‌باشد که نشان دهنده میزان سودآوری شرکت می‌باشد. DPS مقدار سودی است که شرکت تقسیم می‌کند و به طور نقدی به دست سهامدار می‌رساند. مطابق با تئوری سلسه مراتب تأمین مالی بین سودآوری و نسبت بدهی رابطه منفی وجود دارد. به عبارتی شرکت‌های سودآور توان بیشتری برای تأمین مالی پروژه‌های خود از طریق منابع داخلی دارند. و توجه به این امر که سود تقسیمی نوعی خروج منابع از شرکت است بنابراین برای تأمین مالی فعالیت‌های شرکت نیاز به استقراض یا انتشار بدهی است. اگر مدیران شرکت بدهی را به انتشار سهام ترجیح دهند در این صورت بین سود تقسیمی با اهرم مالی شرکت رابطه مثبتی وجود خواهد داشت. بر این اساس نسبت فوق‌الذکر به عنوان دومین متغیر کنترلی وارد مدل گردیده است.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

در این تحقیق، برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه بندی و توصیف حقایق عددی از آمار توصیفی استفاده می‌شود. شاخص‌های مرکزی و پراکندگی برای متغیرهای تحقیق به منظور تحلیل توصیفی متغیرها قبل از آزمون فرضیه به کار گرفته می‌شوند. این اقدام به منظور ارائه دیدگاهی کلی نسبت به جامعه آماری و شناخت بیشتر آن صورت می‌گیرد. نتایج شاخص‌های توصیفی در نگاره ۲ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق ارائه شده است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشی‌دگی
نسبت بدهی	LEV	۰/۵۷۶	۰/۵۸۰	۱/۴۰۹	۰/۰۱۳	-۰/۲۰۴	-۰/۰۷۴	۳/۱۶۳
نسبت بدهی سال قبل	LEVi,t-1	۰/۵۷۶	۰/۵۹۰	۱/۰۸۹	۰/۰۱۳	-۰/۱۹۸	-۰/۲۹۲	۲/۷۹۶
میانه بدهی صنعت	IndLEV	۰/۵۷۲	۰/۵۷۲	۰/۹۶۱	۰/۲۱۱	-۰/۱۱۰	-۰/۰۲۷	۵/۱۴۶
ارزش بازار به دفتری	M/B	۱/۷۸۶	۱/۴۹۴	۷/۶۶۴	۰/۳۲۵	-۰/۹۴۴	۲/۲۵۲	۱۰/۱۶۹
اندازه شرکت	Size	۶/۱۲۴	۶/۰۳۱	۸/۲۹۸	۴/۴۱۵	-۰/۶۳۹	-۰/۸۴۸	۴/۴۵۱
نسبت دارایی‌ها ثابت	Tan	۰/۲۵۳	۰/۲۱۷	۰/۸۰۱	۰/۰۰۱	-۰/۱۷۰	-۰/۹۳۹	۳/۴۱۸
نرخ تورم سال	Inflation	۲۲/۸۴	۲۱/۵	۳۴/۷	۱۱/۹	۸/۶۴۶	-۰/۱۳۲	۱/۴۴۷
سودآوری	Profitability	۰/۱۵۳	۰/۱۲۸	۲/۰۶۱	-۰/۷۹۰	-۰/۱۸۰	۲/۱۵۵	۲۳/۳۰۱
ظرفیت بدهی	DC	۰/۵۷۱	۰/۵۷۶	۰/۸۶۲	۰	-۰/۰۸۹	-۰/۶۴۹	۳/۷۶۷
رتبه کیفیت افشا	DQR	۱۳۷/۸	۱۳۱	۳۱۸	۱	۸۴/۳۵۲	-۰/۱۴۰	۱/۸۵۲
عمر شرکت	Age	۱۷/۱۴	۱۶	۴۷	۴	۸/۴۹۶	۱/۳۹۴	۴/۸۴۵
نسبت سود تقسیمی	DPS/EPS	۰/۶۳۸	۰/۶۹۴	۹/۵۲۴	۰	-۰/۶۰۱	۵/۵۷۹	۷۵/۹۲۱

با بررسی آمار توصیفی متغیرهای تشکیل دهنده ظرفیت بدهی (متغیر وابسته) در نگاره ۲ متغیر نسبت بدهی با ۶۶۰ داده، حاکی از آن است که کمینه آن ۰/۰۱۳، بیشینه آن ۱/۴۰۹ بوده و میانگین نسبت بدهی شرکت‌های نمونه پژوهش بیانگر این امر است که ۰/۵۷۶ دارایی‌های شرکت‌های نمونه پژوهش از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است.

آماره‌های توصیفی نسبت بدهی سال قبل نشان می‌دهد که کمینه آن ۰/۰۱۳، بیشینه آن ۱/۰۸۹ و میانگین ۰/۵۷۶ می‌باشد. کمیت‌های آماری متغیر میانه بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت میانگین نسبت بدهی در شرکت‌های نمونه حاضر در صنعت را برابر ۰/۵۷۲ نشان می‌دهد.

همچنین میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت‌های نمونه پژوهش ۱/۷۸۶ بوده و مقادیر بزرگتر از ۱ حاکی از ارزش بالای سهام شرکت‌های نمونه پژوهش است. میانگین اندازه شرکت‌های نمونه پژوهش ۶/۱۲۴ حاکی از عدم تساوی شرکت‌های نمونه از لحاظ اندازه و حجم دارایی‌ها می‌باشد. میانگین نسبت دارایی‌های ثابت در شرکت‌های نمونه پژوهش نیز ۰/۲۵۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد یک چهارم دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی به دارایی‌های ثابت اختصاص دارد. نرخ تورم در دوره مورد بررسی که میانگین آن ۲۲/۸۴ درصد می‌باشد. کمینه با مقدار ۱۱/۹ درصد مربوط به سال ۱۳۹۴ و بیشینه آن مقدار ۳۴/۷ درصد متعلق به سال ۱۳۹۲ است. همچنین شرکت‌های نمونه بطور متوسط در دوره مورد بررسی بازدهی ۰/۱۵۳ را گزارش کرده‌اند.

کمینه ظرفیت بدهی صفر و مربوط به شرکت تکنوتار در سال ۱۳۹۲ و بیشینه آن ۰/۸۶ مربوط به شرکت بیسکویت گرجی در سال ۱۳۹۲ می‌باشد. آماره‌های توصیفی متغیر رتبه کیفیت افشا نیز حاکی از این است که میانگین رتبه کیفیت افشا در شرکت‌های نمونه پژوهش ۱۳۷/۸ بوده و بیانگر این امر است که شرکت‌های نمونه پژوهش از رتبه افشا و امتیاز اطلاع‌رسانی خوبی

برخوردار نبوده و بیشینه آن برابر با ۳۱۸ (کیفیت پایین) مربوط به شرکت کاشی تکسرام در سال ۱۳۹۰ با امتیاز کسب شده ۱/۶۷- و کمینه رتبه افشا ۱ (کیفیت بالا) مربوط به شرکت نیروکلر در سال ۱۳۹۳ با امتیاز کسب شده ۹۹/۷۶ می‌باشد. شرکت فولاد خراسان به عنوان جوان‌ترین شرکت مورد بررسی با عمر ۴ سال در سال ۱۳۹۰ و شرکت سیمان تهران با سن ۴۷ سال در سال ۱۳۹۴ مسن‌ترین شرکت می‌باشد. میانگین عمر شرکت‌های نمونه پژوهش ۱۷/۱۴ سال بوده است. همچنین شرکت‌های نمونه در دوره مورد بررسی بطور متوسط حدود ۶۴ درصد از درآمد خود را میان سهامداران‌شان توزیع کرده‌اند که کمینه آن مربوط به شرکت معدنی دماوند در سال ۱۳۹۰ با سود توزیعی صفر و بیشینه آن ۹/۵۲۴ مربوط به شرکت فولاد خراسان در سال ۱۳۹۴ است.

۴-۲- بررسی برقراری پیش شرط‌های اجرای رگرسیون

قبل از برآزش نهایی مدل تحقیق، ابتدا پیش فرض‌های کلاسیک رگرسیون مانند نرمال بودن اجزای اخلا، ناهمسانی واریانس اجزای خطا، خود همبستگی رتبه اول جملات اخلا و همخطی متغیرهای توصیفی مورد بررسی قرار می‌گیرند. برای بررسی نرمال بودن جملات پسماند از آزمون جارک-برا^{۵۰} استفاده گردید و نتایج حاصل در نگاره ۳ ارائه شده است. نتایج آزمون حاکی از آن است که احتمال آماره آزمون برابر با ۰/۳۲۲۸ بوده و بزرگتر از سطح خطای ۰/۰۵ است بنابراین اجزای باقیمانده مدل رگرسیون دارای توزیع نرمال است.

نگاره ۳. آزمون نرمال بودن

نام آزمون	تعداد	جارک-برا	احتمال
نرمال بودن	۶۶۰	۲/۲۶۱۶	۰/۳۲۲۸

به منظور شناسایی همخطی چندگانه جهت بررسی وجود وابستگی خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش از شاخص عامل تورم واریانس^{۵۱} استفاده گردید. نتایج ارائه شده در نگاره ۴ نشان می‌دهد مقدار آماره تلهانس بیش از ۰/۴ بوده و نزدیک به صفر نمی‌باشد که برای پذیرفتن عدم همخطی مناسب است و عامل تورم واریانس کمی از یک بالاتر است که همخطی ضعیفی را بین متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد. در صورتی که تعداد مقاطع از دوره زمانی بیشتر باشد، می‌توان انتظار داشت که اجزای اخلا دارای ناهمسانی واریانس باشند. برای حصول اطمینان از عدم وجود ناهمسانی واریانس از آزمون بارتلت^{۵۲} استفاده گردید. مطابق نتایج نگاره ۴ احتمال آزمون مدل پژوهش بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و بیانگر این امر است که بین جملات پسماند رگرسیون ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

نگاره ۴. بررسی نبود ناهمسانی واریانس و نبود همخطی

متغیرها		نماد	آماره آزمون	
			Tolerance	VIF
عدم وجود همخطی	رتبه کیفیت افشا	DQR	۰/۸۸۱	۱/۱۳۵
	عمر شرکت	Age	۰/۹۸۴	۱/۰۱۶
	نسبت سود تقسیمی	DPS/EPS	۰/۸۸۷	۱/۱۲۸
آزمون بارتلت	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال	نتیجه آزمون
	۲/۹۵۰۳	۳	۰/۳۹۹۴	ناهمسانی واریانس وجود ندارد

به منظور انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی ظرفیت بدهی (متغیر وابسته) و همچنین مدل اصلی پژوهش ابتدا باید بررسی شود، آیا بین مقاطع، ناهمگنی وجود دارد یا خیر؟ برای این منظور آزمون F لیمر انجام می‌گیرد. در این آزمون، فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبداها (داده‌های تلفیقی^{۵۳}) در مقابل فرضیه مخالف H_1 ناهمسانی عرض از مبداها (روش داده‌های تابلویی^{۵۴}) قرار می‌گیرد. چنانچه مشخص شود که مقاطع مورد بررسی ناهمگن بوده، استفاده از روش داده‌های تابلویی مناسب‌تر است و در غیر اینصورت از داده‌های تلفیقی استفاده می‌گردد. برای برآورد الگو بر اساس داده‌های تابلویی، باید یکی از الگوهای اثرات تصادفی و اثرات ثابت انتخاب شود. بدین منظور برای گزینش مناسب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی آزمون هاسمن اجرا می‌شود.

نتایج آزمون F لیمر برای ظرفیت بدهی در نگاره ۵ حاکی از آن است که احتمال آماره آزمون F برابر صفر بوده و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین مقاطع مورد بررسی ناهمگن بوده لذا استفاده از روش داده‌های تابلویی مناسب‌تر است. همچنین نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که احتمال آماره آزمون کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است از این رو استفاده از روش اثرات ثابت بر روش تصادفی ارجح‌تر است.

نتایج آزمون F لیمر برای مدل اصلی پژوهش نیز حاکی از آن است که احتمال آماره بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و بنابراین مقاطع مورد بررسی همگن بوده لذا استفاده از روش داده‌های تلفیقی مناسب‌تر است.

نگاره ۵. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

نام آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال	نتیجه آزمون
F لیمر	۲/۳۰۲۹	۱۳۱, ۵۲۱	۰/۰۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
هاسمن	۱۹/۲۲۰۳	۴	۰/۰۰۰۷	روش اثرات ثابت
F لیمر	۱/۰۳۸۷	۱۳۱, ۵۲۵	۰/۳۸۰۸	روش داده‌های تلفیقی

۴-۳- نتایج تحلیل رگرسیون

نتایج تخمین مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت سنجش ظرفیت بدهی در سطح کل شرکت‌ها طی دوره پژوهش در نگاره ۶ ارائه شده است. جهت بررسی معنادار بودن ضریب همبستگی میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل در مدل رگرسیونی ظرفیت بدهی آماره t در سطح خطای ۰/۰۵ استفاده شد.

نگاره ۶. ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی ظرفیت بدهی

متغیر	نماد	ضرایب	آماره t	سطح معناداری
نسبت بدهی سال قبل	LEVit-1	۰/۷۹۶۹	۳۷/۹۰۸۱	۰/۰۰۰۰
میانگ بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت	LndLEV	۰/۰۷۱۴	۲/۲۳۴۷	۰/۰۲۵۸
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	M/B	۰/۰۱۸۸	۴/۶۰۹۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت (لگاریتم دارایی‌ها)	Size	۰/۰۱۸۹	۵/۷۲۱۳	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی ثابت	Tan	-۰/۰۴۶۱	-۲/۱۳۸۱	۰/۰۳۲۹
سودآوری	Profitability	-۰/۲۷۴۶	-۱۱/۳۷۵۸	۰/۰۰۰۰
نرخ تورم سال	Inflation	-۰/۰۰۰۸	-۱/۹۱۱۳	۰/۰۵۶۴
ضریب تعیین		۰/۸۰۱۲	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۹۹۳
آماره دوربین- واتسون		۲/۰۶۰۹	انحراف معیار رگرسیون	۰/۰۹۱۸

نتایج به دست آمده در نگاره ۶ نشان دهنده تأثیر مثبت و معنادار نسبت بدهی سال قبل، میانگ بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه شرکت (لگاریتم دارایی‌ها) بر نسبت بدهی می‌باشد. همچنین تأثیر نسبت دارایی‌های ثابت، سودآوری و نرخ تورم سال بر نسبت بدهی منفی و معنادار می‌باشد. نتایج مربوط به آماره دوربین- واتسون نیز نشان می‌دهد که بین متغیرهای توضیحی مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش بیش از ۷۹ درصد از تغییرات نسبت بدهی در سطح کل شرکت‌ها تحت تأثیر متغیرهای مستقل بوده است.

در نهایت ننگاره ۷ نتایج حاصل از برآورد الگوی اصلی پژوهش را ارائه می‌دهد. مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰ بوده که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و حاکی از معنادار بودن مدل رگرسیونی پژوهش می‌باشد. آماره دوربین-واتسون برای مشاهدات آماری عدد ۲/۰۲۶۴ را نشان می‌دهد و از آنجا که این عدد بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بیانگر عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش است. همچنین مطابق با نتایج جدول مقدار ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که بیش از ۶۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. به منظور آزمون فرضیه پژوهش و بررسی معنادار بودن ضریب همبستگی میان متغیر وابسته (ظرفیت بدهی) و متغیر مستقل (رتبه افشا) از آماره t در سطح خطای ۰/۰۵ استفاده شد نتایج بدست آمده از این آزمون حاکی از آن است که ضرایب همبستگی میان متغیر مستقل و متغیر وابسته مثبت می‌باشد ($\beta_1 = ۰/۰۲۴۷$) و سطح معناداری به دست آمده برابر با ۰/۰۲۷۵ بوده که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد بنابراین فرضیه پژوهش رد نمی‌شود. به عبارت دیگر، رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب بر ظرفیت بدهی شرکت‌ها تأثیر معنادار مثبت دارد.

نگاره ۷. ضرایب و برآورد مدل رگرسیونی پژوهش

متغیر	نماد	ضرایب	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	C	-۰/۷۱۶۲	-۳/۳۷۷۸	۰/۰۰۰۸
رتبه کیفیت افشا	DQR	۰/۰۲۴۷	۲/۲۱۲۷	۰/۰۲۷۵
عمر شرکت	Age	۰/۰۲۰۴	۱/۶۵۰۸	۰/۰۹۹۴
نسبت سود تقسیمی	EPS/DPS	۰/۰۱۱۴	۲/۹۸۸۵	۰/۰۰۲۹
ضریب تعیین	۰/۶۳۱۷	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۲۸۹
آماره F	۲۲۲/۹۹۱۲	آماره دوربین واتسون		۲/۰۲۶۴
سطح معناداری آماره F				۰/۰۰۰۰

براساس اطلاعات ارائه شده در ننگاره ۷ ضرایب همبستگی بین عمر شرکت و ظرفیت بدهی مثبت می‌باشد و احتمال آماره t برای عمر شرکت ۰/۰۹۹۴ محاسبه گردید که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین عمر شرکت بر ظرفیت بدهی تأثیر مثبت اما غیر معنادار دارد. همچنین ضرایب همبستگی بین نسبت سود تقسیمی به سود کسب شده مثبت و احتمال آماره t برای نسبت سود تقسیمی برابر با ۰/۰۰۲۹ می‌باشد که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و بیانگر رابطه مثبت و معنادار نسبت سود تقسیمی و ظرفیت بدهی می‌باشد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی بر ظرفیت بدهی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. بر این اساس همانطور که انتظار می‌رفت مدیران شرکت‌هایی که با اتکا به اجرای دستورالعمل افشا، امتیاز اطلاع‌رسانی بیشتری کسب و در نتیجه رتبه کیفیت افشا بالاتری را بدست می‌آورند با عملکرد خوب خود موجب افزایش ظرفیت قرض‌گیری شرکت‌های تحت کنترل خود می‌شوند. به عبارت دیگر شرکت‌ها با افزایش سطح افشا زمینه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی را میان مشارکت‌کنندگان در بازار فراهم کرده و با تعمیق شفافیت موجب کاهش دغدغه و نگرانی سرمایه‌گذاران شده که به نوبه خود، ایشان نیز با کاهش ریسک سرمایه‌گذاری با تقلیل بازده درخواستی، هزینه سرمایه شرکت کاهش خواهند داد. کاهش هزینه سرمایه نیز زمینه موجب افزایش توان و ظرفیت قرض‌گیری شرکت را فراهم می‌آورد.

با توجه به نتایج آزمون‌های آماری پیش گفته فرضیه تحقیق رد نشده و نمایشگر آن است که بین رتبه کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب و ظرفیت بدهی شرکت‌ها رابطه معنادار مثبت وجود دارد. به عبارت دیگر ظرفیت قرض‌گیری شرکت‌ها با بهبود کیفیت افشا افزایش می‌یابد. نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های پیشین احمد و همکاران^{۵۵} (۱۹۹۴؛ ۶۲) که با بررسی افشای اطلاعات شرکت‌های بنگلادش نشان دادند که شرکت‌هایی که مجموع بدهی بالایی را در ترازنامه گزارش نموده‌اند، اطلاعات بیشتری را نیز در گزارشات سالیانه افشا می‌کنند، مطابقت دارد. همچنین یافته‌های تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات قبلی بالاک ریشنان و همکاران (۲۰۱۴؛ ۱) نیز مطابقت دارد. ایشان با بررسی رابطه کیفیت افشا با تأمین مالی به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌ها برای افزایش ارزش سهام خود و همچنین کاهش هزینه‌های تأمین مالی اقدام به افشا باکیفیت‌تر می‌نمایند.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه پژوهش و اثرات مثبت رتبه کیفیت افشا بر ظرفیت بدهی پیشنهاد می‌شود در ایران نیز همانند اکثر بورس‌های دنیا با حضور عالی‌ترین مقام‌های اقتصادی کشور به معرفی برترین شرکت‌ها شفافیت و رتبه افشا پرداخته شود، بدین ترتیب می‌توان انگیزه ارتقای سطح کیفیت افشا و شفافیت شرکت‌ها را افزایش داده و بهبود رتبه افشا و اطلاع‌رسانی شرکت‌ها نیز به سهم خود می‌تواند منجر به بهبود عملکرد و افزایش ظرفیت استقراض شرکت‌ها شود. در همین راستا به تحلیل‌گران مالی نیز پیشنهاد می‌شود که برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به اثرات مهم و مثبت رتبه افشا و اطلاع‌رسانی توجه کافی نموده و نسبت به ارزیابی کیفیت افشای شرکت‌ها و همچنین معرفی این شاخص به مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه اقدام نمایند. سرمایه‌گذاران نیز به منظور اجتناب از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ظرفیت بدهی پایین و به تبع آن افزایش ریسک از دست دادن سرمایه، قبل از تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به وجود اطلاعات کافی

پیرامون رتبه کیفیت افشا شرکت‌ها توجه کافی را داشته باشند. عموماً اعتبار دهندگان بدون اطلاع از وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌ها منابع خود را در اختیار آن‌ها قرار نخواهند داد، لذا با توجه به تأثیر مثبت رتبه کیفیت افشا بر ظرفیت بدهی به ایشان نیز پیشنهاد می‌شود به تغییرات رتبه افشا و اطلاع‌رسانی شرکت‌ها حین ارائه خدمات اعتباردهی توجه کافی را مبذول دارند. در نهایت با توجه به این نکته که ظرفیت بدهی یکی از عوامل مؤثر بر انعطاف‌پذیری مالی داخلی شرکت‌ها می‌باشد و با لحاظ کردن ارجحیت انعطاف‌پذیری مالی از طریق بدهی و اینکه شرکت‌های با ظرفیت بدهی بالا انعطاف‌پذیری بالایی نیز دارند، شایسته است مدیران شرکت‌ها با ارائه به موقع و قابل اتکا گزارشات مالی در کنار بهبود رتبه کیفیت افشا و به تبع آن افزایش ظرفیت استقراض شرکت زمینه افزایش انعطاف‌پذیری مالی شرکت را نیز فراهم آورند. داشتن انعطاف‌پذیری مناسب و پویا می‌تواند به ایشان فرصت مدیریت بهتر بحران‌ها و استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری غیرمنتظره را فراهم آورده و در نهایت موجب افزایش ارزش شرکت شوند. در نهایت نویسندگان حین اجرای پژوهش به حوزه‌های مناسب پژوهشی زیر برخورد نمودند که پژوهشگران آتی می‌توانند با تمرکز روی آن‌ها و اجرای آن‌ها زمینه غنای ادبیات موجود را فراهم آورند که شامل:

۱. با توجه به این که شفافیت و افشا از ارکان اساسی حاکمیت شرکتی هستند، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیر رتبه حاکمیت شرکتی بر ظرفیت بدهی شرکت‌های بورسی بپردازند.

۲. بررسی جایگاه مدیریت بر ظرفیت بدهی شرکت.

۳. و همچنین بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت بر ظرفیت بدهی شرکت موضوعات مناسبی هستند که جای کار بسیار دارند.

۴. و در نهایت با توجه به نتیجه تحقیق پیش گفته دنیس (۲۰۱۱؛ ۶۶۷) که بیانگر ارجحیت انعطاف‌پذیری مالی از طریق بدهی بر انعطاف‌پذیری مالی از طریق نگهداری وجوه نقد بود تحقیق مذکور در ایران تحقیق و به صورت تجربی آزمون شود.

در نهایت شایان ذکر است پژوهش حاضر نیز همچون سایر پژوهش‌های حسابداری و مالی فاقد موانع و محدودیت نبود، مشکلات سنجش متغیرهای کیفی تأثیرگذار بر تغییرات متغیر وابسته یکی از این موارد می‌باشد. در پژوهش حاضر یکی از این متغیرها اعتبار و شهرت شرکت می‌باشد. به نظر می‌رسد شهرت و اعتبار شرکت‌ها تأثیر زیادی در ظرفیت بدهی و قرض‌گیری آن‌ها داشته باشد که مشکلات عملی سنجش شهرت و اعتبار شرکت‌ها مانع از این شد که تأثیر این متغیر را در نتایج پژوهش حاضر لحاظ نماییم.

یادداشت‌ها

- | | |
|-------------------------------|--------------------------------------|
| 1- Lemon & Zender | 29- peng He et al |
| 2- Shyam-Sunder & Myers | 30- Balackrishnan et al |
| 3- Chirinko & Singha | 31- Hendriksen |
| 4- Myers | 32- Schrand & Verrecchia |
| 5- Ferdinand | 33- Botosan & Plumle |
| 6- kunter | 34- Petrova et al |
| 7- Zhang | 35- Madhani |
| 8- Lambert et al | 36- Chen & Liao |
| 9- Brown & Hillegeist | 37- Elliott & Jacobson |
| 10- Amihud & Mendelson | 38- Lang & Lundholm |
| 11- Cheynel | 39- Jiao |
| 12- Gill & Vijay & Jha | 40- Roy & Ghosh |
| 13- Wallace et al | 41- Baltagi |
| 14- Jensen & Meckling | 42- Normality of errors |
| 15- Denis | 43- Heteroskedasticity pearson Corre |
| 16- Eriotis et al | 44- Collinearity |
| 17- Stickeny et al | 45- Disclosure Quality Ranking |
| 18- Guo | 46- Debt capacity |
| 19- Jaggy & Ferdinand | 47- Frank & Goyal |
| 20- Moon & Waggle | 48- Marchica & Mura |
| 21- Hess & Immenkotter | 49- La Rocca et al |
| 22- Ferdinand & Kealy | 50- JarqueBera`s test |
| 23- Michaely & Vinsent | 51- Variance intlation factors |
| 24- De La Bruslerie & Latrous | 52- Bartlett`s test |
| 25- Rajaei & Batuteh | 53- Pooled data |
| 26- Kothari et al | 54- Panel data |
| 27- Beyer et al | 55- Ahmad et al |
| 28- Larcker & Rusticus | |

کتابنامه

۱. اعتمادی، حسین؛ حصارزاده، رضا؛ محمدآبادی، مهدی و بذرافشان، آمنه، (۱۳۹۱)، افشا و ارزش شرکت: شواهدی از بازار سرمایه نوظهور ایران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، ۵ (۲): ۶۷-۷۶.
۲. بختیاری، محمد مهدی، (۱۳۹۰)، بررسی عوامل مؤثر بر ظرفیت بدهی، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه قم.

۳. پورحیدری، امید؛ یوسف‌زاده، اعظم و اعظمی، زینب، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، ۵ (۱۸): ۹۱-۱۱۸.
۴. پوررضائی، وحید؛ رستمی، وهاب و شعبانزاده، مهدی، (۱۳۹۶)، تأثیر ظرفیت وام‌گیری مازاد شرکت‌ها بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۳ (۳): ۴۹۱-۵۰۰.
۵. پورزمانی، زهرا و منصوری، فرناز، (۱۳۹۴)، تأثیر کیفیت افشا، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آن‌ها بر هزینه سرمایه سهام عادی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷ (۲۵): ۷۹-۹۶.
۶. پیری، پرویز؛ غلامرضا، منصور و برزگری صدقیانی، سمانه، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر سطح نگهداشت منابع نقدی بر ظرفیت بدهی و ارائه مدلی نوین برای تعیین ظرفیت بدهی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۶ (۴): ۲۱۹-۳۳۶.
۷. تهرانی، رضا، (۱۳۹۱)، مدیریت مالی، تهران، انتشارات نگاه دانش.
۸. رحمانی، علی؛ غلامی گاکیه، فردین و پاکیزه، کامران، (۱۳۹۱)، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر میزان سرمایه‌گذاری و ارزش آفرینی، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۴ (۲): ۵۳-۷۶.
۹. رحیمی، زهرا، (۱۳۹۴)، تأثیر افشای اختیاری بر ظرفیت مازاد وام‌گیری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تاکستان.
۱۰. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، (۱۳۸۶)، دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، نشریه ویژه سازمان بورس اوراق بهادار، (۲): ۹۷-۹۹.
۱۱. ستایش، محمد حسین؛ کاظم نژاد، مصطفی و ذوالفقاری، مهدی، (۱۳۹۰)، تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳ (۳): ۵۵-۷۴.
۱۲. سعیدی، علی و آبشت، کبری، (۱۳۹۲)، ظرفیت بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰ (۲): ۴۳-۶۴.
۱۳. عباس نژاد، حسین، (۱۳۸۰)، اقتصاد سنجی (مبانی و روش‌ها)، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
۱۴. کردستانی، غلامرضا و علوی، سید مصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۳ (۱۲): ۴۳-۶۱.

۱۵. کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر، (۱۳۸۷)، بررسی عوامل تعیین کننده روش‌های تأمین مالی ساختار سرمایه آزمون تجربی نظریه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی، تحقیقات مالی، ۱۰ (۲۵): ۷۳-۹۰.
۱۶. مستشاری، مهسا، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین ظرفیت بدهی و انعطاف پذیری مالی، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد واحد تهران شمال.
۱۷. مهدوی، غلامحسین؛ بهپور، سجاد و کاظم نژاد، فاطمه، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه متقابل کیفیت افشا و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱ (۳): ۳۷۱-۳۸۶.
۱۸. مهرانی، کاوه و پروائی، اکبر، (۱۳۹۳)، کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱ (۴): ۵۲۷-۵۴۰.
۱۹. ناظمی، امین و نصیری، طاهری، (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۳ (۱): ۹۷-۱۱۸.

References

1. Abbasnejad, H. (2001). *Econometrics (principles and methods)*. Tehran University Press. Tehran (In Persian).
2. Ahmad, K. & Nicholls, D. (1994). The Impact of Non-Financial Company Characteristics on Mandatory Disclosure Compliance in Developing Countries: The Case of Bangladesh. *The International Journal of Accounting*: 29(1): 62-77.
3. Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-ask Spread. *Journal of Financial Economics*: 17(2): 223-249.
4. Balakrishnan, K., Core, J. & Verdi, R. S. (2014). The Relation between Reporting Quality and Financing and Investment Evidence from Changes in Financing Capacity. *Journal of Accounting Research*: 52(1): 1-36.
5. Bakhtiyari, M. M. (2011). Investigating Factors Affecting Debt Capacity. *Master's Thesis*. University of Qom (In Persian).
6. Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons Inc, (Eds), New York, USA.
7. Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature. *Journal of Accounting Economics*: 50(2-3): 296-343.
8. Botosan, C. & Plumle, M. (2002). Are-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting research*: 40(1): 21-40.
9. Brown, S. & Hillegeist, S. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Rev AccStud*: 12(2-3): 443-477.

10. Chen, T. K. & Liao, Y. P. (2015). The Economic Consequences of Disclosure Quality Under SFAS *Accounting Horizons*: 29(1): 1-22.
11. Cheynel, E. (2009). A Theory of Voluntary Disclosure of Cost of Capital, Carnegie Mellon University. pdf: 1-35.
12. Chirinko, H. & Singha, A. (2000). Testing Static Trade off Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment. *Journal of Financial Economics*: 58(3): 412-425.
13. De La Bruslerie, H. & Latrous, I. (2014). Ownership Structure and Debt Leverage: Empirical Test of a Trade-off Hypothesis on French Firms. *Journal of Multinational Financial Management*: 22(4): 111-130.
14. Denis, D. J. (2011). Financial Flexibility and Corporate Liquidity. *Journal of Corporate Finance*: 17(3): 667-674.
15. Elliott, R. K. & Jacobson, P. D. (1994). Costs and benefits of business Information Disclosure. *Accounting Horizons*: 8(4): 80-96.
16. Eriotis, N., Vasiliou, D. & Ventoura-Neokosmiti, Z. (2007). How firm Characteristics Affect Capital Structure: an Empirical Study. *Managerial Finance*: 33(5): 321-331.
17. Etemadi, H., Hesarzaheh, R., Mohamadabadei, M. & Bazrafshan, A. (2012). Disclosure and Firm Value: Evidence from Iran's Emergence Stock Market. *Management Accounting*: 5(2): 67-76 (In Persian).
18. Ferdinand, A. & Gull, Burch T. Kealy. (1999). Investment Opportunity Set and Corporate Debt and Dividend Policies of Korean Companies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*: 13(4): 401-416.
19. Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Relieibly Important?. *Financial Management*: 38(1): 1-37.
20. Gill, M. S., Vijay, T. S. & Jha, S. (2009). Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: A Survey of Literature. *The IUP Journal of Corporate Governance*: 8(1): 7-21.
21. Hendriksen, E. S. & Van Breda, M. F. (1992). *Accounting Theory*. Irwin.
22. Hess, D. & Immenkotter, Ph. (2014). How Much Is Too Much? Debt Capacity and Financial Flexibility. University of Cologne, Center for Financial Research (CFR) Working Papers: 3-14.
23. Hwee Chua, Sh. (2012). Cach holding, Capital Structure and Financial Flexibility, Thesis Submitted to the University of Nottingham for the degree of Doctor of Philosphy.
24. Jaggy, B. & Ferdinand, A. G. (1999). Analysis of Loint Effects of Review of Investment Opportunity set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy. *Quantitative Finance and Accounting*: 12(4): 371-381.
25. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Owership Structure. *Journal of Financial Economics*: 3(4): 305-360.
26. Jiao, Y. (2011). Corporate Disclosure, Market Valuation, and Firm Performance. *Financial Management*: 40(3): 647-676.

27. Kordestani, Gh. R. & Alavi, M. (2011). Review the Transparency of Accounting Profit on the Cost Capital of Common Stock. *Stock Exchange Quarterly*: 3(12): 43-61 (In Persian).
28. Kordestani, Gh. R. & Najafi Omran, M. (2009). Determinants of Debt Ratio: the Static Trade-off and Pecking Order Theories. *Financial Research Journal*: 10(25): 73-90 (In Persian).
29. Kothari, S. P., Li, X., & Short, J. E. (2009). The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Financial Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analysts Forecasts: A Study using Content Analysis. *The Accounting Review*: 84(5): 1639-1670.
30. Kunter, N. N. (2004). Applied Linear Regression Models, 4th edition, McGraw-Hill, Irwin.
31. La Rocca, M., La Rocca, T. & Cariola, A. (2011). Capital Structure Decisions during a Firms Life Cycle. *Small Business Economics*: 37(1): 107-130.
32. Lang, M. & Lundholm, R. (1996). Corporate Disclosures Policy & Analyst Behavior. *Accounting Review*: 71(4): 467-492.
33. Larcker, D. F. & Rusticus, T. O. (2010). On the use of Instrumental Variables in Accounting Research. *Journal of Accounting and Economics*: 49(3): 186-205.
34. Lambert, R. A., Larcker, F. C., & Larcker, R. E. (2006). Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. Available at: <http://www.ssrn.com>.
35. Lemmon, M. L. & Zender, J. F. (2010). Debt Capacity and tests of Capital Structure Theories. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*: 45(5): 1161-1187.
36. Mahdavi, Gh. H., Behpour, S. & Kazemnezhad, F. (2014). Exploring the Relationship Between Disclosure Quality and the Performance of Tehran Stock Exchange Companies Using a Simultaneous Equations System. *Journal of Accounting and Auditing Review*: 21(3): 371-386 (In Persian).
37. Marchica, M. T. & Mura, R. (2010). Financial Flexibility Investment Ability, and Firm Value: Evidence From Firms With Spare Debt Capacity Financial Management.
38. Mehrani, K. & Parvaei, A. (2015). Disclosure Quality in Family Firms Listed in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Review*: 21(4): 527-540 (In Persian).
39. Michaely, R. & Vincent, CH. (2013). Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions? Working paper: 1-54.
40. Modhani, P. (2009). Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting. *The Accounting Word*: 63-66.
41. Moon, G., Lee, H. & Waggle, D. (2015). The Effect of Debt Capacity on the Long-Term Stock Returns of Debt Free Firms. *Applied Economics*: 47(4): 333-345.
42. Mostashari, M. (2013). Investigating the Relation between Debt Capacity and Financial Flexibility. *Master's Thesis*. Islamic Azad University. Tehran North Branch (In Persian).

43. Myers, S. (1974). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*: 5(2): 147-175.
44. Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*: 39(3): 575-592.
45. Nazemi, A. & Nasiri, T. (2014). The Relationship Between Information Disclosure and Cost of Capital in Entities Listed on Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal Management System*: 3(1): 97-118 (In Persian).
46. Peng He, W., Lepone, A. & Leung, H. (2013). Information Asymmetry and the Cost of Equity Capital. *International Review of Economics and Finance*: (27): 611-620.
47. Petrova, E., Geogios, G. & Vasileiou, k. Z. (2012). Relationship Between Cost of Equity Capital and Voluntary Corporate Disclosures. *International Journal of Economics and Finance*: 4(3): 83-96.
48. Piri, P., Mansourfar, Gh. R. & Barzegari Sadaghiani, S. (2017). Review the Influence of Cash Holding on the Debt Capacity and Providing a New Model for Determination of Debt Capacity (Case Study Tehran Stock Exchange (TSE) Listed Companies). *Journal of Empirical Research In Accounting*: 6(4): 219-236 (In Persian).
49. Pourheidari, O., Yousefzadeh, N. & Azami, Z. (2014). Effects of Firm Size on the Relationship between Disclosure and Cost of Equity Capital in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting knowledge*: 5(18): 91-111 (In Persian).
50. Pourrezaei, V. Rotami, V. & Shabanzadeh, M. (2017). The Effect of Companies Spare Debt Capacity on the Cost of Equity Capital in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *UCT Journal of Management and Accounting Studies*: 3(3): 491-500 (In Persian).
51. Pourzamani, Z. & Mansori, F. (2014). The Individual and Joint Impact of Conservatism and Disclosure on the Cost of Equity Capital. *Financial Accounting and Audit Research*: 7(25): 79-96 (In Persian).
52. Rahimi, Z. (2015). The Effect of Voluntary Disclosure on the Spare Debt Capacity. *Master's Thesis*. Isamic Azad University. Takestan Branch (In Persian).
53. Rahmani, A. Gholami Gakieh, F. & Pakizeh, k. (2013). The Impact of Financial Flexibility on Investment Ability and Firm's Value Enhancing. *JAA Journal of Accounting Advances*: 4(2): 53-76 (In Persian).
54. Rajaei, M. H. & Batuteh, M. (2013). Study Relationship Between Financial Flexibility and Firm's Ownership Structure. *Advances in Environmental Biology*: 7(10): 3175-3180.
55. Roy, A. & Ghosh, S. K. (2011). The Bilateral Association Between Discretionary Environmental Disclosures Quality and Economic Performance: an Asia Perspective. *IUP Journal of Accounting and Audit Practice*: 10(2): 7-27.
56. Saeedi, A. & Abeshet, K. (2013). Factors Explaining Debt Capacity in Tehran Stock Exchange (TSE) Listed Companies. *Journal of The Accounting And Auditing Review*: 20(2): 43-64 (In Persian).

57. Securities and Exchange Organization. (2007). Instruction on the Disclosure of Information by Registered Companies. *Special Issue of the Tehran Stock Exchange* : (2): 97-99 (In Persian).
58. Setayesh, M. H., Kazemnejad, M. & Zolfaghari, M. (2011). Investigating the Effects of Disclosure Quality on Stock Liquidity and Cost of Capital Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Researches*: 3(3): 55-74 (In Persian).
59. Schrand, C. & Verrecchia, E. (2002). Disclosure Choice and Cost of Capital: Evidence from Underpricing in Initial public Offerings. Unpublished, Available at URL: <http://Credit.Wharton.upenn.edu/Faculty/Schrand/SV.12.18.02.pdf>. 1-53.
60. Shyam-Sunder, L. & Myers, S. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*: 51(2): 219-244.
61. Stickney, C. P., Brown, P. R. & Wahlen, J. M. (2007). *Financial Reporting Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective*, 6th ed., Thomson South-Western, Mason, OH.
62. Tayebnia, E., Rostami, V. & Gholamreza, R. (2017). The Effect of Customer Concentration on Debt Capacity of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *UCT Journal of Management and Accounting Studies*: 5(2): 65-72.
63. Tehrani, R. (2012). *Financial Management*, 1st ed., Negah Danesh Press, Tehran, (In Persian).
64. Wallace, R. S. O., Naser, K., & Mora, A. (1994). The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*: 25(97): 53-71.
65. Zhang, Z. (2013). Tax Shield, Bankruptcy Cost and Optimal Capital Structure. In *Finance Fundamental Problems and Solutions*: 71-108.