

بررسی ارتباط کیفیت افشا، ساختار مالکیت و تأخیر در گزارشگری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

بیژن خزدوزی^۱، آرش جهانگیری^۲

^۱ استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج

^۲ کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول:

بیژن خزدوزی

چکیده

هدف این تحقیق بررسی ارتباط کیفیت افشا، ساختار مالکیت و تأخیر در گزارشگری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به منظور دستیابی به اهداف تحقیق با استفاده از رگرسیون چندگانه با کنترل عوامل تعیین کننده هزینه حقوق صاحبان سهام از اطلاعات ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۵ ساله (۱۳۸۸-۱۳۹۲) استفاده شده است. برای سنجش کیفیت افشاء از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "کیفیت افشاء، اطلاع رسانی مناسب" منتشر می شود، استفاده شد، و معیار ساختار مالکیت، مالکیت نهادی و مدیریتی می باشد، و معیار سنجش تأخیر در گزارشگری سود تعداد روزهای بین پایان سال مالی و تاریخ انتشار صورت های مالی است. نتایج تحقیق نشان داد که بین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و کیفیت افشاء با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد، نتایج تحقیق همچنین نشان داد که بین تأخیر در گزارشگری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، کیفیت افشاء، تأخیر در گزارشگری سود، هزینه حقوق صاحبان سهام

مقدمه

با وجود رقابت روزافزون در محیط تجاری، دستیابی به منابع کمیاب سرمایه یکی از نگرانی های مدیریت می باشد. هر یک از تامین کنندگان منابع سرمایه، بازدهی متناسب با ریسکی که پذیرفته اند مطالبه می نمایند؛ لذا هر چه قدر که عدم اطمینان نسبت به یک شرکت بیشتر باشد بازده مورد انتظار سرمایه گذار افزایش خواهد یافت و سرمایه با هزینه بیشتر تامین خواهد گردید. حال گزارشگری مالی به عنوان مکانیزمی برای کاهش عدم اطمینان و جلب اعتماد سرمایه گذار مورد استفاده قرار می گیرد. این در حالی است که به دلیل جدایی مدیریت از مالکیت امکان نظارت مستقیم بر عملکرد مدیر وجود ندارد و به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع میان گروه های مختلف احتمال گزارشگری جانبدارانه وجود دارد. لذا کیفیت بالای حاکمیت شرکتی به عنوان ناظری بر نحوه عملکرد مدیریت و نوع گزارشگری وی به منظور مکانیزمی برای کاهش این عدم اطمینان و هم چنین افزایش قابلیت اتکا و مربوط بودن صورتهای مالی مورد استفاده قرار می گیرد.

هزینه سرمایه نیز یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی به شمار می رود. هزینه سرمایه در تصمیمات تامین مالی نقش مهمی ایفا می کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نماید. هزینه سرمایه به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد در مدل ارزش افزوده اقتصادی به شمار می رود. هزینه سرمایه دارای کاربردهای دیگری می باشد و به عنوان معیار پذیرش طرح های سرمایه گذاری جدید و نرخ تنزیل برای محاسبه ارزش افزوده بازار به کار گرفته می شود (بولو، ۱۳۸۶). میان اقلام تشکیل دهنده هزینه سرمایه، نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام مهمترین عنصر است به طوری که شرکت ها درصد بالایی از سرمایه خود را از این محل تامین می کنند.

تحقیقات انجام شده نشان می دهد که ارائه به موقع اطلاعات و کیفیت بالای حاکمیت شرکتی باعث کاهش ریسک اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (به ویژه خطر انتخاب نامطلوب) می گردد. از این رو عدم اطمینان سرمایه گذاران درباره اطلاعات مالی شرکت کاهش می یابد و بازده کمتری را مطالبه می کنند و در نهایت شرکت ها هزینه سرمایه کمتری را متحمل می شوند (بارف و همکاران، ۲۰۰۹).

در این مطالعه سعی بر آن است که این موضوع در محیط تجاری ایران به صورت تجربی مورد بررسی قرار گیرد، بنابراین سؤال های که این تحقیق به دنبال یافتن پاسخ آن است به شرح زیر می باشد:

۱. آیا بین ساختار مالکیت و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد؟
۲. آیا بین تأخیر در گزارشگری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد؟
۳. آیا بین کیفیت افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد؟

مبانی نظری:

حاکمیت شرکتی نوعی نظارت است که در شرکت ها به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کنترل آزادی عمل مدیران در گزارشگری مالی استفاده می شود (هان ون و همکاران^۱، ۲۰۰۸). کیفیت بالای حاکمیت شرکتی اعتبار اطلاعات در دسترس سرمایه گذاران را افزایش می دهند. هرچه دقت و کیفیت اطلاعات ارایه شده از سوی شرکت بالاتر باشد، ریسک اطلاعاتی کاهش یافته و به تبع آن از میزان عدم اطمینان سرمایه گذاران کاسته می شود. کاهش عدم اطمینان موجب تقاضای نرخ بازده کمتری از سوی سرمایه گذاران شده و بر این اساس می توان استدلال کرد که این امر منجر به کاهش هزینه سرمایه می شود. مدیریت صورت های مالی را تهیه می کند و این صورتهای مالی قبل از افشاء حسابرسی می شوند. حسابرسان قادرند بر انتخاب روش های حسابداری توسط مدیریت تاثیر بگذارند (آنتل و همکاران^۲، ۱۹۹۱). از این رو صورت های مالی نهایی را تحت تاثیر قرار داده و سبب افزایش قابلیت اتکاء ارقام حسابداری گزارش شده می شوند (الیوت و همکاران^۳، ۱۹۹۸). سهامداران بزرگ در مقایسه با سهامداران کوچکتر توانایی مالی بیشتری دارند تا کنترل و اطمینان بخشی بهتری را انجام دهند و اثرات نامطلوب تفکیک مالکیت و مدیریت را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده کنندگان و تهیه کنندگان صورت های مالی رقیق می کند. بنابراین حاکمیت شرکتی

¹ Hanwen et al

² Antle et al

³ Eliot et al

ابزار کاهش ریسک اطلاعاتی و افزایش کیفیت گزارشگری مالی است. کاهش ریسک اطلاعاتی باعث کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود (لیوز^۱، ۲۰۰۵).

از طرفی نیز بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به گونه ای عمل نمایند یا تصمیم هایی را اتخاذ کنند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. مطابق این تئوری، باید ساز و کارهای کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت از سهامداران در مقابل تضاد منافع ایجاد شود. موضوع افشا به موقع صورتهای مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن به عنوان یک راهکار عملی مورد توجه قرار گرفته است. جریان شفاف و باکیفیت اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود (حساس یگانه و خیر الهی، ۱۳۸۷).

باتوجه به اینکه گزارشگری مالی باید اطلاعات مربوط را در اختیار استفاده کنندگان قرار دهد تا در فرایند تصمیم گیری آنها مورد استفاده واقع شود، میزان و دقت اطلاعات می تواند بر هزینه سرمایه تأثیر گذارد. معمولاً هرچه قدر دقت و کیفیت اطلاعات بالا برود هزینه سرمایه ی کاهش می یابد. کیفیت بالای اطلاعات و تقارن اطلاعاتی موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه گذاران در رابطه با تصمیمات سرمایه گذاری می شود. برعکس هرچه قدر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیشتر باشد به جهت پذیرش ریسک بیشتر هزینه سرمایه بالا را مطالبه می کنند.

امروزه به دلیل گسترش فعالیت های اقتصادی، توسعه بازارهای مالی و رونق سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه به خصوص بورس اوراق بهادار توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، مهم ترین ابزار جهت اتخاذ تصمیمات مالی، دسترسی به اطلاعات درست و به موقع و تحلیل دقیق و واقع بینانه آن می باشد. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه های معاملاتی، نقدشوندگی پایین می باشد (خدامی پور و قدیری، ۱۳۸۹). از طرف دیگر، هنگام عرضه عمومی سهام، افراد برای تصمیم گیری در مورد خرید سهام نیازمند اطلاعات به موقع جهت تصمیم گیری می باشند. در صورت وجود اطلاعات نامتقارن هنگام عرضه سهام گروهی از افراد مطلع بازده غیرعادی کسب می کنند و در نتیجه سرمایه افراد عادی و کسانی که اطلاعات کمتری دارند به خطر می افتد.

به موقع بودن بدین معناست که قبل از اینکه اطلاعات ظرفیت تأثیرگذاری خود بر تصمیم گیری را از دست بدهد، در اختیار فرد تصمیم گیرنده قرار گیرد. در برخی از مطالعات، از محتوای اطلاعاتی سود به عنوان یکی از معیارهای کیفیت سود یاد شده است که برای عملیاتی نمودن این معیار از به موقع بودن استفاده شده است.

پیشینه پژوهش:

ایگبی و آنا^۲ (۲۰۰۸)، تأثیر افشا و حاکمیت شرکتی را بر ریسک سرمایه گذاری در نمونه ای شامل ۷۶۸ شرکت آمریکایی بررسی کردند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که در بلندمدت افزایش کیفیت افشا و حاکمیت شرکتی به سبب افزایش شفافیت گزارشگری مالی سبب کاهش ریسک کل و ریسک غیر سیستماتیک می شود.

چوی و همکاران^۳ (۲۰۱۰) در تحقیقی نشان دادند که کیفیت حاکمیت شرکتی اثر کاهشی قابل ملاحظه ای بر هزینه ی سرمایه دارد اما کیفیت حسابرسی دارای چنین اثری نیست.

مت نور و سولانگ^۴ (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی شامل سود تقسیمی، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت خارجی، درصد سهام هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره بر ارزش ۴۰۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار مالزی در بین سال های ۲۰۰۲-۲۰۰۵ پرداختند. آنها برای تعیین ارزش از معیار کیوتوبین استفاده کرده اند، و به رابطه مثبت و معناداری بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت رسیدند.

چو و چوی^۵ (۲۰۱۴) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین بیش سرمایه گذاری و هزینه سرمایه و تأثیر ساختار مالکیت بر این ارتباط پرداختند، نتایج تحقیق نشان داد که یک رابطه مثبت و معنادار بین بیش سرمایه گذاری و هزینه سرمایه وجود دارد، نتایج تحقیق

¹ Leuz

² Aigbe and Anna

³ Choi et al

⁴ Mat nor and sulong

⁵ Cho and choi

همچنین نشان داد که ارتباط بین بیش سرمایه گذاری و هزینه سرمایه در شرکت های دارای درصد بالای سهامداران نهادی و مدیریتی ضعیف تر است.

آچک و گلالی^۱ (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان کیفیت حسابرسی، به موقع بودن افشا و هزینه سرمایه در ۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس تونس در فاصله زمانی ۲۰۰۳-۲۰۱۲ به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت حسابرسی و هزینه سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که بین فاصله زمانی بین پایان سال مالی و تاریخ ارائه گزارش حسابرسی (معیار افشا به موقع) و هزینه سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نور و همکاران^۲ (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود و هزینه سرمایه پرداختند و به این نتیجه رسیدند که افزایش کیفیت حسابرسی منجر به افزایش کیفیت سود و کاهش هزینه سرمایه می شود.

خلیف و اعظم^۳ (۲۰۱۵) در تحقیق خود تحت عنوان افشا داوطلبانه، ساختار مالکیت، تأخیر در گزارشگری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام به این نتیجه رسید که بین هزینه حقوق صاحبان سهام و افشا داوطلبانه رابطه منفی و معناداری وجود دارد، نتایج تحقیق همچنین نشان می دهد که رابطه مثبت و معناداری بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ساختار مالکیت دولتی و تأخیر در گزارشگری سود وجود دارد.

پیشینه داخلی:

عرب مازار یزدی و طالبیان (۱۳۸۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ پرداختند. یافته های تحقیق حاکی از آن است که هزینه سرمایه ی شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی پایین از هزینه سرمایه ی شرکت های با کیفیت اقلام تعهدی بالا بیش تر است. همچنین یافته های پژوهش آن ها نشان داد که اقلام تعهدی اختیاری بیشتر از اقلام تعهدی غیر اختیاری، هزینه سرمایه شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهد.

حاجیه و سبحانی (۱۳۹۲) در مقاله ی به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که اندازه مؤسسه حسابرسی و تداوم انتخاب حسابرس رابطه معکوس و معناداری با هزینه سرمایه ی دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه پرداختند که بدین منظور چهار معیار مختلف هزینه سرمایه شامل هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته، هزینه بدهی و میانگین موزون هزینه سرمایه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از بررسی ۹۴ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۰ با استفاده از داده های ترکیبی حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی معیار هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی رابطه معنادار وجود دارد اما بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار دیگر هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سود انباشته و میانگین موزون هزینه

سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به نتایج فوق، می توان بیان نمود که تعریف عملیاتی هزینه سرمایه بر وجود یا عدم وجود رابطه مذکور اثرگذار است.

واعظ و احمدی (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین برخی شاخص های کیفی حسابرسی و ویژگی های شرکت با تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی پرداختند نتایج حاصل از فرضیات پژوهش نشان می دهد که بین تداوم انتخاب حسابرس و تمرکز مالکیت با تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی رابطه منفی وجود دارد. همچنین بین ریسک ورشکستگی و تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی رابطه مثبت وجود دارد. نتایج تحقیق رابطه معناداری بین تخصص حسابرس در صنعت و تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی را نشان نمی دهد.

آقایان و رمضان احمدی (۱۳۹۵) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و افشاء به موقع با هزینه سرمایه در ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداختند، نتایج حاصل از فرضیات پژوهش نشان می دهد که بین اندازه مؤسسه حسابرسی و هزینه سرمایه رابطه منفی و معنادار وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که بین

¹ Achek and Galali

² Noor et al

³ Khalif and Azzam

تداوم انتخاب حسابرس و هزینه سرمایه رابطه منفی و معنادار وجود دارد، نتایج تحقیق همچنین نشان داد بین تأخیر در گزارشگری و هزینه سرمایه رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

فرضیه های پژوهش:

برای تأمین هدف پژوهش حاضر فرضیه های زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین مالکیت نهادی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین مالکیت مدیریتی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین تأخیر در گزارشگری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین کیفیت افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش:

پژوهش حاضر از لحاظ هدف از نوع کاربردی است. در این نوع پژوهش، هدف توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. روش پژوهش از نوع نیمه تجربی است و به توصیف ارتباط متغیرها از طریق تحلیل همبستگی می پردازد. در این پژوهش از اطلاعات تاریخی شرکت ها استفاده شده است. با توجه به اهداف پژوهش برای بررسی فرضیه ها از الگوی رگرسیونی استفاده شده است. این پژوهش مبتنی بر ارقام واقعی بازار سهام و صورت های مالی سالانه حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش اطلاعات مالی مورد نیاز از صورت های مالی حسابرسی شده و یادداشت های همراه مربوط به شرکت های مورد مطالعه و با کمک لوح های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران به دست آمده است.

جامعه آماری، روش نمونه گیری و حجم نمونه:

دوره زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در انتخاب نمونه از جامعه مورد نظر معیارهای زیر در نظر گرفته شده است.

۱. اطلاعات مورد نیاز مربوط به سال های تحت بررسی، برای شرکت های انتخابی به طور کامل از منابع مختلف، در دسترس باشد.
 ۲. سال مالی شرکت مزبور ۲۹ اسفند هر سال باشد.
 ۳. شرکت های انتخابی در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۴. شرکت ها باید در طول سال مالی تداوم فعالیت داشته باشند.
 ۵. شرکت ها جزء صنایع واسطه گری، سرمایه گذاری، لیزینگ و شرکت های بیمه نباشند.
- با در نظر گرفتن شرایط فوق تعداد ۱۰۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ که دارای شرایط فوق بودند به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

شرح اندازه گیری متغیرهای تحقیق:

متغیرهای این پژوهش شامل سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی به شرح زیر است.

متغیر وابسته:

هزینه حقوق صاحبان سهام:

برای اندازه گیری آن از نسبت درآمد به قیمت هر سهم استفاده می شود.

$$k = e/p$$

که در این مدل:

E: سود مورد انتظار هر سهم در سال آینده

P: قیمت جاری هر سهم

$$E = (1 + g) * \text{سود هر سهم سال جاری}$$

G: نرخ رشد سود سهام

متغیرهای مستقل:

مالکیت نهادی: از مجموع سهام در اختیار بانکها و بیمه ها، هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت بدست می آید.

مالکیت مدیریتی: این متغیر سهام در اختیار هیئت مدیره و مدیر عامل تعریف می شود.

تأخیر در گزارشگری سود: برابر است با فاصله زمانی بین پایان سال مالی و تاریخ انتشار صورت های مالی

کیفیت افشا: برای سنجش این متغیر از امتیاز تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس اوراق بهادار و از طریق اطلاعیه کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب منتشر می شود، استفاده می شود.

متغیرهای کنترل:

MB: برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

اهرم مالی: برابر است با نسبت جمع بدهی به جمع دارایی ها

بازده دارایی ها: برابر است با نسبت سود خالص به جمع دارایی ها

اندازه شرکت: برابر است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت

مدل پژوهش:

با توجه به مبانی نظری و پیشینه تحقیق جهت آزمون فرضیات تحقیق از مدل خلیف و همکاران (۲۰۱۵) استفاده می شود.

$$K = \beta_0 + \beta_1 MO + \beta_2 IO + \beta_3 EAL + \beta_4 DISQ + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \beta_7 SIZE + \beta_8 MB + \varepsilon$$

که در این مدل:

K: هزینه حقوق صاحبان سهام ؛ MO: مالکیت مدیریتی؛ IO: مالکیت نهادی؛ EAL: تأخیر در گزارشگری سود؛ MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ LEV: اهرم مالی؛ ROA: بازده دارایی ها؛ SIZE: اندازه شرکت؛ DISQ: کیفیت افشا

یافته های پژوهش:

آمار توصیفی:

برای ارائه یک نمای کلی از ویژگی های مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه و کمینه مشاهدات ارائه شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف
هزینه حقوق صاحبان سهام	۰,۲۰۳	۰,۰۸۴	۰,۹۸۵	-۰,۶۷۸	۰,۳۴۲
کیفیت افشا	۹۸,۰۲۲	۶۸	۳۶۵	-۸	۷۶,۷۷۴
تأخیر در گزارشگری سود	۷۳,۵۰۵	۷۴	۱۳۰	۲۰	۲۵۰,۸
مالکیت نهادی	۰,۷۲۱	۰,۸۰۷	۱	۰	۰,۲۵۳
مالکیت مدیریتی	۰,۶	۰,۷۲۲	۱	۰	۰,۳۱۳
اهرم مالی	۰,۶۷۳	۰,۶۶۱	۱,۸۲۴	۰,۰۵۹	۰,۲۵۸
MB	۱,۸۶۵۷	۱,۰۷۳	۵,۵۳۷	-۴,۴۲۱	۱,۵۹۸
بازده داراییها	۰,۰۸۷	۰,۰۸۴	۰,۵۸۲	-۰,۵۲۳	۰,۱۴۱
اندازه شرکت	۱۳,۳۵۵	۱۳,۴۵۶	۱۸,۳۹۵	۱۰,۰۳۱	۱,۲۴۹

همانگونه که در جدول (۱) قابل مشاهده است به طور متوسط میانگین هزینه حقوق صاحبان سهام ۰/۲۰۳ است؛ به طور متوسط رتبه کیفیت افشا شرکت های نمونه ۹۸/۰۲۲ بوده است؛ به طور متوسط شرکت های نمونه ۷۳/۵۰۵ روز بعد از پایان سال مالی صورت های مالی خود را منتشر کرده اند؛ میانگین مالکیت سهامداران نهادی در شرکت های نمونه ۰/۷۲۱ بوده است؛ میانگین مالکیت مدیرعامل و هیئت مدیره ۰/۶ بوده است؛ میانگین اهرم مالی ۰/۶۷۳ بوده است که درصد بالای تأمین مالی از طریق بدهی را نشان می دهد؛ به طور متوسط نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ۱/۸۶۵ بوده است؛ میانگین سود آوری دارایی های شرکت های نمونه ۰/۰۸۷ بوده است؛ میانگین لگاریتم طبیعی اندازه شرکت ۱۳/۳۵۵ بوده است.

آمار استنباطی

برای برآورد الگوی تحقیق طی دوره ی زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۲ در چارچوب داده های ترکیبی، ابتدا از آزمون چاو مقید استفاده شده است. این آزمون تعیین کننده ی استفاده از مدل Pooled یا مدل اثرات ثابت است.

جدول (۲): نتایج آزمون چاو (F مقید)

شرح	آماره F	سطح خطای ۵ درصد
آزمون چاو برای بررسی مدل	۲/۶۲۵	۰/۰۰۰

همان طور که در نگاره (۲) مشاهده می شود، آماره ی F در سطح خطای ۵ درصد معنی دار است، بنابراین، آزمون چاو، مشابه بودن عرض از مبدا در تمام دوره ها را به طور قوی رد کرده است. از این رو، در این آزمون روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. در مرحله ی بعد، روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی آزمون می شود. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده شده است.

جدول (۳): آزمون هاسمن

شرح	آماره آزمون	سطح خطای ۵ درصد
آزمون هاسمن برای بررسی مدل	۵۶/۷۲	۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۳)، آماره‌ی محاسباتی آزمون هاسمن در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار شده است، بنابراین، عدم وجود رابطه بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی رد شده است. از این رو، برای برآورد مدل از روش اثرات ثابت استفاده خواهد شد.

نتایج برآورد مدل تحقیق:

روش مورد استفاده در این پژوهش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی است. در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون جهت تشخیص خود همبستگی مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره‌ی دوربین-واتسون در بازه (۱،۵-۲،۵) باشد، استقلال جمله‌ی خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر جهت بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. نگاره‌ی شماره‌ی (۴) نتایج حاصل از برآورد مدل تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول (۴): نتایج برآورد مدل تحقیق

متغیر	ضریب	آماره آزمون	سطح معنی داری
کیفیت افشاء	-۰،۰۰۱	-۲،۱۵۶	۰،۰۳۲
تأخیر در گزارشگری سود	۰،۰۰۳	۴،۸۰۱	۰،۰۰۰
مالکیت نهادی	-۰،۳۵۵	-۸،۸۵۲	۰،۰۰۰
مالکیت مدیریتی	-۰،۰۳۷	-۲،۱۹۲	۰،۰۲۹
اهرم مالی	-۰،۰۴۱	-۰،۵۵۱	۰،۵۸۲
MB	۰،۰۰۷	۱،۱۳۵	۰،۰۲۵
بازده داراییها	۰،۲۵۷	۲،۶۹	۰،۰۰۸
اندازه شرکت	-۰،۰۰۴	-۰،۱۴۵	۰،۸۸۵
عرض از مبدأ	۰،۳۱۲	۰،۸۲۸	۰،۰۰۴
آماره F	۶،۶۲	احتمال آماره F	۰،۰۰۰
ضریب تعیین	۰،۶۵۲	ضریب تعیین تعدیل شده	۰،۵۵۳
آماره دوربین واتسون	۲،۳۸۵		

جدول (۴) نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل تحقیق را نشان می‌دهد. برای این مدل آماره‌ی دوربین - واتسون^۱ برابر با ۲،۳۸۵ است که در سطح خطای ۵ درصد خود همبستگی جمله‌ی اخلاص رد می‌شود. مقدار احتمال مربوط به آماره‌ی F جهت تصریح مدل برابر ۰/۰۰۰ است که از ۵ درصد کمتر است. از این رو، فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار بودن مدل پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده‌ی مدل برابر با ۰/۵۵۳ است. این آماره نشان‌دهنده‌ی این است که حدود ۵۵ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله‌ی متغیرهای مستقل و کنترل قابل توصیف است. با توجه به رد نشدن آماره‌های مدل، فرضیه‌های تحقیق بررسی می‌شود.

آزمون فرضیه اول:

فرضیه اول تحقیق به شکل زیر تدوین شده است:

بین مالکیت نهادی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

¹ . Durbin-Watson Statistic

سطح خطای احتمال مربوط به فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر مالکیت نهادی بر هزینه حقوق صاحبان سهام، برابر $0/000$ است که از $0/05$ کوچکتر است، بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد فرض صفر رد می شود. ضریب متغیر مستقل مالکیت نهادی نیز $0/355-$ است. با توجه به منفی بودن ضریب می توان نتیجه گرفت که مالکیت نهادی تأثیر معنادار و معکوس بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد.

آزمون فرضیه دوم:

فرضیه دوم تحقیق به شکل زیر تدوین شده است:

بین مالکیت مدیریتی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

سطح خطای احتمال مربوط به فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر مالکیت مدیریتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام، برابر $0/029$ است که از $0/05$ کوچکتر است، بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد فرض صفر رد می شود. ضریب متغیر مستقل مالکیت مدیریتی نیز $0/37-$ است. با توجه به منفی بودن ضریب می توان نتیجه گرفت که مالکیت مدیریتی تأثیر معنادار و معکوس بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد.

آزمون فرضیه سوم:

فرضیه سوم تحقیق به شکل زیر تدوین شده است:

بین تأخیر در گزارشگری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

سطح خطای احتمال مربوط به فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر تأخیر در گزارشگری سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام، برابر $0/000$ است که از $0/05$ کوچکتر است، بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد فرض صفر رد می شود. ضریب متغیر مستقل تأخیر در گزارشگری سود نیز $0/03+$ است. با توجه به مثبت بودن ضریب می توان نتیجه گرفت که تأخیر در گزارشگری سود تأثیر معنادار و مستقیم بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد.

آزمون فرضیه چهارم:

فرضیه چهارم تحقیق به شکل زیر تدوین شده است:

بین کیفیت افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

سطح خطای احتمال مربوط به فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر کیفیت افشاء بر هزینه حقوق صاحبان سهام، برابر $0/32$ است که از $0/05$ کوچکتر است، بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد فرض صفر رد می شود. ضریب متغیر مستقل مالکیت مدیریتی نیز $0/37-$ است. با توجه به منفی بودن ضریب می توان نتیجه گرفت که مالکیت مدیریتی تأثیر معنادار و معکوس بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد.

نتیجه گیری:

هزینه سرمایه عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه گذاران در شرکت تامین شود. بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی و گزارشگری به موقع باعث افزایش منافع سرمایه گذاران می شود زیرا باعث تعدیل مشکلات بنگاه در ارتباط با تصمیم گیری های سرمایه گذاری مدیران، افزایش کارایی قراردادهای، سهولت نظارت بر مدیران و کاهش دعوی حقوقی می گردد. این مزایا باعث کاهش اثرات منفی ناشی از نتایج این واقعیت می شود که اشخاص وابسته به شرکت دارای عدم تقارن اطلاعاتی هستند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق نشان می دهد که بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. و این به این معنی است که هر چه درصد مالکیت سهامداران نهادی بالا باشد هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد. زیرا سهامداران نهادی بزرگ در مقایسه با سهامداران کوچکتر توانایی مالی بیشتری دارند تا کنترل و اطمینان بخشی بهتری را انجام دهند و اثرات نامطلوب تفکیک مالکیت و مدیریت را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده کنندگان و تهیه کنندگان صورت های مالی رقیق می کند. بنابراین مالکان نهادی ابزار کاهش ریسک اطلاعاتی و افزایش کیفیت گزارشگری مالی می باشند، و کاهش ریسک اطلاعاتی باعث کاهش هزینه سرمایه سهام عادی می شود (لیوز^۱، ۲۰۰۵). به عبارت دیگر به موازات افزایش مالکیت سهامداران نهادی هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد که این رابطه را می توان به کاهش ریسک سرمایه گذاری مرتبط کرد. یعنی در اثر سرمایه گذاری سهامداران نهادی کنترل های مؤثرتری بر عملکرد مدیران اعمال می شود و میزان اختیارات مدیران در جهت اعمال فرصت طلبانه کاهش می یابد به همین دلیل منجر به کاهش ریسک سرمایه گذاری می گردد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان می دهد که بین درصد مالکیت سهامداران مدیریتی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. و این به این معنی است که هر چه درصد مالکیت سهامداران مدیریتی مانند هیئت مدیره و مدیرعامل بالا باشد هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد. حاکمیت شرکتی نوعی نظارت است که در شرکت ها به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کنترل آزادی عمل مدیران در گزارشگری مالی استفاده می شود (هان ون و همکاران^۲، ۲۰۰۸). کیفیت بالای حاکمیت شرکتی ناشی از افزایش درصد مالکیت سهامداران مدیریتی اعتبار اطلاعات در دسترس سرمایه گذاران را افزایش می دهند. هرچه دقت و کیفیت اطلاعات ارایه شده از سوی شرکت بالاتر باشد، ریسک اطلاعاتی کاهش یافته و به تبع آن از میزان عدم اطمینان سرمایه گذاران کاسته می شود. کاهش عدم اطمینان موجب تقاضای نرخ بازده کمتری از سوی سرمایه گذاران شده و بر این اساس می توان استدلال کرد که این امر منجر به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم تحقیق نشان می دهد که بین تأخیر در گزارشگری سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. و این به این معنی است که هر چه میزان تأخیر در گزارشگری سود بالا باشد هزینه حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد.

باتوجه به اینکه گزارشگری مالی باید اطلاعات مربوط و به موقع را در اختیار استفاده کنندگان قرار دهد تا در فرایند تصمیم گیری آنها مورد استفاده واقع شود، زمان ارائه این اطلاعات می تواند بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر گذارد. معمولاً هرچه قدر اطلاعات با تأخیر منتشر شود کیفیت گزارشگری مالی کاهش می یابد که در نتیجه آن هزینه حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم تحقیق نشان می دهد که بین کیفیت افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

زیرا باتوجه به اینکه گزارشگری مالی باید اطلاعات مربوط را در اختیار استفاده کنندگان قرار دهد تا در فرایند تصمیم گیری آنها مورد استفاده واقع شود، میزان و دقت اطلاعات می تواند بر هزینه سرمایه تأثیر گذارد. معمولاً هرچه قدر دقت و کیفیت اطلاعات بالا برود هزینه سرمایه کاهش می یابد. کیفیت بالای اطلاعات و تقارن اطلاعاتی موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه گذاران در رابطه با تصمیمات سرمایه گذاری می شود. برعکس هرچه قدر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیشتر باشد به جهت پذیرش ریسک بیشتر هزینه سرمایه بالا را مطالبه می کند

¹ Leuz² Hanwen et al

منابع و مراجع

- [۱] آقاییان، حامد و رمضان احمدی، محمد (۱۳۹۵) « بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و به موقع بودن افشا با هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی
- [۲] بولو، قاسم (۱۳۸۶). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی های کیفی سود. پایان نامه دکتری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی.
- [۳] حاجیه، زهره و سبحانی، ندا (۱۳۹۲). « بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۴، صص ۱۲۹-۱۴۶
- [۴] حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشد (۱۳۸۷). «حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابداری». مجله حسابداری، سال بیست و سوم، شماره ۲۰۳، صص ۷۴-۷۹
- [۵] ستایش، محمد حسین، غفاری، محمد جواد و رستم زاده، ناصر (۱۳۹۲). « بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه». مجله پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۲۵-۱۴۶
- [۶] عرب مازار یزدی، مصطفی و طالبیان، سید محمد (۱۳۸۸). « کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه». مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۱، صص ۱-۳۰
- [۷] واعظ، سید علی و احمدی، وریا (۱۳۹۴). « بررسی ارتباط بین برخی شاخص های کیفی حسابرسی و ویژگی های شرکت با تأخیر در ارائه گزارش حسابرسی». مجله دانش حسابرسی، شماره ۶۲، صص ۱۰۱-۱۲۰
- [8] Acheck .I. Galali. M. (2015). Audit Quality, Timely Disclosure, and the Cost of Debt: Tunisian Evidence. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, April 2015, Vol. 11, No. 4, 194-209
- [9] Aigbe, .A., Anna D. Martin. (2008). "Influence of disclosure and governance on risk of US financial services firms following Sarbanes-Oxley", *Journal of Banking & Finance*, 32, (2008),pp. 2124-2135.
- [10] Antle, Rick, and Barry, Nalebuff. (1991). "Conservatism and Auditor- Client Negotiations". *Journal of Accounting Research* 29 (3):31-54.
- [11] Barth, Mary E. ; Konchitchki, Yaniv; Landsman, Wayne. (2009). Cost of Capital and Earnings Transparency. Research Paper Series, Stanford University, Graduate School of Business.
- [12] Cho, J., & Choi, H. (2014). Over-Investment And The Cost Of Debt. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 30(6), 1739-1752.
- [13] Choi, J. H., Kim, C. F., Kim, J. B., Zang, Y. S. 2010. Audit office size, Audit quality and Audit pricing. *Auditing: A Journal of practice & theory*, Vol. 29, No.1: 73-97.
- [14] Damodaran. A swath,(2002),"DAMODARAN ON VALUATION:Security Analysis for Investment and Corporate Finance"John Wiley . New York.
- [15] Elliott, Robert K., and Peter D. Jacobson. (1998). "Audit Independence Concepts". *CPA Journal* 68 (12):30.
- [16] Hanwen, Chen, Jeff, Z. Chen, Gerald, Lobo and Yanyan, Wang. (2008). "Effects of Audit Quality on Cost of Equity Capital and Earnings Management: Evidence from China". <http://www.SSRN.com>
- [17] Khlif.H, Samaha.KH, Azzam. I (2015). Disclosure, Ownership Structure, Earnings Announcement Lag and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: the case of the Egyptian Stock Exchange, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 16 Iss 1 pp:1-47
- [18] Leuz, C. and R. Verrecchia. (2005). "Firms' Capital Allocation Choices, Information Quality, and the Cost of Capital". Working Paper. University of Pennsylvania
- [19] Li, Y., Stokes, D., Taylor, S., Wang, L. 2009. Audit quality, Accounting attributes and the cost of equity capital. <http://ssrn.com/abstract=1481832>

- [20] Mat Nor, F., and Sulong, Z. (2010). Corporate Governance Mechanisms and Firm Valuation in Malaysian Listed Firms. *Journal of Modern Accounting and Auditing* Vol.6, No.1 , PP 18-36
- [21] Noor Houqe, Kamran Ahmed & Tony van Zijl (2015). EFFECTS OF AUDIT QUALITY ON EARNINGS QUALITY AND COST OF EQUITY CAPITAL: EVIDENCE FROM INDIA. P.P.1-43, WORKING PAPER