



## تأثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی

زهرا پورزمانی<sup>۱</sup>  
فرناز منصوری<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۰/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۲/۱۴

### چکیده

هدف از این مطالعه بررسی تأثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی می باشد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعیین شده است. نمونه آماری تحقیق نیز که بر اساس روش غربالگری بدست آمده شامل ۸۷ شرکت می باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق با استفاده از روش داده های پانل حاکی از این است که کیفیت افشاء و محافظه کاری اثر معکوسی بر هزینه سرمایه سهام عادی دارد بطوری که با افزایش میزان کیفیت افشاء و یا محافظه کاری از هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها کاسته می شود. همچنین در بررسی اثر متقابل محافظه کاری و کیفیت افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی یافته های تحقیق مؤید این است که با افزایش کیفیت افشاء از میزان تأثیر محافظه کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی کاسته می شود. نتایج این تحقیق از منظر تئوری قراردادی محافظه کاری و تئوری عدم تقارن اطلاعاتی قابل تبیین می باشد.

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

۱- استادیار، گروه آموزشی حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران ایران، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.  
Zahra.poorzamani@yahoo.com

۲- کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

## ۱- مقدمه

در ادبیات مالی تعاریف مختلفی از سرمایه گذاری ارائه شده است. سرمایه گذاری عبارت است از ارزش فعلی پول در یک دوره زمانی، به منظور کسب عایداتی در آینده [رایلی، ۱۳۸۸]. سرمایه گذاران با توجه به ویژگی های ریسکی شرکت سرمایه پذیر و شرایط محیطی، بازده مورد انتظار خود را تعیین می کنند. اگر از دیدگاه شرکت سرمایه پذیر به بحث سرمایه گذاری نگاه کنیم، بازده مورد انتظار سرمایه گذاران همان هزینه سرمایه شرکت سرمایه پذیر است. به عبارت دیگر هزینه سرمایه عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که با کسب آن ارزش واحد اقتصادی ثابت می ماند. هزینه سرمایه از دو بعد دارای اهمیت است. بعد اول این است که تمامی مدل های ارزیابی اوراق بهادار متکی به هزینه سرمایه هستند. بعد دوم این است که سرمایه گذاری وجوه توسط شرکت، تعیین اولویت های سرمایه گذاری، تعیین ساختار بهینه سرمایه و ارزیابی عملکرد بهینه واحدها بدون مشخص بودن هزینه سرمایه عملی نخواهد بود [حجازی، ۱۳۸۵]. بنابراین به جرأت میتوان گفت کلیه تصمیم های سرمایه گذاری در یک شرکت تحت تأثیر هزینه سرمایه آن شرکت است که این امر خود گویای میزان اهمیت موضوع می باشد.

از طرفی با توجه به این که سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات مالی شرکت ها بازده مورد انتظار خود را برآورد می کنند لذا برای اینکه اطلاعات مالی گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری یک شرکت به استفاده کنندگان کمک کند و سرمایه گذاران بتوانند 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 توان سودآوری و پیش بینی فعالیتهای آتی مؤثر باشد. بنابراین علاوه بر اینکه ارقام مندرج در گزارشگری مالی برای سرمایه گذاران مهم است و بر تصمیم های آن ها تأثیر دارد، کیفیت گزارشگری مالی و افشاء نیز به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات مالی مورد توجه خاص سرمایه گذاران است [کردستانی، ۱۳۸۶، ۸۵-۱۰۴]. کیفیت افشاء را می توان میزان دقت گزارشگری مالی در انعکاس اطلاعات مربوط به عملیات و جریانهای نقدی واحد انتفاعی تعریف نمود [آرتیچ و کلارسون<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰-۱۰]. یکی از خصوصیات کیفی گزارشگری مالی محافظه کاری می باشد که در مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران از آن با عنوان احتیاط یاد شده است. باسو<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) محافظه کاری را تاییدپذیری نامتقارن جهت شناسایی درآمدها و هزینه ها تعریف می کند بطوری که منجر به کم نمایی سود و دارایی ها می شود. بنابراین برای بهبود کیفیت گزارشگری مالی شناسایی میزان اهمیت محافظه کاری در رفع برخی مشکلات، از جمله مشکل نمایندگی و به تبع آن کاهش هزینه سرمایه، امری مهم تلقی می گردد. با توجه به مطالب فوق، در این مطالعه تلاش می شود تا نوع و میزان تأثیر متقابل کیفیت افشاء و محافظه کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهیم.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

## ۱-۲- کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی

تئوری های حمایت کننده تأثیر میزان و کیفیت افشاء بر هزینه سهام عادی به سه دسته تقسیم می شوند. عده ای چون آمیهیود و مندلسون<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) ادعا می کنند با افشای اطلاعات خصوصی شرکت ها، می توان انتخاب های نامناسبی که منجر به تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می شوند را کاهش داده و از این طریق، هزینه سرمایه سهام عادی شرکت را کاهش داد. به اعتقاد این دو محقق احتمال عدم تقارن اطلاعاتی در توزیع اطلاعات بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی یک واحد تجاری با افشای بیشتر کاهش می یابد که این امر فرآیند افت قیمت فروش سهام را با کاهش مواجه کرده و کاهش هزینه های انتشار سهام را به دنبال دارد [آمیهیود و مندلسون<sup>۲</sup>، ۱۹۸۶، ۲۲۳-۲۴۹]. اسکراند و ورچیا<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) در تحقیقی که بر روی تأثیر افشا بر هزینه سهام عادی در دوره انتشار اولیه سهام انجام دادند، دریافتند که افزایش میزان افشا باعث می شود عدم تقارن در توزیع اطلاعات در بازار کاهش یابد که این امر موجب کاهش هزینه سرمایه عادی می گردد طبق اظهارات آن ها از آنجایی که عدم تقارن در توزیع اطلاعات و ارزشیابی کمتر از واقع سهام با یکدیگر دارای ارتباط مستقیم می باشند، لذا کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب می شود که این تفاوت بین ارزش واقعی سهام و ارزش تعیین شده از سوی سرمایه گذاران اولیه کاهش یافته و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی که نیز تقلیل یابد [اسکراند و ورچیا، ۲۰۰۲]. یافته های مطالعات عرب مازار یزدی و طالبیان (۱۳۸۷) در بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس تهران حاکی از این است که هزینه سرمایه شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی پایین از هزینه سرمایه شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی بالا، بیشتر است [عرب مازار یزدی و طالبیان، ۱۳۸۷]. در مطالعه ای دیگر ملکیان و همکارانش (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. یافته های آن ها گویای این است که 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، هزینه معاملات کاهش یافته و تقاضا برای سهام شرکت افزایش می یابد که این موضوع کاهش هزینه سرمایه شرکت را به دنبال خواهد داشت [ملکیان و همکارانش، ۱۳۹۰].

در دیدگاه دوم این گونه استدلال می شود که میزان افشای بالا و با کیفیت، نقدشوندگی سهام را افزایش داده و در نتیجه از طریق کاهش هزینه های معاملاتی منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود. این دیدگاه در قالب گزارش انجمن اجرایی مالی برتون<sup>۴</sup> مطرح شده است. به نظر این انجمن افزایش افشا منجر به افزایش نقدشوندگی سهام شده و از این طریق کاهش ریسک و کاهش هزینه سرمایه سهام عادی را به دنبال خواهد داشت. در این ارتباط دیاموند و ورچیا<sup>۵</sup> (۱۹۹۱) به بررسی رابطه بین افشا، نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت های آمریکایی پرداختند. نتایج مطالعات آن ها نشان می دهد که افشای بیشتر باعث کاهش احتمالی عدم تقارن در توزیع اطلاعات بین مدیران شرکت ها و سرمایه گذاران یا

خریداران و فروشندگان سهام می شود. این امر باعث می شود تا نقدشوندگی سهام افزایش یافته و در نتیجه هزینه انتشار سهام کاهش یابد [دیاموند و ورچیا، ۱۹۹۱، ۱۳۲۵-۱۳۶۰]. یافته‌های بوشی و نوا<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) حاکی از این است که موسسات سرمایه گذاری کوتاه مدت در شرکت هایی که کیفیت افشای بیشتری دارند سرمایه گذاری بیشتری انجام می دهند. همچنین آنها نشان دادند که کیفیت افشای بالاتر بر تغییرپذیری بازده سهام در آینده اثر منفی دارد [بوشی و نوا، ۲۰۰۰]. ستایش و همکارانش (۱۳۹۰) نیز در بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با وجود عدم مشاهده رابطه معنی داری میان کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت ها، رابطه معکوس و معنی داری را بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت های فعال در بازار سرمایه ایران نشان دادند [ستایش و همکارانش، ۱۳۹۰].

از منظر دیدگاه سوم نیز گزارشگری مالی و افشای با کیفیت از طریق کاهش ریسک اطلاعاتی مرتبط با برآورد پارامترهای توزیع بازده سهام منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود. کلین و باووا<sup>۵</sup> (۱۹۷۶) دریافتند که سرمایه گذاران بر اساس روند گذشته بازده سهام و یا سایر اطلاعات درون شرکت، به برآورد پارامترهای توزیع بازده سهام یا توزیع سود می پردازند [کلین و باووا، ۱۹۷۶]. با این حال لشگری و نادری (۱۳۸۸) در بررسی رابطه سطح افشا و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری را میان دو دو متغیر مشاهده نکردند [لشگری و نادری، ۱۳۸۸]. به اعتقاد کمیته جنکینز مزیت افشای بیشتر برای استفاده کنندگان، هزینه سرمایه پایین تر می باشد که این امر به نفع شرکت ها است. این دیدگاه در مطالعات دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۲) نیز مورد توجه قرار گرفته است. نتایج تحقیقات آنها در بازار بورس ایران نشان می دهد که افزایش میزان افشا موجب کاهش هزینه سرمایه می شود. طبق اظهارات دستگیر و بزاززاده سرمایه گذاران ایرانی به سرمایه گذاری در شرکت هایی که دارای میزان افشاء بیشتر یا ریسک کمتر هستند تمایل بیشتری از خود نشان می دهند [دستگیر، ۱۳۸۲، ۸۳-۱۰۳]. با توجه به موارد فوق می توان انتظار داشت در بازار سرمایه ایران نیز با افزایش کیفیت افشا میزان هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها کاهش یابد.

## ۲-۲- محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی

مفهوم محافظه کاری در حسابداری، سابقه ای طولانی دارد. واتز<sup>۶</sup> (۲۰۰۳) ریشه محافظه کاری در گزارشگری مالی را دلایل اقتصادی می داند و چهار عامل قراردادی، دعوی قضایی، قانونگذاری و مالیاتی را در شکل گیری آن ذکر می کند. از دیدگاه قراردادی محافظه کاری ناشی از قراردادهای شرکت با اشخاص و گروههای مختلف (از قبیل سهامداران، اعتباردهندگان، مدیران) می باشد. براساس این تفسیر، حسابداری محافظه کارانه برای نشان دادن و اشاره به مخاطرات اخلاقی بوجود آمده بوسیله گروه های مختلفی که اطلاعات نابرابر و نا متقارن، حقوق و مزایای نابرابر و مسئولیت محدود دارند، می باشد [واتز، ۲۰۰۳، ۲۰۷-۲۲۱]. مدیران برای افزایش منافع شخصی خود، در استفاده از معیارهای حسابداری، که مبنای اطلاع رسانی

برای سرمایه گذاران است، جانبدارانه عمل می کنند. اگر محدودیت هایی که این رفتار فرصت طلبانه مدیر را محدود نماید، وجود نداشته باشد در آن صورت ارقام حسابداری موجود در گزارشهای مالی جانبدارانه تهیه و ارائه خواهد شد که این امر به نوبه خود منجر به افزایش انتظارات سهامداران و بالا رفتن هزینه سرمایه سهام عادی می گردد. اما محافظه کاری بواسطه الزامات قابلیت اثبات و تأیید خود، رفتار فرصت طلبانه و جانبدارانه مدیران را محدود می نماید بطوری که در عمل رفتار جانبدارانه مدیر را خنثی و شناسایی سود را به تأخیر انداخته و در نتیجه خالص دارایی ها و سود را کمتر نشان می دهد. در قراردادهای، اثرات مزبور، از طریق منطقی نمودن انتظارات سهامداران و کاهش هزینه سرمایه شرکت، ارزش شرکت را افزایش می دهد. با توجه به آنچه گفته شد می توان پیش بینی کرد که با افزایش میزان محافظه کاری هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها کاهش یابد. در این ارتباط فرانسیس و همکارانش (۲۰۰۴) در تحقیقی تأثیر هفت ویژگی کیفی سود شامل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، یکنواختی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن سود و محافظه کارانه بودن سود را بر هزینه سرمایه سهام عادی مورد بررسی قرار دادند. یافته های آن ها مؤید این است که شرکت هایی که ویژگی های سود آن ها از کیفیت پایین تری برخوردار است در مقایسه با شرکت هایی که ویژگی های کیفی سود آن ها مطلوبیت بالاتری دارد، هزینه سرمایه سهام عادی بیشتری را تجربه کرده اند [فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۴، ۹۶۷-۱۰۱۰].

نتایج تحقیقات بیٹی (۲۰۰۸) حاکی از این است که تغییرات بدهی در غیاب حسابداری محافظه کارانه بیشتر خواهد بود. چان، لین و استرانگ (۲۰۰۹) در تحقیقی ارتباط میان دو بعد محافظه کاری شرطی و غیرشرطی با هزینه حقوق صاحبان سهام را بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد که محافظه کاری غیرشرطی با کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری و هزینه پایین تر حقوق صاحبان سهام وابسته است در صورتی که محافظه کاری شرطی با کیفیت پایین تر اطلاعات حسابداری و هزینه بالاتر حقوق صاحبان سهام وابسته است [چان، لین و استرانگ، ۲۰۰۹، ۳۲۵-۳۴۵]. کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی پرداخته اند. در یافته های آنها بین محافظه کارانه بودن سود و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معنی داری مشاهده نگردید [کردستانی، ۱۳۸۶، ۸۵-۱۰۴].

کردستانی و حدادی (۱۳۸۸) در پژوهشی رابطه بین محافظه کاری و هزینه سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق حاکی از ارتباط منفی بین هزینه سرمایه و محافظه کاری بر مبنای عدم تقارن زمانی سود است. [کردستانی، ۱۳۸۸]. اعتمادی و همکارانش (۱۳۸۹) نیز در تحقیقی به بررسی ارتباط میان میثاق محافظه کاری و اجزای هزینه های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های تحقیق آن ها برای بازه زمانی ده ساله بین سال های ۱۳۷۵ تا ۱۳۸۵ و با استفاده از روش رگرسیون، وجود همبستگی بین برخی از اجزای هزینه تأمین مالی با محافظه کاری حسابداری را تأیید می کند [اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹، ۶-۲۶]. اخیراً نیز هاشمی و همکارانش (۱۳۹۰) تأثیر محافظه کاری شرطی بر هزینه سرمایه سهام عادی را مورد بررسی قرار داده اند. شواهد تجربی ارائه شده توس آن ها گویای آن است که بین محافظه کاری شرطی و هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها رابطه

معکوس و معنی داری وجود دارد و هر چه درجه محافظه کاری شرطی بیشتر می شود، هزینه سرمایه سهام عادی شرکت کاهش می یابد [هاشمی و همکاران، ۱۳۹۰، ۴۷-۶۷].

### ۲-۳- تأثیر متقابل محافظه کاری و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی

بر اساس تئوری های موجود همانطور که عنوان شد انتظار یک رابطه معکوس میان محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد. با این وجود میزان این رابطه متأثر از محیط اطلاعاتی شرکتها می باشد. باگنولی و واتز<sup>۹</sup> (۲۰۰۵) این گونه استدلال می کنند که تنها در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، انتخاب یک سیستم حسابداری محافظه کارانه تر می تواند از طریق انتقال اطلاعات خصوصی مدیران، منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام عادی گردد [باگنولی و واتز، ۲۰۰۵، ۷۸۶-۸۰۱]. در نتیجه انتظار می رود در شرکت هایی که عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بوده و دارای یک محیط اطلاعاتی شفاف و با کیفیت تری هستند، محافظه کاری تأثیر ناچیزی بر هزینه سرمایه سهام عادی آن ها داشته باشد. در این ارتباط آرتیچ و کلارکسون (۲۰۱۰) به بررسی میزان تأثیر جداگانه و مشترک محافظه کاری و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی پرداخته اند. نتایج تحقیقات آن ها حاکی از وجود یک رابطه معکوس میان محافظه کاری در سطح شرکت و هزینه سرمایه سهام عادی برای نمونه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آمریکا می باشد، با این وجود این رابطه در محیط هایی با میزان افشای بالا تضعیف می گردد. آرتیچ و کلارکسون، ۲۰۱۰].

### ۳- فرضیه های تحقیق

فرضیه های این پژوهش در سه گروه به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** میان کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** میان محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

**فرضیه سوم:** تأثیر متقابل کیفیت افشاء و محافظه کاری با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه دارد.

### ۴- روش تحقیق، جامعه و نمونه آماری و نحوه آزمون فرضیه ها

روش مورد نظر برای انجام این تحقیق از نوع شبه تجربی و همبستگی می باشد. اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق و مبانی نظری از منابع کتابخانه ای و پایگاه های علمی و مقالات داخلی و خارجی استخراج شده است. همچنین داده های تحقیق از بانک های اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره آورد نوین و صورت های مالی شرکت ها گردآوری گردیده و پس از انجام پردازش های اولیه در نرم افزار اکسل، توسط نرم افزار Eviews، مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفته است. برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره بصورت داده های پانل استفاده شده است. برای آزمون فرضیات ابتدا با استفاده از آزمون چاو، درستی ادغام داده ها مورد آزمون قرار گرفته و سپس بر اساس نتایج آزمون هاسمن نوع روش آزمون (اثرات ثابت یا اثرات

تصادفی) تعیین گردیده و با توجه به نوع روش نسبت به برآورد مدل اقدام شده است. جهت بررسی معنی دار بودن کل مدل از آماره F و برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل از آماره t استفاده شده و در سطح اطمینان ۹۵٪ نسبت به پذیرش یا رد فرضیات تصمیم گیری صورت گرفته است. همچنین به منظور بررسی نرمال بودن باقیمانده ها، همسان بودن واریانس باقیمانده ها و استقلال باقیمانده ها به ترتیب از آزمون های جارکیو- برا، آزمون ضریب لاگرانژ و آماره d دوربین- واتسون استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دربرگیرنده ی ۴۵۳ شرکت می باشد. با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان انجام تحقیق و در دسترس بودن آنها دوره زمانی تحقیق ۷ ساله و از سال ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۸۸ تعیین شده است. در این تحقیق برای انتخاب نمونه آماری از روش غربالگری (حذفی) استفاده شده است. برای این منظور ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکت ها کلیه این معیارها را احراز کرده باشند به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شده اند:

- (۱) شرکت باید قبل از سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس فعال باشد (۳۳۹ شرکت).
- (۲) شرکت در گروه شرکت های سرمایه گذاری یا واسطه گری های مالی نباشد (۳۲۷ شرکت).
- (۳) شرکت طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ تغییر سال مالی نداده باشد و سال مالی آن به پایان اسفند ماه منتهی شود (۱۵۹ شرکت).
- (۴) شرکت دارای فعالیت مستمر بوده و بیش از ۶ ماه وقفه در انجام معاملات شرکت وجود نداشته باشد (۸۷ شرکت).
- (۵) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد (۸۷ شرکت).

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۸۷ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است که تمامی آن ها به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده اند. بنابراین مشاهدات ما به ۶۰۹ سال - شرکت رسید که این مشاهدات در قالب ۲۰ صنعت مختلف می باشد.

##### ۵- مدل تحقیق و تعریف عملیاتی متغیرها

در این پژوهش هر سه فرضیه تحقیق با استفاده از رابطه (۱) مورد آزمون قرار گرفته اند.

$$r_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CONSV_{i,t} + \gamma_2 RDISC_{i,t} + \gamma_3 CONSV * RDISC + \gamma_4 Beta_{i,t} + \gamma_5 BTM_{i,t} + \gamma_6 \ln SIZE_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

در این مدل r نشان دهنده هزینه سرمایه سهام عادی، CONSV بیانگر میزان محافظه کاری، RDISC نشان دهنده امتیاز کیفیت افشا، Beta بیانگر بتای بازار شرکت، BTM مؤید نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت و SIZE نشان دهنده ارزش بازار شرکت می باشد.

متغیرهای این تحقیق شامل محافظه کاری و کیفیت افشا به عنوان متغیرهای مستقل و هزینه سرمایه سهام عادی به عنوان متغیر وابسته می باشد. همچنین از آنجایی که در مطالعات پیشین تأثیر ریسک سیستماتیک (بتا)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت بر هزینه سرمایه شرکت ها مورد تأیید قرار گرفته است از این رو در مطالعه حاضر هر یک از این متغیرها در قالب متغیرهای کنترلی وارد مدل شده و تأثیر آن ها بر هزینه سرمایه کنترل می شود. در ادامه تعریف عملیاتی و نحوه محاسبه هر یک از این متغیرها تشریح می شود.

#### ۵-۱- هزینه سرمایه سهام عادی ( $r$ )

برای اندازه گیری هزینه سرمایه سهام عادی مدل ها و روش های مختلفی ارائه شده است. در این ارتباط با توجه به این که طبق مطالعات بوتوسان و پولومی (۲۰۰۵) عملکرد مدل PEG استون (۲۰۰۴) نسبت به سایر مدل ها بهتر می باشد از این رو در این تحقیق هزینه سرمایه سهام عادی ( $r$ ) با استفاده از مدل PEG استون (۲۰۰۴) برآورد می شود که نحوه محاسبه آن در رابطه ۲ ارائه شده است.

$$r = \sqrt{(|feps_2 - feps_1|) / p_0} \quad (2)$$

که در آن:

$r$  = هزینه سرمایه سهام عادی

$p_0$  = قیمت هر سهم در زمان صفر

$feps_2$  = میانگین سود هر سهم پیش بینی شده برای دو سال بعد

$feps_1$  = میانگین سود هر سهم پیش بینی شده برای یک سال بعد

#### ۵-۲- محافظه کاری ( $CONSV$ )

در این تحقیق برای اندازه گیری محافظه کاری از مدل ارائه شده توسط گیولی و هاین<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) استفاده شده است. در مطالعات پیشین از بازه های زمانی مختلف ۷ ساله، ۵ ساله و ۳ ساله برای محاسبه مدل گیولی و هاین بهره گرفته شده است که در این تحقیق نیز با توجه به محدودیت در جمع آوری داده ها برای سال های ۷۸ به قبل، از داده های سه ساله بصورت انباشته استفاده شده است. رابطه (۳) نشان دهنده مدل گیولی و هاین (۲۰۰۰) بوده و در این معیار بالا بودن مقدار  $CONSV$  بیانگر محافظه کاری بیشتر می باشد.

$$CONSV_{i,t} = -1 \times \left( \frac{1}{3} \sum_{i=2}^i \frac{NOACC_{i,i}}{TA_{i,i}} \right) \quad (3)$$

در این مدل داریم:

$CONSV_{i,t}$  = میزان محافظه کاری برای شرکت  $i$  در سال مالی  $t$

پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی  
شماره ۲۵ / بهار ۱۳۹۴



$NOACC_{i,t}$  = اقلام تعهدی غیر عملیاتی که از اختلاف کل اقلام تعهدی و اقلام تعهدی عملیاتی قابل محاسبه است.  
 $TA_{i,t}$  = کل دارایی های شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .

### ۵-۳- کیفیت افشا (RDISC)

برای اندازه گیری کیفیت افشا (RDISC) مشابه با تحقیق نوروش و حسینی (۱۳۸۸) از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتها که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار برای سال های ۱۳۸۲ به بعد منتشر شده است استفاده خواهد شد. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می نماید. امتیازهای مذکور بر اساس میانگین وزنی معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده محاسبه می گردد. برای مثال طبق محاسبات صورت گرفته توسط سازمان بورس اوراق بهادار امتیاز به موقع بودن افشای شرکت آبسال در سال ۱۳۸۶ برابر با ۳۶ و امتیاز قابلیت اتکای افشای آن برای سال مذکور برابر با ۱۹ می باشد که با توجه به میانگین وزنی (به موقع بودن افشا با وزن ۲ و قابلیت اتکای افشا با وزن ۱) امتیاز نهایی افشای شرکت آبسال در سال ۱۳۸۶ برابر با ۳۰/۴ خواهد بود.

### ۵-۴- بتای بازار شرکت (Beta)

بتای بازار (Beta) به وسیله تخمین رگرسیون در مدل بازار برای یک دوره ۲۴ ماهه و با استفاده از رابطه (۴) محاسبه خواهد گردید.

$$\beta_{i,t} = \frac{\sum_{t=1}^{24} [(R_{it} - \bar{R}_{it})(R_{mt} - \bar{R}_{mt})]}{\sum_{t=1}^{24} (R_{mt} - \bar{R}_{mt})^2} \quad (4)$$

در این مدل داریم:

$R_{it}$  = بازده ماهانه شرکت  $i$  در ماه  $t$ . بازده شامل تغییر در اصل سرمایه (قیمت سهام) و سود نقدی می باشد که با استفاده از رابطه (۵) محاسبه خواهد شد:

$$R_{it} = \frac{(1+x+y)P_{it} - P_{it-1} - yP_{ni} + DPS}{P_{it} + yP_{ni}} \quad (5)$$

که در آن:

$$P_{it} = \text{قیمت سهام شرکت } i \text{ در انتهای ماه } t$$

$$P_{it-1} = \text{قیمت سهام شرکت } i \text{ در ابتدای ماه } t$$

$$P_{ni} = \text{ارزش اسمی سهام شرکت } i$$

$$x = \text{درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها}$$

$y$  = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

$DPS$  = سود نقدی هر سهم

$\bar{R}_{it}$  = میانگین بازده ماهانه شرکت  $i$  در ماه  $t$

$R_{mt}$  = بازده بازار در دوره  $t$ . در این مطالعه برای محاسبه بازده بازار از شاخص قیمت و سود نقدی بورس اوراق بهادار تهران (TEDPIX) استفاده شده است و از طریق رابطه (۶) قابل محاسبه می باشد:

$$R_{mt} = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \quad (۶)$$

که در آن:

$TEDPIX_t$  = بازده شاخص قیمت و سود نقدی بورس در انتهای دوره  $t$

$TEDPIX_{t-1}$  = بازده شاخص قیمت و سود نقدی بورس در ابتدای دوره  $t$

$\bar{R}_{mt}$  = میانگین بازده بازار در ماه  $t$ .

#### ۵-۵- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM)

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM) از طریق تقسیم ارزش دفتری سرمایه بر ارزش بازار آن حاصل ضرب تعداد سهام منتشره و در دست سهامداران در قیمت بازار سهام) در انتهای دوره بدست خواهد آمد.

#### ۵-۶- اندازه شرکت (SIZE)

در این تحقیق برای اندازه‌گیری اندازه شرکت (SIZE) از متغیر ارزش بازار شرکت در پایان دوره استفاده خواهد شد و منظور لگاریتم طبیعی حاصل ضرب تعداد سهام منتشره و در دست سهامداران در قیمت سهام در آخرین روز از سال می باشد.

#### ۶- یافته‌های پژوهش

به منظور کسب شناخت بیشتر درباره جامعه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره ۱ ارائه شده است.

بررسی چولگی و کشیدگی متغیرهای تحقیق بیانگر این است که بجز متغیر اندازه شرکت، بقیه متغیرهای تحقیق از توزیع نرمال برخوردار نمی باشند. این موضوع از طریق آزمون کولموگروف-اسمیرنف نیز بررسی شده است که نتایج آن حاکی از نرمال نبودن توزیع این متغیرها می باشد. از این رو متغیرهای فوق قبل از آزمون فرضیات با استفاده از تابع انتقال جانسون در نرم افزار مینی تب نرمال شده است. نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها قبل و بعد از فرآیند سازی در نگاره ۲ ارائه شده است.

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشدگی
هزینه سرمایه سهام عادی	۶۰۹	۰/۲۰۷	۰/۱۴۱	۰/۰۰۰	۱/۵۲۳	۲/۹۳۲	۱۸/۲۵۰
محافظه کاری	۶۰۹	۰/۰۴۳	۱/۰۳۵	-۱۰/۳۴۱	۸/۰۴۸	-۳/۰۴۵	۶۰/۶۶۲
کیفیت افشا	۶۰۹	۵۲/۴۰۵	۲۲/۲۲۵	-۱۳	۹۸	-۰/۰۶۸	۰/۷۲۹
بتای بازار شرکت	۶۰۹	۰/۳۳۰	۰/۹۳۴	-۳/۲۹۶	۳/۸۰۵	۰/۳۳۲	۲/۱۴۸
نسبت ارزش دفتری به بازار	۶۰۹	۰/۳۵۲	۰/۳۳۵	۰/۰۱۰	۲/۸۳۲	۲/۰۵۵	۶/۸۰۱
اندازه شرکت	۶۰۹	۱۳/۰۶۱	۱۲/۹۲۴	۹/۵۱۱	۱۶/۹۵۶	۰/۲۹۹	-۰/۳۱۶

منبع: یافته های پژوهشگر

نگاره ۲: نتایج بررسی نرمال بودن توزیع داده ها

متغیر	نتایج آزمون KS قبل از نرمالسازی		نتایج آزمون KS بعد از نرمالسازی	
	P-Value	Z	P-Value	Z
هزینه سرمایه سهام عادی	۰/۰۰۰	۲/۴۳۶	۰/۹۱۴	۰/۵۵۸
محافظه کاری	۰/۰۰۰	۸/۶۰۳	۰/۸۹۶	۰/۵۷۵
کیفیت افشا	۰/۰۴۶	۱/۳۷۵	۰/۲۵۶	۱/۳۷۵
بتای بازار شرکت	۰/۰۰۰	۲/۴۱۴	۰/۶۵۷	۰/۷۳۲
نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۰۰۰	۴/۱۵۷	۰/۰۶۱	۳/۹۵۴
اندازه شرکت	۰/۱۰۰	۱/۲۲۴	-	-

منبع: یافته های پژوهشگر

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، فرضیه ای را آزمون می کنیم که به آزمون چاو یا F مقید معروف است. در این آزمون فرضیه  $H_0$  یعنی یکسان بودن عرض از مبداها در مقابل فرضیه  $H_1$  یعنی ناهمسانی عرض از مبداها قرار می گیرد. در صورت رد فرضیه  $H_0$  روش داده های پانل پذیرفته می شود و می توان از روش داده های پانل استفاده کرد. نتایج حاصل از این آزمون در نگاره ۴ ارائه شده است. با توجه به نتایج حاصل از این آزمون و P-Value آن (۰/۰۰۶)، ناهمسانی عرض از مبداها پذیرفته شده و در سطح اطمینان ۹۵٪ میتوان از روش داده های پانل استفاده نمود.

نگاره ۴: نتایج آزمون چاو برای مدل تحقیق

آماره F	درجه آزادی	P-Value	نتیجه	روش تأیید شده
۱/۴۷۷	(۴۷۲،۸۵)	۰/۰۰۶	رد $H_0$	روش داده های پانل

منبع: یافته های پژوهشگر

برای برآورد مدل بر اساس داده های پانل روش های مختلفی همچون روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی وجود دارد که بر حسب مورد، کاربرد خواهند داشت. در روش اثرات ثابت فرض بر این است که ضرایب مربوط به متغیرها (شیب ها) ثابت هستند و اختلافات بین واحدها را می توان به صورت تفاوت عرض از مبدا نشان داد. اما در روش اثرات تصادفی فرض بر این است که جزء ثابت مشخص کننده مقاطع مختلف به صورت تصادفی بین واحدها و مقاطع توزیع شده است. به منظور اینکه مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می شود. فرضیه صفر در این آزمون بیانگر این است که ارتباطی بین جزء اخلاص مربوط به عرض از مبدا و متغیرهای توضیحی وجود ندارد و آن ها از یکدیگر مستقل هستند. در حالی که فرضیه مقابل بیانگر این است که بین جزء اخلاص مورد نظر و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد. از آنجایی که به هنگام وجود همبستگی بین اجزاء اخلاص و متغیر توضیحی با مشکل تورش و ناسازگاری مواجه می شویم، بنابراین بهتر است در صورت پذیرفته شدن  $H_1$  (رد  $H_0$ ) از روش اثرات ثابت استفاده کنیم. هنگامی که بین اجزاء اخلاص و متغیر توضیحی همبستگی وجود نداشته باشد (قبول  $H_0$ )، هر دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی سازگار هستند ولی روش اثرات ثابت ناکارآ بوده و بایستی از روش اثرات تصادفی استفاده شود. نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای فرضیه های تحقیق در نگاره ۵ ارائه شده است.

#### نگاره ۵: نتایج آزمون هاسمن برای مدل تحقیق

روش تأیید شده	نتیجه	P-Value	درجه آزادی	آماره $\chi^2$
روش اثرات تصادفی	پذیرش $H_0$	۰/۲۵۵	۶	۷/۷۷۱

منبع: یافته های پژوهشگر

طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن و  $P-Value$  آن (۰/۲۵۵)، روش اثرات ثابت ناکارآ بوده و بایستی از روش اثرات تصادفی استفاده شود.

در بررسی مفروضات آماری مربوط به مدل، نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند بطوری که احتمال مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ می باشد. همچنین با توجه به اینکه شاخص وضعیت (CI) محاسبه شده برای تمامی متغیرها کوچکتر از ۱۰ می باشد لذا عدم وجود همخطی بین متغیرهای مدل تحقیق مورد تأیید قرار می گیرد. در ارتباط با آزمون استقلال باقیمانده ها نیز، مقدار آماره دوربین-واتسن نزدیک به عدد ۲ می باشد از این رو استقلال باقیمانده ها پذیرفته می شود. برای آزمون عدم وجود ناهمسانی واریانس ها میان باقیمانده ها نیز از آماره ضریب لاگرانژ (LM) استفاده شده است. با توجه به نتایج این آزمون و  $P-Value$  آن (۰/۰۳۶)، فرضیه  $H_1$  مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس میان باقیمانده

ها مورد تأیید قرار گرفته است که برای رفع این مشکل در برآورد از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. خلاصه نتایج حاصل از آزمون های فوق در نگاره ۶ ارائه شده است.

نگاره ۶: نتایج آزمون های مربوط به مفروضات مدل رگرسیون خطی

شاخص وضعیت	آماره LM		آماره JB	
	آماره DW	P-Value	$\chi^2$	P-Value
CI	D			
برای همه متغیرها کوچکتر از ۱۰	۱/۹۹	۰/۰۳۶	۱۰/۷۳۷	۰/۱۲۳

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج آزمون های یاد شده، مدل تحقیق با استفاده از روش داده های پانل بصورت اثرات تصادفی یکطرفه و از طریق روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد شده است که نتیجه آن به شرح نگاره ۷ می باشد.

نگاره ۷: نتایج برآورد مدل تحقیق با استفاده از روش اثرات تصادفی یکطرفه

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه	$R^2$	آماره F	P-Value
ضریب ثابت	-۰/۰۵۸	-۰/۲۷۹	۰/۷۷۹	منفی	۰/۱۶۸۳	۶/۸۱۳	(۰/۰۰۰)
محافظه کاری	-۰/۱۳۱	-۲/۳۷۹	۰/۰۲۱	منفی			
کیفیت افشا	-۰/۱۰۳	-۲/۶۱۸	۰/۰۱۶	منفی			
کیفیت افشا*محافظه کاری	۰/۰۰۲	۱/۹۸۵	۰/۰۴۷	مثبت			
بتا	۰/۰۴۴	۰/۳۴۱	۰/۷۳۲	مثبت			
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۶۱۸	۳/۷۰۳	۰/۰۰۰	مثبت			
اندازه شرکت	-۰/۱۱۴	-۱/۶۴۲	۰/۱۰۱	منفی			

منبع: یافته های پژوهشگر

شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم افزار Eviews به صورت رابطه (۷) خواهد بود:

$$R = -0.058 - 0.131CONSV - 0.103RDISC + 0.002CONSV * RDISC + 0.044Beta + 0.618BTM - 0.114LnSize \quad (7)$$

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد (۰/۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۱۶/۸۳ درصد از تغییرات در هزینه سرمایه سهام عادی توسط متغیرهای مستقل وارد شده در مدل تبیین می گردد. همچنین بررسی نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق نشان می دهد رابطه مثبت و معنی داری

میان نسب ارزش دفتری به ارزش بازار و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد. با این حال، در ارتباط با رابطه متغیرهای بتای بازار شرکت و اندازه شرکت با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معنی داری مشاهده نگردید.

با توجه نتایج ارائه شده در نگاره ۷ از آنجایی که ضریب متغیر کیفیت افشاء ( $RDISC$ ) منفی بوده ( $-0/103$ ) و احتمال آماره  $t$  آن کوچکتر از  $0/05$  می باشد ( $0/016$ )، در نتیجه فرضیه  $H_0$  رد شده و وجود رابطه منفی و معنی داری میان کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. در نتیجه فرضیه اول تحقیق پذیرفته می شود. یافته اخیر با نتایج تحقیقات اسکراند و ورچیا (۲۰۰۲) و آرتیچ و کلارسون (۲۰۱۰) همسو می باشد. همچنین نتایج این تحقیق با شواهد تجربی ارائه شده توسط دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۲) در ارتباط وجود رابطه معکوس میان میزان افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی در ایران نیز سازگار می باشد. در ارتباط با فرضیه دوم، از آنجایی که ضریب متغیر محافظه کاری ( $CONSV$ ) منفی بوده ( $-0/131$ ) و احتمال آماره  $t$  آن کوچکتر از  $0/05$  می باشد ( $0/021$ )، در نتیجه فرضیه  $H_0$  رد شده و وجود رابطه منفی و معنی داری میان محافظه کاری و هزینه سرمایه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می شود. یافته اخیر با نتایج تحقیقات آرتیچ و کلارسون (۲۰۱۰) و کردستانی و حدادی (۱۳۸۸) سازگار می باشد. همچنین برای فرضیه سوم، از آنجایی که ضریب متغیر  $CONSV * RDISC$  مثبت بوده ( $0/002$ ) و احتمال آماره  $t$  آن کوچکتر از  $0/05$  می باشد ( $0/047$ )، در نتیجه فرضیه  $H_0$  رد شده و شواهد حاکی از این است که با افزایش کیفیت افشاء از میزان تأثیر محافظه کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی کاسته می شود. بنابراین فرضیه سوم تحقیق نیز پذیرفته می شود. همچنین بررسی نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق نشان می دهد رابطه مثبت و معنی داری میان نسب ارزش دفتری به ارزش بازار و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد. با این حال، در ارتباط با رابطه متغیرهای بتای بازار شرکت و اندازه شرکت با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معنی داری مشاهده نگردید.

#### ۷- بحث و نتیجه گیری

نتایج این مطالعه نشان می دهد که رابطه معکوس و معنی داری میان کیفیت افشاء و هزینه سرمایه سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران وجود دارد بطوری که با افزایش میزان کیفیت افشاء از هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها کاسته می شود. به نظر می رسد در بازار سرمایه ایران کیفیت افشاء به واسطه تأثیر 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 از نهایتاً از طریق کاهش ریسک اطلاعاتی مرتبط با برآورد پارامترهای توزیع بازده سهام منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود. همچنین بر اساس یافته های این تحقیق در بازار سرمایه ایران میزان محافظه کاری رابطه معکوس و معنی داری با هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها دارد بطوری که با افزایش محافظه کاری از هزینه

سرمایه سهام عادی شرکت‌ها کاسته می‌شود. این موضوع از منظر تئوری قراردادی محافظه‌کاری قابل تبیین می‌باشد. بر اساس تئوری تفسیر قراردادی محافظه‌کاری حسابداری مکانیسمی است برای کاهش تضاد بین اعتباردهندگان و سهامداران و حفظ منافع آن‌ها. هرچه در یک محیط اقتصادی، رفتار مدیران و گزارشگری‌های مالی محافظه‌کارانه‌تر باشد سود حسابداری معقول‌تر و قابل‌انکاتر اندازه‌گیری خواهد شد. این امر منجر به منطقی‌تر شدن انتظارات اعتباردهندگان و سهامداران شده و هزینه سرمایه شرکت را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. همچنین شواهد حاکی از این است که با افزایش کیفیت افشای شرکت‌های ایرانی از میزان تأثیر محافظه‌کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی کاسته می‌شود. این گونه می‌توان استدلال کرد که در بازار سرمایه ایران اثر محافظه‌کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی متأثر از محیط اطلاعاتی شرکت‌ها می‌باشد و تنها در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، انتخاب یک سیستم حسابداری محافظه‌کارانه‌تر می‌تواند از طریق انتقال اطلاعات خصوصی مدیران، منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام عادی گردد.

با توجه به اینکه بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول، بالا بودن کیفیت افشا اثر کاهنده بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌ها دارد، به مدیران مالی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در راستای کاهش هزینه سرمایه سهام خود کیفیت افشای اطلاعات مالی را مد نظر قرار داده و توجه بیشتری به آن معطوف دارند. در این راستا توصیه می‌شود هیئت استانداردهای حسابداری مالی به تدوین استانداردهای مبادرت نماید که در راستای آن ویژگی‌های کیفی افشا رعایت گردد و برای استانداردهایی که امکان کاهش ویژگی‌های کیفی افشا را فراهم می‌آورد کنترل‌ها و محدودیت‌هایی لحاظ نمایند. همچنین از آنجایی که طبق نتایج فرضیه دوم تحقیق سودمندی محافظه‌کاری به عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات مالی در کاهش هزینه سرمایه سهام عادی مورد تأیید قرار می‌گیرد، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه سهام خود بجای گرایش به سمت گزارشگری متهورانه، محافظه‌کاری بیشتری را در اطلاعات مالی خود لحاظ نمایند. همچنین پیشنهاد می‌شود تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری در استانداردهای حسابداری اهمیت بیشتری را برای نقش محافظه‌کاری قائل شوند. مطابق با نتایج فرضیه سوم تحقیق نیز افزایش کیفیت افشا از میزان تأثیر محاذی‌کاری بر هزینه سرمایه سهام شرکت‌ها می‌کاهد. این موضوع بر پررنگ بودن نقش افشا در بازار سرمایه تأکید دارد. از این رو نباید نقش ناظران و قانون‌گذاران بازار سرمایه کم‌اهمیت انگاشته شود و لازم است برای افزایش کیفیت افشا گام‌هایی اساسی از سوی آن‌ها برداشته شود. همچنین با توجه به اینکه تمرکز مالکیت شرکت‌ها در ایران بالا است و ساختار محافظت از سرمایه‌گذاران به نسبت ضعیف می‌باشد، رعایت کیفیت افشا و بهبود آن می‌تواند برای سیاست‌گذاران بورس اوراق بهادار ایران درخور اهمیت باشد.

در هر تحقیق ممکن است محدودیت‌هایی برای محقق وجود داشته باشد که برای رسیدن به بهترین راه کار و نتیجه‌گیری صحیح نیاز به تنظیم مفروضات صحیح نسبت به انجام تحقیق است در این تحقیق نیز مهم‌ترین محدودیت تحقیق که احتمالاً می‌تواند تعمیم‌پذیری نتایج حاصل را تحت تأثیر قرار دهند عدم امکان کنترل شرایط سیاسی، اقتصادی و فرهنگی کشور و جو روانی حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران و

همچنین سطح آگاهی افراد مشارکت کننده بر متغیرهای تحقیق می باشد. علاوه بر این تغییرات مدیریتی نیز می تواند به عنوان یکی از متغیرهای غیر قابل کنترل این تحقیق به شمار آید چراکه متغیر بودن میزان و درجه محافظه کاری هر مدیر، می تواند رفتار محافظه کارانه شرکت ها و همچنین کیفیت افشای آنها را تحت تأثیر قرار دهد. در پایان برای ادامه راه تحقیق و گسترش ادبیات این حوزه در ایران پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی به شرح زیر ارائه می شود:

- ۱) ارزیابی الزامات افشای اطلاعات ناظر بر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و ارائه راهکارهایی در راستای ارتقای شفافیت مالی در کشور
- ۲) بررسی کیفیت افشای شرکتی بر حسب صورت های مالی سالیانه، صورت های مالی میان دوره ای و سایر اطلاعاتی که توسط شرکت ها افشا می شود
- ۳) مقایسه اثر افشای داوطلبانه و اجباری بر هزینه سرمایه شرکت ها
- ۴) بررسی اثر محافظه کاری حسابداری بر سود حسابداری شرکت ها با توجه به تفسیر قانونی و مالیاتی آن.

#### فهرست منابع

- ۱) اعتمادی، حسین. نوروش، عادل آذر و سراجی (۱۳۸۹)، "طراحی و تبیین مدل پیش بینی محافظه کاری حسابداری با تأکید بر ارتباط آن با میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال دوم، شماره ۵، صص ۲۶-۶.
- ۲) حجازی، رضوان و جلالی (۱۳۸۵)، "بررسی عوامل موثر بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی.
- ۳) دستگیر، محسن و حمیدرضا بزاززاده، (۱۳۸۲)، "تأثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی، نشریه تحقیقات مالی"، شماره ۱۶، صص ۱۰۳-۸۳.
- ۴) رایلی، فرانک کی، کیت سی. براون (۱۳۸۸)، "تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار"، ترجمه و اقتباس توسط اسلامی بیدگلی، غلامرضا، هیبتی، فرشاد و رهنمای رودپشتی (۱۳۸۸)، چاپ سوم، انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی، تهران.
- ۵) ستایش، محمد حسین، کاظم نژاد و ذولفقاری (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، پاییز ۹۰، صص ۷۴-۵۵.
- ۶) عرب مازار یزدی، محمد و طالبیان (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۱، صص ۳۰-۱.



- ۷) کردستانی، غلامرضا و مجدی (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین ویژگیهای کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۴۸، صص ۱۰۴-۸۵.
- ۸) کردستانی، غلامرضا و مجید حدادی (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین محافظه کاری حسابداری و هزینه سرمایه"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد تهران مرکز.
- ۹) لشگری، زهرا و شیرزاد نادری (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه سطح افشا و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال اول، شماره ۳، صص ۷۵-۹۱.
- ۱۰) ملکیان، اسفندیار، عدیلی، ابراهیمیان و امیرپورملا (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، نهمین همایش سراسری حسابداری ایران، دانشگاه سیستان و بلوچستان، ۲۱ و ۲۲ اردیبهشت ۱۳۹۰.
- ۱۱) نوروش، ایرج و علی حسینی (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین کیفیت افشا و مدیریت سود، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی"، سال شانزدهم، شماره ۵۵، صص ۱۳۴-۱۱۷.
- ۱۲) هاشمی، سید عباس، فرهمند و شامیرزایی (۱۳۹۰)، "تأثیر محافظه کاری شرطی بر هزینه سرمایه سهام عادی"، مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۷، زمستان ۱۳۹۰، صص ۶۷-۴۷.
- 13) Amihud, Y., and H. Mendelson, (1986), "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread", Journal of Financial Economics, Vol. 17, PP.223-249.
- 14) Artiach, T. C. and Clarkson, P. M., (2010), "Disclosure, Conservatism and The Cost of Equity Capital: A Review of The Foundation Literature", Accounting & Finance, Article first published online: 8 NOV 2010.
- 15) Bagnoli, M. and S. Watts, (2005), "Conservative Accounting Choices", Management Science, 51(5),PP. 786-801.
- 16) Bushee, B., and Noe C., (2000), "Disclosure Quality, Institutional Investor, and Stock Return Volatility", Journal of Accounting System, Vol. 38, Supplement.
- 17) Chan, Ann L.C., Lin, Stephen W.J., and Norman Strong, (2009), "Accounting Conservatism and The Cost of Equity Capital: UK Evidence", Managerial Finance, Vol. 35 Iss: 4, PP.325 - 345
- 18) Diamond, D, and Verrecchia R, (1991), "Disclosure, Liquidity and Cost of Equity Capital", The Journal of Finance, September, pp. 1325-1360.
- 19) Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper, (2004), "Costs of Equity and Earnings Attribute", The Accounting Review, 79(4), PP. 967-1010.
- 20) Givoly, D. and C. Hayn, (2000), "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?", Journal of Accounting and Economics, 29(3),PP. 287-320.
- 21) Klein, R., and V. Bawa, (1976), "The Effect of Estimation-Risk on Optimal Portfolio Choice", Journal of Financial Economics, 3, PP. 215-231.
- 22) Schrand, C., and Verrecchia, E., (2002), "Disclosure Choice and Cost of Capital: Evidence from Under- Pricing in Initial Public Offering S. Unpublished", Available at URL: <http://Credit.Wharto.upenn.edu/Faculty/Schrand/SV.12.18.02.pdf>.
- 23) Watts, R., (2003a), "Conservatism in accounting Part I: Explanations and Implications", Accounting Horizons, 17(3),PP. 207-221.
- 24) Watts, R.,(2003b), "Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities, Accounting Horizons, 17(4),PP. 287-301.

1. Artiach and Clarkson
2. Basu
3. Amihud and Mendelson
4. Schrand and Verrecchia
5. Diamond and Verrecchia
6. Bushee and Noe
7. Klein and Bawa
8. Watts
9. Bagnoli and Watts
10. Givoly and Hayn