

کیفیت افشاء اجباری، مالکیت داخلی و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهران حسینی^۱، حلیمه رحمانی^۲، حسین جباری^۳

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد الکترونیکی

^۲ دکتری حسابداری، استاد راهنما، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد الکترونیکی

^۳ دکتری حسابداری، استاد مشاور، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد الکترونیکی

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول:

مهران حسینی

Mehran_terep_g@yahoo.com

چکیده

هدف پژوهش حاضر با عنوان "کیفیت افشاء اجباری، مالکیت داخلی و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تعیین تاثیر کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. روش پژوهش این پایان نامه توصیفی از نوع همبستگی و روش گردآوری داده ها کتابخانه ای بود. اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه های پژوهش از گزارشات مالی ارایه شده ۱۹۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳ و گزارش رتبه بندی شرکت ها از نظر کیفیت افشاء و اطلاع رسانی برای سال های مذکور توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران قرار گرفته در سایت کدال گردآوری شد. در این پژوهش جهت تجزیه و تحلیل داده ها از روش های آمار توصیفی و تکنیک تحلیل مسیر و نرم افزار SPSS 19 استفاده شد. با توجه به تجزیه و تحلیل های انجام شده هر سه فرضیه پژوهش تایید گردید. با توجه به نتایج آزمون فرضیه ها مشخص گردید، که کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه به طور مستقیم تاثیر منفی دارد و همچنین کیفیت افشاء اجباری به طور غیر مستقیم بر هزینه سرمایه از طریق تاثیر بر متغیر مالکیت داخلی تاثیر مثبت دارد

واژگان کلیدی: کیفیت افشای اجباری، مالکیت داخلی، هزینه سرمایه

مقدمه

وجود بازارهای سرمایه، یکی از علائم توسعه اقتصادی تلقی می گردد و فعال بودن آن موجب سهولت تامین مالی شرکت ها و هدایت منابع مالی می شود (جوشی ۱، ۲۰۰۵). هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی و بازار سرمایه می باشد. هزینه سرمایه در تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری نقش اساسی بازی می کند. هدف شرکت باید به حداقل رساندن هزینه تامین مالی (پس از کسر مالیات) باشد (نیکومرام و امینی، ۱۳۹۰).

اگر از دیدگاه شرکت سرمایه پذیر به بحث سرمایه گذاری نگاه شود، بازده مورد انتظار سرمایه گذران 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 (حجازی، ۱۳۸۵). لازم به ذکر است 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 اتکال این اطلاعات، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند کیفیت گزارشگری مالی و افشا به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات مالی مورد توجه خاص سرمایه گذاران است (کردستانی، ۱۳۸۶).

یکی از موضوعاتی مهمی که در رابطه با افشاء اطلاعات توسط شرکت ها مطرح است، پیامدهای اقتصادی افشاء اطلاعات می باشد. افشاء اجباری و اختیاری اطلاعات می تواند دارای پیامدهای اقتصادی متعددی باشد که از جمله این پیامدها می توان به بهبود نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینه سرمایه شرکتها و افزایش کاربران و افزایش توان پیش بینی استفاده کننده از اطلاعات اشاره نمود که این موارد نیز نهایتاً منجر به افزایش ارزش شرکت می گردد (پورحیدری و حسین پور، ۱۳۹۱).

به صورت مرسوم، افشاء شرکتی بیشتر بر روی اطلاعات مالی که در چارچوب اصول عمومی پذیرفته شده حسابداری قرار می گیرد (کیفیت افشاء اجباری)، تمرکز می کند. افشاء اجباری اطلاعات رابطه نزدیکی با عدم تقارن اطلاعات دارد. مطابق با تئوری اقتصادی، افشا ممکن است عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد (مشایخی و فرهادی، ۱۳۹۲). ریسک های موجود در شرکت بر انتظارات سهامداران موثر است. گزارشگری پیچیده، مبهم و غیر شفاف هیچ اطلاعاتی درباره ریسک های موجود در شرکت نمی دهد. بازده مورد انتظار سهامداران موثر است. فرانسیس ۲ و همکاران (۲۰۰۵) بیان کرده اند فقدان شفافیت سود گزارش شده ریسک اطلاعاتی ایجاد می کند، در نتیجه سهامداران خواهان صرف ریسک بالاتری خواهند بود و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی شرکت افزایش می یابد و بالعکس هر چقدر سود گزارش شده شفاف تر و فاقد ابهام باشد، میزان اطمینان سهامداران افزایش یافته و نرخ بازده مورد انتظار سهامداران و به تبع آن هزینه سرمایه شرکت کاهش می یابد.

تقاضا و اجبار برای گزارشگری مالی و افشا از عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی ناشی می شود (هیلی و پالیو ۳، ۲۰۰۱). با جدا شدن مالکیت از مدیریت، مدیران به عنوان نماینده مالکان (سهامداران)، شرکت را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران ایجاد می گردد. بدان معنا که ممکن است مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه زده، تصمیماتی اتخاذ نمایند که در راستای منافع شخصی آنها و عکس منافع سهامداران باشد (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

جدایی مالکیت از کنترل در شرکت های جدید مشکلات جدی نمایندگی و چالش های حاکمیتی برای سهامداران ایجاد کرده است (لیائو ۴، ۲۰۱۱). به اعتقاد گیلان و استرکس این جدایی در نبود دیگر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، شرایطی را برای مدیران فراهم می کند تا به جای تامین منافع سهامداران در راستای منافع خودشان عمل کنند (گیلان و استرکس، ۲۰۰۳). بنابراین ساختار مالکیت از جمله مالکان سرمایه و اندازه سرمایه آن ها به عنوان یکی از عناصر مهم راهبردی شرکتی تلقی می شود. همپوشی بین مالکیت و کنترل منجر به کاهش تضاد منافع و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می شود. در عین حال مالکیت می تواند در جهت همسویی منافع مدیر و سهامدار مورد استفاده قرار بگیرد. سهامداران جزء انگیزه ای برای نظارت بر مدیران ندارند، در

1 Joshi

2 Francis

3 Healy & Palepu

4 Liao

حالی که سهامداران داخلی می تواند شرکت را در جهت افزایش ارزش سهامداران تحت تاثیر قرار دهند (سولانگ و مت نور^۱، ۲۰۱۰).

نتایج تحقیقات نشان می دهد که به دلیل کاهش هزینه های نمایندگی و کاهش تضاد منافع که در صورت وجود مالک - مدیر (مالکیت داخلی) ایجاد می گردد، وی به گونه ای رفتار می کند که ارزش شرکت بیشتر شود و سود بیشتری حاصل شود که این مسئله موجب حداکثر شدن منافع سایر سهامداران و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شود. بنابراین انتظار می رود که با افزایش مالکیت داخلی در یک شرکت هزینه سرمایه آن شرکت کاهش یابد و در واقع رابطه مالکیت داخلی با هزینه سرمایه به طور مستقیم به طور منفی برقرار است (کور^۲ و همکاران، ۲۰۱۴).

از طرف دیگر کیفیت افشاء اطلاعات اجباری و کیفیت حاکمیت شرکتی مفاهیم نزدیکی به یکدیگر هستند (آلگرینی^۳ و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین می توان گفت در شرکت هایی که میزان افشاء اطلاعات بیشتر بوده و اطلاعات کامل و موثرتری به بازار سرمایه ارائه می شود، حاکمیت شرکتی از کیفیت بالایی برخوردار است. بنابراین انتظار می رود شرکت هایی که میزان افشاء اجباری اطلاعاتشان بیشتر است، سرمایه گذاران نهادی بیشتری را به خود جذب کنند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹) و درواقع مطابق تحقیقات انجام شده رابطه جایگزینی بین کیفیت افشاگری اجباری و مالکیت داخلی دیده شده و مطابق نتایج این تحقیقات کیفیت افشاگری اجباری بر مالکیت داخلی به طور مستقیم تاثیر منفی دارد و با توجه به روابط ذکر شده، ترکیب روابط تاثیر منفی کیفیت افشاگری اجباری به طور مستقیم بر هزینه سرمایه و تاثیر منفی مالکیت داخلی به طور مستقیم بر هزینه سرمایه به این نتیجه منتج می شود که کیفیت افشاگری اجباری به طور غیر مستقیم از طریق متغیر مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه به صورت مثبت تاثیر بگذارد (کور و همکاران، ۲۰۱۴).

با توجه به موارد بیان شده هزینه سرمایه برای ذینفعان سازمان به ویژه سرمایه گذاران در بازارهای مالی و بازار سرمایه از اهمیت ویژه ای برخوردار است. بنابراین، لازم است جهت بهبود بازارهای سرمایه و در نتیجه توسعه کشور شرایطی فراهم شود که هزینه سرمایه و سرمایه گذاری کاهش یابد. لذا جهت این امر لازم است قبل از تعیین تدابیر لازم، عوامل موثر بر هزینه سرمایه در کشور شناسایی گردد. با توجه به عدم مطالعه در خصوص تاثیر کیفیت افشاگری اجباری و مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه، هدف اصلی این پژوهش پاسخ به این سوال اصلی است که کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی چه تاثیری بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

در این مقاله ابتدا مبانی نظری و پیشینه تحقیق با هدف تعریف و شناسایی متغیرهای کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی و هزینه سرمایه و مبانی نظری و پیشینه تجربی در خصوص روابط آنها مرور می شود. در ادامه روش پژوهش که در برگزیده جامعه، نمونه، ابزار و شیوه تحلیل داده ها است، برشمرده می شود و در نهایت پس از تحلیل داده ها، پیشنهادهایی بر اساس نتایج پژوهش ارائه خواهد شد.

۱. مبانی نظری تحقیق

هدف این پژوهش تعیین تاثیر کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. لذا در این فصل جهت تسلط بیشتر بر مفاهیم و ادبیات موضوع در ابتدا به مبانی نظری هزینه سرمایه پرداخته می شود، سپس مبانی مالکیت داخلی و کیفیت افشاء اجباری تشریح می شود و در نهایت مطالعات مشابهی که در گذشته در خصوص موضوع این پژوهش، انجام شده ارایه می گردد.

۱-۲. مبانی نظری هزینه سرمایه

تصمیم گیری و قضاوت در مناسب ترین شیوه سرمایه گذاری با هدف بیشینه سازی ثروت سهامداران از جمله موضوعات بسیار مهم در حوزه مدیریت مالی است. برای دستیابی به هدف فوق افزایش عایدات حاصل از سرمایه گذاری ها و کمینه نمودن سرمایه دو راهکار مناسب تلقی می گردد (لی^۴، ۲۰۱۵). بر همین اساس اطلاع از هزینه سرمایه همواره در تصمیمات شرکتی نقش اساسی داشته

1 Sulong & Mat Nor

2 Core

3 Allegrini

4 Li

است. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت ها و به ویژه در کسب بهترین نتایج حاصل از عملیات به شکل سود آوری و افزایش قیمت سهام از اهمیت خاصی برخوردار می باشد. تحقیقات متعددی در خصوص نقش انتخاب خط مشی های مناسب با هدف کمینه نمودن هزینه سرمایه در کسب بهترین نتایج عملیات را صورت گرفته است (ایسلی مائورین، ۲۰۰۱).

هزینه سرمایه برای یک سرمایه گذاری خاص در واقع یک هزینه فرصت یا درصد بازده مورد انتظار حاصل از هر فرصت سرمایه گذاری دیگر با ریسک مشابه است. نرخ کاهش ۱ که برای تبدیل جریان های نقدی آینده به ارزش فعلی مورد استفاده قرار می گیرد بایستی بیانگر هزینه فرصت تمام تامین کنندگان مالی با توجه به میزان مشارکت آنها در کل سرمایه گذاری یا میانگین وزنی هزینه سرمایه ۲ (WACC) باشد از آنجا که شرکت ها با مخلوطی از سهام و بدهی یا وام تامین مالی می شوند $(D=E+V)$. هزینه شرکت معمولاً به عنوان میانگین وزنی از هزینه بدهی ۳ و هزینه سهام ۴ محاسبه می شود (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۲).

۱-۱-۲. هزینه سرمایه سهام عادی طبق مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳)

علی رغم این واقعیت که هزینه سرمایه سهام عادی در تصمیم گیری های مدیریت نقش کلیدی بازی می کند، شیوه کاملاً مطلوب و پذیرفته شده ای برای برآورد هزینه سرمایه، بویژه هزینه سرمایه سهام عادی وجود ندارد (چن و چن، ۲۰۰۴). در یکی از مهمترین مطالعات انجام شده، فاما و فرنچ با تلخیص یافته های مطالعات تجربی پیشین و با اتکا به روش رگرسیون مقطعی، رابطه بین متغیرهای بتا، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار، اهرم مالی و نسبت سود به قیمت با بازده سهام در بازار سرمایه آمریکا را مورد مطالعه قرار داده و به این نتیجه رسیدند که ریسک سیستماتیک (بتا) به تنهایی قدرت تبیین بازده سهام را ندارد و از بین متغیرهای مورد بررسی، دو متغیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار توانایی بیشتری برای تبیین بازده سهام دارند. آنها نشان دادند که بررسی مقطعی میانگین بازده های سهام، در بازار سهام ایالات متحده نشان دهنده رابطه ضعیف بتای بازار طبق مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای است و متغیرهای که هیچ جایگاهی در تئوری قیمت گذاری دارایی ندارند، قدرت توضیح دهندگی قابل اتکایی برای تبیین میانگین بازده های مقطعی دارند (فاما و فرنچ ۵، ۱۹۹۳).

۲-۲. بخش دوم: مبانی نظری مالکیت داخلی

نظام راهبری مجموعه سازوکارهای هدایت و کنترل شرکت هاست. نظام راهبری، توزیع حقوق و مسئولیت های ذینفعان مختلف شرکت ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر شخصیت های حقیقی و حقوقی که از فعالیت های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می گذارند، را مشخص می کند. این نظام که قوانین و رویه هایی جهت تعیین فرایندهای تصمیم گیری در شرکت اعم از هدف گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی های سیستم های کنترلی را معین می کند، با راههایی که تامین کنندگان منابع مالی جهت اطمینان از بازگشت سرمایه شان به کار می بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد. نظام راهبری مجموعه دستورالعمل ها، ساختارها، فرایندها و هنجارهای فرهنگی است که شرکت ها با رعایت آنها به اهداف شفافیت در فرایندهای کاری، پاسخگویی در مقابل ذینفعان و رعایت حقوق ایشان دست خواهند یافت. سازوکارهای حاکمیت شرکتی باعث کم شدن مشکلات نمایندگی در شرکت ها می شود. کیفیت این سازوکارهای امری نسبی بوده و از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است (آیین نامه نظام راهبری شرکتی، ۱۳۸۶).

روش های متعددی برای تعریف حاکمیت شرکتی وجود دارد که از تعاریف محدود و متمرکز بر شرکت ها و سهامداران آنها تا تعاریف جامع و دربرگیرنده پاسخگویی شرکت ها در قبال گروه کثیری از سهامداران، افراد یا ذینفعان، متغیر هستند (حساس یگانه، ۱۳۸۵). نظام راهبری، مجموعه قوانینی است که ارتباط بین سهامداران، مدیران، بستانکاران، دولت و ذینفعان را تعیین کرده و نیز مجموعه سازوکارهایی است که مستقیم و غیر مستقیم به اجرای قوانین کمک می کند (عبدالصمد، ۲۰۰۲).

1 Discount rate

2 Weighted Average Cost of Capital

3 Cost of debt

4 Cost of equity

5 Fama and French

6 Abdul Samad

۳-۲. بخش سوم: مبانی نظری کیفیت افشاء

اصطلاح افشاء در گسترده ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات است. حسابداران از این عبارت به صورت محدودتری استفاده می کنند و منظور آنان انتشار اطلاعات مالی مربوط به یک شرکت در گزارشات مالی (معمولا در قالب گزارشات سالانه) است. در برخی موارد، این مفهوم باز محدودتر و به معنی ارائه اطلاعات است که در متن صورت های مالی منظور نشده است. انتشار اطلاعات ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت جریان وجه نقد، اغلب تحت عنوان شناخت و اندازه گیری مد نظر قرار می گیرد. بنابراین، در محدودترین مفهوم، افشاء اطلاعات شامل تجزیه و تحلیل های مدیریت، یادداشت های همراه صورت های مالی و گزارشات مکمل است (برتا و بازولان، ۲۰۰۸).

پژوهش های تجربی، تمایز دقیق و مشخصی بین کمیت ۲ و کیفیت افشاء قائل نمی شود. عموما فرض می شود که کمیت اطلاعات افشا شده، شاخصی در تعیین کیفیت آن به شمار می رود. در نتیجه، از سنجش های کمیت افشا برای سنجش کیفیت افشا استفاده می شود. با وجود این، شبهه این فرض، همچنان باقی مانده و بحث صاحب نظران به منظور دستیابی به مقیاسی اثربخش تر برای اندازه گیری کیفیت و کمیت افشاء همچنان وجود دارد (برتا و بوزولان، ۲۰۰۸). در این راستا، ژانگ (۲۰۰۵) بین کمیت و کیفیت افشاء تمایز قائل می شود و معتقد است که کیفیت بر دقت و صحت افشاء دلالت دارد و از طریق افزایش در اجماع و صحت انتظارات سرمایه گذاران در مورد افشاء اندازه گیری می شود. وی از پیش بینی های تحلیلگران به عنوان نماینده انتظارات سرمایه گذاران، استفاده می کند. بتی و همکاران (۲۰۰۴) نیز پیشنهاد می کنند که کیفیت افشاء نه تنها به کمیت، بلکه به چگونگی گسترش دامنه آن در بین موضوع های مختلف نیز بستگی دارد (در این زمینه از موضوع های اصلی و فرعی گزارش جنکینز^۵ استفاده می شود). آن-آن ها مدعی هستند که افشاء با کیفیت بالا، دارای ویژگی های گستردگی^۶ و متوازن بودن^۷ در بین موضوع های اصلی و فرعی چارچوب مورد نظر است. در کنار این دو بعد، از سه ویژگی مهم دیگر در ارزیابی افشا استفاده می شود (برتا و بوزولان، ۲۰۰۸):

بعد زمانی (مربوط به اطلاعات گذشته در مقابل آینده)

بعد مالی (اطلاعات مالی در مقابل غیر مالی)

و نوع بعد اندازه گیری (اطلاعات کمی در مقابل کیفی)

با وجود این، اغلب پژوهشگران فرض می کنند که کمیت و کیفیت افشا به طور مستقیم همبسته اند (بوتوسان^۸، ۱۹۹۷).

۳-۲-۱. کیفیت افشاء و هزینه سرمایه

براون و هایلجیست^۹ (۲۰۰۷) نیز معتقدند که کیفیت افشا به دو طریق می تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از طرقی که کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می دهد، تغییر دادن رفتار مبادلاتی سرمایه گذاران ناآگاه یا بی اطلاع^{۱۰} است. بر اساس فرضیه شناخت سرمایه گذار^{۱۱}، چنین سرمایه گذارانی تمایل بیشتری به سرمایه گذاری و مبادله در سهام شرکت هایی دارند که به خوبی شناخته شده اند یا به شکل مساعد یا مطلوب مورد قضاوت قرار می گیرند. اگر کیفیت افشای بالاتر، دیداری یا قابلیت رؤیت^{۱۲} یک شرکت را افزایش و یا هزینه های پردازش اطلاعات عمومی شرکت را کاهش دهد، این کیفیت بالاتر باعث انجام مبادلات بیشتری بر روی سهام شرکت توسط سرمایه گذاران ناآگاه خواهد شد. در حالیکه افزایش میزان معاملات غیر آگاهانه، باعث کاهش احتمال انجام مبادله با سرمایه گذاران آگاه با اطلاعات خصوصی می شود، پژوهش های گذشته بیانگر آن است که مبادله غیر آگاهانه بیشتر، سرمایه گذاران آگاه را جذب می کند.

1 Berta & Bazolan

2 quantity

3 Beretta & Bozzolan

4 Zhang

5 Jenkins Report

6 Widespread

7 Balanced

8 Botosan

9 Brown & Hillegiest

10 uninformed

11 Investor Recognition Hypothesis

12 Visibility

کیلی ۱ (۱۹۸۵) معتقد است که میزان مبادله آگاهانه به شکل متناسب با میزان مورد انتظار مبادله های غیرآگاهانه تغییر می کند. نتیجه خالص این است که میزان نسبی مبادله آگاهانه ثابت باقی می ماند، حتی اگر میزان مورد انتظار مبادله غیر آگاهانه تغییر کند. با وجود این، تا حدودی که مبادله گران آگاه، ریسک گریز و با محدودیت سرمایه مواجهند، انتظار می رود که با افزایش مبادله غیر آگاهانه، میزان نسبی مبادله آگاهانه کاهش یابد. بر این اساس، کیفیت افشای بهتر با میزان مبادله آگاهانه نسبی کمتر مرتبط است، که آن نیز به نوبه خود، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد. شواهد تجربی براون و هایلجیست (۲۰۰۷) نیز موید این ادعا است.

۳. مروری بر مطالعات پیشین

در خصوص کیفیت افشاء اجباری، مالکیت داخلی و هزینه سرمایه مطالعاتی در خارج و داخل کشور انجام شده که خلاصه آن به شرح جدول ۱-۲ می باشد:

جدول ۱: خلاصه پیشینه پژوهش

محقق و سال پژوهش	عنوان پژوهش	نتایج حاصل از پژوهش
جوهانستون (۲۰۱۶)	تأثیر اطلاعات بر روی عدم قطعیت و هزینه سرمایه	مطابق نتایج پژوهش اطلاعات بیشتر در خصوص شرکت باعث می شود که عدم قطعیت ها در خصوص شرکت ها کمتر شود و کاهش عدم قطعیت به کاهش ریسک شرکت ها منجر می شود و کاهش ریسک شرکت منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت ها می شود.
کلینچ (۲۰۱۵)	افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه	مطابق نتایج این پژوهش شرکت هایی که از رتبه بالاتر از افشای داوطلبانه برخوردار بودند هزینه سرمایه کمتری را برای سهامداران خود فراهم نموده بودند.
بلانکو و همکاران (۲۰۱۵)	افشای بخشی و هزینه سرمایه	مطابق نتایج این پژوهش افشای اطلاعاتی شرکت در بخش محیط زیست، تولید و فروش و دارایی های شرکت عدم قطعیت های شرکت را کاهش داده و در نتیجه باعث کاهش ریسک می شود.
کور و همکاران (۲۰۱۴)	کیفیت افشاگری اجباری، مالکیت داخلی و هزینه سرمایه	مطابق نتایج این پژوهش مقررات افشاگری سطح کشور رابطه منفی با مالکیت داخلی دارد و همچنین مقررات افشاگری به طور مستقیم بر هزینه سرمایه تأثیر منفی دارد و تأثیر غیر مستقیم مقررات افشاگری از طریق مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه تأثیر مثبت دارد.
هوانگ و همکاران (۲۰۱۳)	حقوق سهامداران، مالکیت داخلی و مدیریت سود	مطابق نتایج این پژوهش در شرکت های که مالکیت داخلی وجود دارد مدیریت سود کمتری وجود دارد و همچنین مالکیت داخلی به طور مستقیم و هم به طور غیر مستقیم از تأثیر بر مدیریت سود باعث بهبود حقوق سهامداران می شوند.

محقق و سال پژوهش	عنوان پژوهش	نتایج حاصل از پژوهش
روف و عبدالله آل (۲۰۱۱)	ساختار مالکیت و افشاء اطلاعات در گزارش های سالانه بنگلادش	نتایج پژوهش حاکی از این بود که میزان افشاء دواطلبانه اطلاعات در شرکت ها با ساختار مالکیت مدیریتی بالاتر رابطه منفی دارد و میزان افشاء دواطلبانه اطلاعات در شرکت ها با ساختار مالکیت نهادی بالاتر رابطه مثبت دارد.
فلوراکیس و همکاران (۲۰۰۹)	مالکیت مدیریتی و عملکرد	مطابق نتایج این پژوهش، ارتباط غیر خطی قابل توجهی را بین مالکیت اجرایی (مالکیت مدیریتی) و عملکرد نشان می دهد. با این حال یافته ها فقط در سطوح پایین مالکیت مدیریتی (کمتر از ۱۵ درصد) است و نتایج روشنی در مورد شکل منحنی مالکیت-عملکرد در سطوح میانی و بالایی مدیریت دیده نشد.
لیو و همکاران (۲۰۰۶)	تاثیر افشاء اختیاری، ساختار مالکیت و هزینه سرمایه بر ارتباط بازده سودهای آتی	نتایج پژوهش آنها نشان داد ارتباط مثبتی بین سطح افشاء اختیاری و سطح اخبار درباره سودهای آتی وجود دارد. همچنین در شرکت هایی که مالکیت مدیریت در آنها بالا است، ارتباط ضعیف تری بین بازدهی جاری سهام و سودهای آتی وجود دارد. آنها دریافتند بین بازدهی سهام جاری و سودهای آتی، زمانی که هزینه سرمایه بالاست، ارتباط ضعیفی وجود دارد.
گیتزمن و ایرلند (۲۰۰۵)	هزینه سرمایه، استراتژیهای افشا و انتخاب حسابداری	در این پژوهش به این نتیجه رسیدند که بین افشاء اطلاعات و هزینه سرمایه رابطه ای منفی وجود دارد. البته این رابطه فقط برای شرکت هایی معنادار است که سیاست های جسورانه حسابداری را اتخاذ کنند.
چن و همکاران (۲۰۰۴)	تاثیر افشاء و حاکمیت شرکتی بر روی هزینه سرمایه در بازارهای نوپا	در این پژوهش به این نتیجه رسیدند که بعد از کنترل کردن تاثیرات مربوط به حاکمیت شرکتی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت، افشاء اطلاعات می تواند به صورت عمده هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش دهد.
باتاسان (۱۹۹۷)	سطح افشاء و هزینه سرمایه	نتایج حاکی از آن است که برای شرکت هایی که پی گیری تحلیلگران در آنها پایین است، افزایش افشاء باعث کاهش هزینه سرمایه می شود. اما برای شرکت هایی که پی گیری تحلیلگران در آنها بالاست، شواهدی مبنی بر وجود رابطه بین میزان افشاء و هزینه سرمایه یافت نمی شود.
سرلک و محمدی (۱۳۹۴)	بررسی رابطه بین ویژگی های مالی و غیر مالی شرکت با کیفیت افشاء اجباری و اختیاری شرکت های پذیرفته شده	مطابق نتایج این پژوهش بین ساختار هیئت مدیره، نقدینگی شرکت، اندازه، سودآوری، اهرم مالی و میزان دارایی ثابت با کیفیت افشاء اختیاری رابطه مثبت و بین مالکیت اعضای هیئت مدیره و کیفیت افشاء اختیاری رابطه منفی وجود دارد.

محقق و سال پژوهش	عنوان پژوهش	نتایج حاصل از پژوهش
وکیلی فرد (۱۳۹۳)	اثر سطح حاکمیت شرکتی بر شفافیت سود حسابداری و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	مطابق نتایج این پژوهش هر چه سطح حاکمیت شرکتی بالاتر باشد شفافیت سود حسابداری بیشتر و هزینه سرمایه کمتر خواهد بود.
ناظمی و نصیری (۱۳۹۳)	بررسی ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی با افشاء اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	در این پژوهش این نتیجه می رسد که شرکت هایی که اطلاعات بیشتری را افشا می کنند از سیستم حاکمیت شرکتی برتری برخوردارند و سرمایه گذاران نهادی بیشتری را به خود جذب می کنند.
بولو و رحمانی مهر (۱۳۹۲)	هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود	نتایج این پژوهش نشان می دهد که یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت هایی که سود شفاف تری دارند، هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری را تجربه می کنند.
ستایش و همکاران (۱۳۹۰)	بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	یافته های این پژوهش بیانگر آن است که بین اندازه شرکت و نقد شوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد. افزون بر این، رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد. با این وصف، شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین اندازه شرکت و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی آن مشاهده نشد.
فهیمة هنزایی (۱۳۸۹)	بررسی تاثیر مکانیزم های نظام راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	مطابق نتایج تجزیه و تحلیل داده های این پژوهش مشخص شد که بین نسبت حضور اعضای غیر موظف هیات مدیره و هزینه سرمایه ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. بین وجود حسابرس داخلی و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد، شفافیت اطلاعاتی رابطه معنادار و منفی با هزینه سرمایه دارد. درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی با هزینه سرمایه رابطه معنادار و منفی دارد.

۴. فرضیه های پژوهش

فرضیه های پژوهش حاضر عبارت است از:

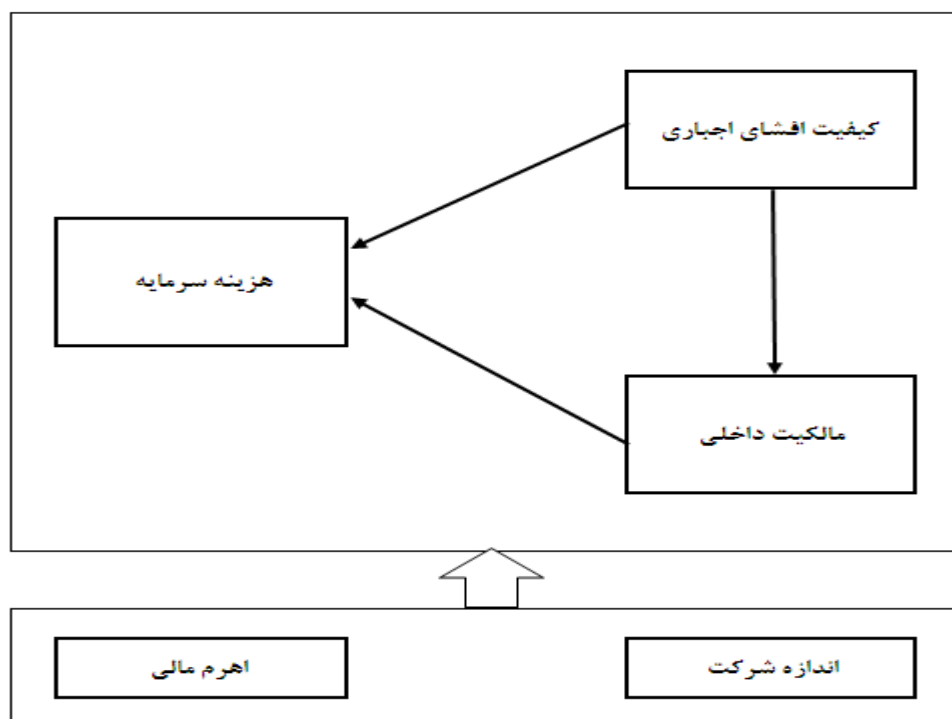
کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه به طور مستقیم تاثیر منفی دارد.

مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه به طور مستقیم تاثیر منفی دارد.

کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه به طور غیر مستقیم از طریق متغیر مالکیت داخلی تاثیر مثبت دارد.

۴-۱. مدل مفهومی پژوهش

با توجه به مبانی نظری و فرضیه های پژوهش مدل مفهومی پژوهش حاضر عبارت است از:



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

(منبع: کور و همکاران، ۲۰۱۴)

لازم به ذکر است که با توجه به مبانی نظری و فرضیه های پژوهش در مدل مفهومی پژوهش به شرح شکل ۱-۱، مالکیت داخلی و کیفیت افشاء اجباری به طور مستقیم بر هزینه سرمایه تاثیر منفی دارد، از طرف دیگر با توجه به مبانی نظری از آنجا که کیفیت افشاء اطلاعات اجباری و کیفیت حاکمیت شرکتی مفاهیم نزدیکی به یکدیگر هستند بنابراین انتظار می رود شرکت هایی که میزان افشاء اجباری اطلاعاتشان بیش تر است، سرمایه گذاران نهادی بیشتری را به خود جذب کنند در نتیجه کیفیت افشاء اجباری بر مالکیت داخلی تاثیر منفی دارد و لذا تاثیر کیفیت افشاء اجباری به طور غیر مستقیم بر هزینه سرمایه از طریق متغیر میانجی مالکیت داخلی به طور مثبت می باشد.

۵. روش پژوهش

روش پژوهش این پژوهش از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است که با استفاده از داده های ثانویه مستخرج از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه ی همبستگی می پردازد. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. پژوهش همبستگی یکی از انواع تحقیقات توصیفی است. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس رویداری است، یعنی مبانی تجزیه و تحلیل گذشته (صورت های مالی شرکت ها) انجام می گیرد.

۶. متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر می باشد:

متغیر وابسته نهایی: متغیر وابسته نهایی این پژوهش هزینه سرمایه می باشد.

متغیر وابسته میانی: مالکیت داخلی

متغیر مستقل: کیفیت افشاء اجباری

متغیرهای کنترل: اندازه شرکت و اهرم مالی شرکت

نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

۶-۱. کیفیت افشاء اجباری

در این پژوهش جهت بررسی کیفیت افشاء اجباری شرکت های مورد بررسی از امتیاز کیفیت افشاء و اطلاع رسانی شرکت ها که توسط سازمان بورس سالانه ارایه می شود استفاده می شود. لازم به ذکر است که امتیاز کیفیت افشاء و اطلاع رسانی شرکت ها در سازمان بورس بر اساس زمان ارائه اطلاعات مربوط به پیش بینی درآمد هر سهم، صورت های مالی میان دوره ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به پیش بینی درآمد هر سهم اولیه و ۶ ماهه، اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت های مالی میان دوره ای ۶ ماهه، صورت های مالی حسابرسی نشده ارائه سال و تفاوت بین پیش بینی ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، محاسبه شده می شود. ضمناً در این امتیاز در صورت عدم ارائه به موقع صورت های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته می شود (سازمان بورس اوراق بهادار، ۱۳۸۸).

۶-۲. مالکیت داخلی (سهامداران مدیریتی)

جهت اندازه گیری مالکیت داخلی از درصد سهامی که اعضای هیات مدیره شرکت در اختیار دارند استفاده می شود (ایزدی نیا و برزوئی، ۱۳۹۴).

۶-۳. هزینه سرمایه

در این پژوهش به منظور اندازه گیری هزینه سرمایه از مدل سه عامله فاما و فرنچ استفاده می شود. در این مدل هزینه سرمایه از طریق برآورد رگرسیون زیر برای هر شرکت محاسبه می شود (وکیلی فرد، ۱۳۹۴)

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_f) + S_i (SMB) + h_i (HML) + e_i$$

در فرمول مذکور R_i بازده سهام شرکت، R_f بازده بدون ریسک (نرخ بهره)، R_m بازده بازار، SMB تفاوت بین میانگین بازده های پرتفوی سهام شرکت های بزرگ و کوچک است که به عامل اندازه می گویند. HML تفاوت بین میانگین بازده های پرتفوی سهام شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین است که عموماً به آن عمل ارزش می گویند.

۶-۴. اندازه شرکت

در این پژوهش متغیر اندازه شرکت به صورت لگاریتم طبیعی مجموع ارزش دفتری دارایی های شرکت در پایان دوره مالی اندازه گیری می شود (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۰).

۶-۵. اهرم مالی شرکت

در این پژوهش پژوهش متغیر اهرم مالی شرکت از نسبت جمع بدهی ها به جمع دارایی ها به دست می آید (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۰).

۷. روش گردآوری داده ها و ابزار آن

روش جمع آوری اطلاعات در این پژوهش در بخش ادبیات موضوع و جمع آوری داده های لازم جهت آزمون فرضیه های پژوهش به روش کتابخانه ای اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه های پژوهش از گزارشات مالی ارایه شده ۱۹۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳ و گزارش رتبه بندی شرکت ها از نظر کیفیت افشاء و اطلاع رسانی برای سال های مذکور توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران قرار گرفته در سایت کدال گردآوری شد. لازم به ذکر است جهت جمع آوری داده های متغیرهای پژوهش از گزارشات مذکور از سایت کدال از ابزار فرم استفاده می شود. بدین صورت که فرمی توسط محقق برای انتقال اطلاعات آماری از گزارشات اخذ شده از سایت کدال طراحی شده و اطلاعات لازم برای اندازه گیری متغیرها برای هر شرکت نمونه و در سال مورد نظر ثبت می شود.

۸. مدل ریاضی پژوهش

لازم به ذکر است که مدل نهایی ریاضی مدل مفهومی پژوهش به شرح زیر است:

الف) مدل ریاضی فرضیه اول و دوم پژوهش

همانطور که مشاهده گردید فرضیه اول و دوم پژوهش مربوط به تاثیر مستقیم متغیرهای مستقل کیفیت افشاء اجباری اطلاعات و مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه می باشد. با توجه به این دو فرضیه یعنی کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه به طور مستقیم تاثیر منفی دارد و همچنین مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه به طور مستقیم تاثیر منفی دارد مدل ریاضی فرضیه اول و فرضیه دوم پژوهش عبارت است از (کور و همکاران، ۲۰۱۴):

$$ECC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Lev_{it}$$

در مدل ریاضی فوق، متغیر وابسته هزینه سرمایه شرکت i در سال t با اختصار ECC_{it} می باشد و متغیر مستقل پژوهش عبارت است از کیفیت افشاء اجباری شرکت i در سال t با اختصار DQ_{it} و مالکیت داخلی شرکت i در سال t با اختصار IO_{it} و متغیرهای کنترل عبارت است از اندازه شرکت i در سال t با اختصار $SIZE_{it}$ و اهرم مالی شرکت i در سال t با اختصار Lev_{it} ، و β_0 همچنین ضریب رگرسیون و β_1 و β_2 ضریب متغیر مستقل کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی و β_3 تا β_4 ضریب متغیرهای کنترل یعنی اندازه و اهرم مالی شرکت می باشد.

(ب) مدل ریاضی فرضیه سوم پژوهش

همانطور که در فصل اول دیده شده فرضیه سوم پژوهش به بررسی تاثیر غیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه از طریق تاثیر مستقیم بر مالکیت داخلی می پردازد. بنابراین در فرضیه سوم بایستی تاثیری که کیفیت افشاء اجباری بر مالکیت داخلی گذاشته می شود بررسی شود و بنابراین مدل ریاضی فرضیه سوم پژوهش عبارت است از (کور و همکاران، ۲۰۱۴):

$$IO_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it}$$

در مدل ریاضی فرضیه سوم، متغیر وابسته مالکیت داخلی شرکت i در سال t با اختصار IO_{it} و متغیر مستقل پژوهش عبارت است از کیفیت افشاء اجباری شرکت i در سال t با اختصار DQ_{it} و متغیرهای کنترل عبارت است از اندازه شرکت i در سال t با اختصار $SIZE_{it}$ و اهرم مالی شرکت i در سال t با اختصار Lev_{it} ، و β_0 همچنین ضریب رگرسیون و β_1 ضریب متغیرهای مستقل کیفیت افشاء اجباری و همچنین و β_2 تا β_3 ضریب متغیرهای کنترل یعنی اندازه و اهرم مالی شرکت می باشد.

۹. روش تجزیه و تحلیل داده ها

این پژوهش از آمار توصیفی و آمار استنباطی (آزمون تحلیل مسیر^۱) جهت تجزیه و تحلیل داده ها استفاده می شود. روش تحلیل مسیر، برای اولین بار از سوی سویلر^۲ به منظور توضیح روابط علیتی در جمعیت های ژنتیکی ارائه شد. او از این مدل، به منظور مطالعه آثار مستقیم و غیر مستقیم متغیرهای علت بر متغیر معلول استفاده نموده و هدف تحلیل مسیر را بیان منطقی همبستگی های مشاهده شده بین متغیرهایی که مشمول روابط علی می باشند، مطرح کرد. در رابطه علیتی، یک یا چند متغیر، معلول یک یا چند متغیر علی هستند. این رابطه در مدل رگرسیون با ضریب همبستگی نشان داده می شود. تحلیل مسیر یا روش آماری کاربرد ضرایب بتای استاندارد رگرسیون چند متغیری در مدل های ساختاری است. هدف تحلیل مسیر به دست آوردن برآوردهای کمی روابط علی (همکنشی یکجانبه یا کواریته) بین مجموعه ای از متغیرهاست. ساختن یک مدل علی لزوماً به معنای وجود روابط علی در بین متغیرهای مدل نیست بلکه این علیت بر اساس مفروضات همبستگی و نظر و پیشینه پژوهش استوار است.

تحلیل مسیر بیان می کند که کدام مسیر مهمتر و یا معنادارتر است. ضرایب مسیر براساس ضریب استاندارد شده رگرسیون محاسبه می شود. یک متغیر به صورت تابعی از دیگر متغیرها فرض می شود و مدل رگرسیونی آن ترسیم می شود. برای بدست آوردن برآوردهای ضرایب اصلی مسیر کافی است هر متغیر وابسته (درونزا) به متغیرهایی که مستقیماً تحت تاثیر آن است بازگشت داده شود. به بیان دیگر برای برآوردهای هر یک از مسیرهای مشخص شده، ضرایب استاندارد شده رگرسیون (یا ضرایب مسیر) محاسبه می شود. این ضرایب از طریق برقراری معادله های ساختاری یعنی معادله هایی که ساختار روابط مفروض در یک مدل را مشخص می سازد به دست می آیند. تحلیل مسیر صرفاً بر روی متغیرهای مشاهده شده^۳ قابل انجام است. در صورت نیاز با فرض وجود

متغیرهای مکنون ۱ می توان از طریق دستور compute متغیرهای مشاهده شده را میانگین گرفته و در قالب یک متغیر مشاهده شده بیان کنیم.

۱۰. آمار توصیفی داده های پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که سهام آنها بین سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۳ مورد معامله قرار گرفته است. لازم به ذکر است در این تحقیق، نمونه آماری با کل جامعه آماری شروع شد و پس از مراحل زیر، نمونه انتخاب گردید:

پایان دوره مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.

تا پایان سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.

جزو بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، هلدینگ و لیزینگ) که افشاهای مالی و ساختار اصول راهبری شرکت متفاوتی دارند، نباشند. توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را در طی این مدت تغییر نداده باشند. همچنین اطلاعات مورد نیاز در این تحقیق، توسط این شرکت ها ارائه شده باشد.

لازم به ذکر است ۱۹۲ شرکت از شرکت های عضو سازمان بورس اوراق بهادار تهران دارای شرایط فوق بودند که جهت متغیرهای پژوهش از داده ها طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳ یعنی ۷۶۸ داده استفاده گردید.

جدول ۴-۱ مشخصات آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای پژوهش طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳ را نشان می دهد:

جدول ۲. مشخصات آماری توصیفی داده های متغیرهای پژوهش

نام شاخص	سال	مینیمم	ماکسیمم	میانگین	میانه	انحراف معیار
هزینه سرمایه	۱۳۹۰	۰,۴۳	۴۶۱,۰۸	۵۹,۱۴	۲۷,۰۵	۸۹,۴۷
	۱۳۹۱	۰,۲۴	۴۳۷	۶۸,۱۶	۴۳,۳۳	۷۷,۴۶
	۱۳۹۲	۲,۱۷	۵۵۴,۳۸	۱۵۷,۱۰۷	۱۴۱,۸۶	۱۰۵,۶۷
	۱۳۹۳	۰,۲۵	۱۹۵,۸۵	۵۲,۴۲	۲۷,۱۱	۵۶,۹۷
مالکیت داخلی	۱۳۹۰	۰,۰۵	۰,۰۹۵	۰,۵۴	۰,۵۶	۰,۱۹۹
	۱۳۹۱	۰,۰۶	۰,۰۹۴	۰,۵۳	۰,۵۴	۰,۲۲۸
	۱۳۹۲	۰,۰۵	۰,۰۷۸	۰,۲۲	۰,۱۹	۰,۱۴۴
	۱۳۹۳	۰,۰۵	۰,۰۹۵	۰,۶۸	۰,۷۲	۰,۲۱۳
کیفیت افشاء اجباری	۱۳۹۰	۱	۹۹	۶۹	۷۲	۲۹,۳۳
	۱۳۹۱	۱۱	۹۹	۶۷	۶۹	۲۱,۳۱
	۱۳۹۲	۷	۱۰۰	۶۹	۶۷	۱۸,۴۹
	۱۳۹۳	۸	۱۰۰	۷۶	۱۹,۴۵	۸۴
اهرم مالی	۱۳۹۰	۰,۰۴	۱,۰۹	۰,۶۰	۰,۶۲	۰,۲۱۳
	۱۳۹۱	۰,۰۶	۱,۲۵	۰,۵۹	۰,۶۲	۰,۲۲۳
	۱۳۹۲	۰,۰۲	۱,۵۷	۰,۵۷	۰,۵۸	۰,۲۴۲
	۱۳۹۳	۰,۰۱	۱,۳۲	۰,۵۸	۰,۵۸	۰,۲۲۶
اندازه شرکت	۱۳۹۰	۱۰,۱۷	۱۸,۴۴	۱۳,۸۳	۱۳,۶۰	۱,۵۶۲
	۱۳۹۱	۱۰,۴۹	۱۸,۵۵	۱۴,۰۲	۱۳,۷۵	۱,۵۸۴
	۱۳۹۲	۱۰,۵۳	۱۸,۸۲	۱۴,۲۴	۱۳,۹۶	۱,۶۰۰
	۱۳۹۳	۱۱,۱۲	۱۹,۰۱	۱۴,۳۷	۱۴,۰۸	۱,۵۷۷

همچنین با توجه به محاسبات انجام شده مطابق فرمول های معرفی شده در فصل سوم، خلاصه ای از آمار توصیفی متغیرهای محاسبه شده حاصل از داده های گردآوری شده به شرح جدول ۴-۲ می باشد:

لازم به ذکر است که کلیه تجزیه و تحلیل های انجام شده در این بخش توسط نرم افزار SPSS و اکسل انجام شده است.

۱۱. آمار استنباطی پژوهش

تعیین توزیع داده ها

در این بخش در ابتدا جهت تعیین ادامه تجزیه و تحلیل داده ها با آزمون های پارامتری و یا غیر پارامتری بایستی درخصوص نرمال بودن داده ها اطمینان حاصل نمود. جهت بررسی نرمال بودن داده های پژوهش از آزمون کولموگراف- اسمیرنوف استفاده می شود. در این آزمون فرض صفر مبتنی بر اینکه توزیع داده ها نرمال است را در سطح خطای ۵٪ تست می کنیم. بنابراین اگر آماره آزمون بزرگتر مساوی ۰/۰۵ بدست آید، در این صورت دلیلی برای رد فرض صفر مبتنی بر اینکه داده نرمال است، وجود نخواهد داشت. به عبارت دیگر توزیع داده ها نرمال خواهد بود. برای آزمون نرمالیت داده های تحقیق فرض های آماری به صورت زیر تنظیم می شود:

H_0 توزیع جامعه نرمال است = H_1 توزیع جامعه نرمال نیست =

جدول ۳. نتایج آزمون کولموگراف- اسمیرنوف

نام متغیر	آماره کولموگراف و اسمیرنوف	سطح خطای مورد پذیرش	تفسیر نوع داده ها بر اساس آزمون
هزینه سرمایه	۱,۰۲۲	۰,۱۸۵	نرمال
مالکیت داخلی	۱,۱۵۴	۰,۱۲۲	نرمال
کیفیت افشاء اجباری	۰,۸۵۵	۰,۳۴۹	نرمال
اهرم مالی	۱,۱۱۷	۰,۱۶۵	نرمال
اندازه شرکت	۱,۰۱۱	۰,۱۹۱	نرمال

با توجه به نتایج آزمون کولموگراف- اسمیرنوف حاصل از محاسبات توسط نرم افزار SPSS که خلاصه آن در جدول آمده است، می باشد. لازم به ذکر است از آنجا که شرط استفاده از روش پارامتری تکنیک تحلیل مسیر نرمال بودن داده های متغیرها می باشد، لذا در ادامه در این پژوهش مانعی برای استفاده از این روش برای آزمون فرضیه های پژوهش وجود ندارد.

آزمون تاثیر مستقیم متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته

در این بخش در ابتدا با توجه به مدل مفهومی پژوهش تاثیر مستقیم متغیرهای مستقل کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه با توجه فرضیه اول و دوم پژوهش از طریق رگرسیون خطی به شرح مدل ریاضی زیر آزمون می شود:

$$ECC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Lev_{it}$$

خلاصه ای از نتایج برآورد مدل رگرسیون خطی تاثیر متغیرهای مستقیم متغیرهای مستقل و وابسته توسط نرم افزار SPSS (خروجی نرم افزار در پیوست آورده شده است) به شرح جدول می باشد.

جدول ۴. نتایج رگرسیون تاثیر مستقیم متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته

متغیرهای	اختصار	ضریب بتا (Beta)	آماره t (t-Statistic)	سطح معنی داری (Prob.)
کیفیت افشاء اجباری	DQ	-۰,۰۲	-۲,۹۰۱	۰,۰۴۸
مالکیت داخلی	IO	-۰,۸۰۴	-۷,۱۶۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۱	-۰,۰۶۱	۰,۹۵۱

۰,۹۵۱	۱,۳۱۱	۰,۰۲۹	Lev	اهرم مالی
۲۰۸,۷۸۷	مقدار عرض از مبدا رگرسیون			
۰,۶۴۷	ضریب تعیین رگرسیون (R2)			
۰,۰۰۰	ضریب معنی دارای آماره F (Prob(F-statistic))			

با توجه به نتایج جدول مطابق سطح معنی داری ارایه شده برای ضرایب متغیرهای مستقل مدل پژوهش نتایج جهت تاثیر مستقیم متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته قابل ارایه است:

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر کیفیت افشاء اجباری کمتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه تایید می گردد. همچنین از آنجا که ضریب متغیر کیفیت افشاء اجباری به طور منفی می باشد، تاثیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر متغیر وابسته هزینه سرمایه به صورت معکوس و منفی می باشد.

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر مالکیت داخلی کمتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه تایید می گردد. همچنین از آنجا که ضریب متغیر مالکیت داخلی به طور منفی می باشد، تاثیر مستقیم متغیر مالکیت داخلی بر متغیر وابسته هزینه سرمایه به صورت معکوس و منفی می باشد.

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر اندازه شرکت بیشتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر اندازه شرکت بر هزینه سرمایه تایید نمی گردد.

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر اهرم مالی شرکت بیشتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر اهرم مالی شرکت بر هزینه سرمایه تایید نمی گردد.

بنابراین در ادامه متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی شرکت از رگرسیون خطی تاثیر مستقیم متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته حذف، این رگرسیون از دوباره با مدل ریاضی زیر برآورد می گردد:

$$ECC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 IO_{it}$$

جدول ۵. نتایج رگرسیون تاثیر مستقیم متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته پس از حذف متغیرها غیر معنی دار

متغیرهای	اختصار	ضریب بتا (Beta)	آماره t (t-Statistic)	سطح معنی داری (Prob.)
کیفیت افشاء اجباری	DQ	-۰,۰۲۸	-۲,۲۹۲	۰,۰۴۷
مالکیت داخلی	IO	-۰,۸۰۲	-۷,۲۸۸	۰,۰۰۰
مقدار عرض از مبدا رگرسیون				۲۱۸,۳۱۰
ضریب تعیین رگرسیون (R2)				۰,۶۴۶
ضریب معنی دارای آماره F (Prob(F-statistic))				۰,۰۰۰

با توجه به ضریب معنی داری آماره F (سطح معناداری کمتر از ۵ درصد) رگرسیون برآورد شده به طوری کلی از ارزش مناسبی برخوردار است و مطابق با ضریب تعیین رگرسیون (مقدار R2)، متغیرهای کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی به طور مستقیم

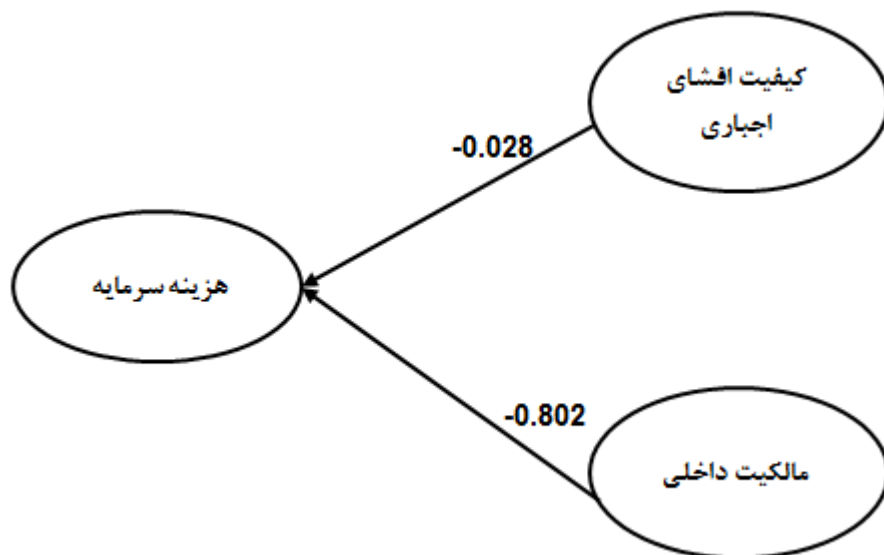
قابلیت ۶۴ درصد پیش بینی تغییرات هزینه سرمایه را دارند. همچنین با توجه به نتایج جدول مطابق سطح معنی داری ارایه شده برای ضرایب متغیرهای مستقل نتایج زیر قابل ارایه است:

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر کیفیت افشاء اجباری کمتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه تایید می گردد. همچنین از آنجا که ضریب متغیر کیفیت افشاء اجباری به طور منفی می باشد، تاثیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر متغیر وابسته هزینه سرمایه به صورت معکوس و منفی می باشد.

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر مالکیت داخلی کمتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه تایید می گردد. همچنین از آنجا که ضریب متغیر مالکیت داخلی به طور منفی می باشد، تاثیر مستقیم متغیر مالکیت داخلی بر متغیر وابسته هزینه سرمایه به صورت معکوس و منفی می باشد.

از آنجا که قدر مطلق مقدار بتای متغیر مستقل مالکیت داخلی بیشتر از قدر مطلق بتای متغیر مستقل کیفیت افشاء اجباری است، بنابراین متغیر مستقل مالکیت داخلی به طور مستقیم بیشتر بر هزینه سرمایه به نسبت تاثیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه تاثیر منفی دارد.

بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده نتیجه برآورد مدل تحلیل مسیر را در مرحله اول می توان به شرح شکل ۲ نشان داد:



شکل ۲. تحلیل مسیر تاثیر متغیرهای مستقل به طور مستقیم بر متغیر وابسته

آزمون تاثیر غیر مستقیم متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته

در ادامه با توجه به اینکه در مدل مفهومی فرض شده بود که کیفیت افشاء اجباری به طور غیر مستقیم بر هزینه سرمایه تاثیر دارد. در این مرحله متغیر مالکیت داخلی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می شود و تاثیر متغیرهای مستقل کیفیت افشاء اجباری، اندازه شرکت و اهرم مالی بر آنها با استفاده از رگرسیون خطی مطابق با مدل ریاضی زیر برآورد می نمایم.

$$IO_{it} = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 Lev_{it}$$

جدول ۶. تحلیل مسیر تاثیر متغیرهای مستقل به طور غیر مستقیم از طریق متغیر مالکیت داخلی

متغیرهای	اختصار	ضریب بتا (Beta)	آماره t (t-Statistic)	سطح معنی داری (Prob.)
کیفیت افشاء اجباری	DQ	-۰,۰۵۳	-۲,۴۱۸	۰,۰۰۶
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۷۷	۲,۱۲۵	۰,۰۳۴
اهرم مالی	Lev	۰,۰۷۳	۱,۹۶۸	۰,۰۴۹

مقدار عرض از مبدا رگرسیون	۲۰۸,۷۸۷
ضریب تعیین رگرسیون (R^2)	۰,۵۱۲
ضریب معنی دارای آماره F (Prob(F-statistic))	۰,۰۳۱

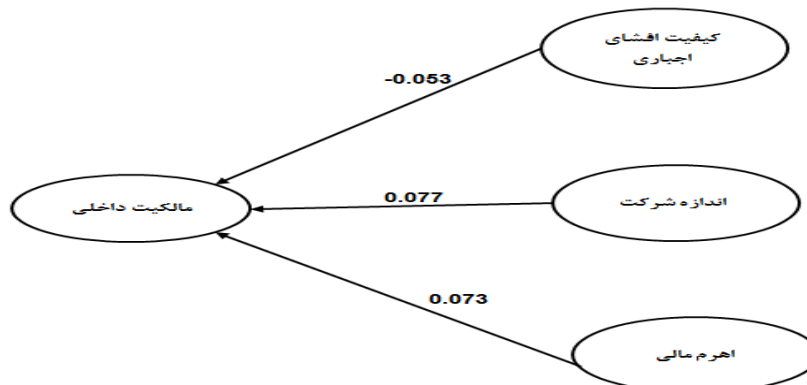
با توجه به ضریب معنی دارای آماره F (سطح معناداری کمتر از ۵ درصد) رگرسیون برآورد شده به طوری کلی از برازش مناسبی برخوردار است و مطابق با ضریب تعیین رگرسیون (مقدار R^2)، متغیرهای کیفیت افشاء اجباری، اندازه شرکت و اهرم مالی به طور مستقیم قابلیت ۵۱ درصد پیش بینی تغییرات مالکیت داخلی را دارند. همچنین با توجه به نتایج جدول ۴-۵ مطابق سطح معنی داری ارایه شده برای ضرایب متغیرهای مستقل نتایج زیر قابل ارایه است:

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر کیفیت افشاء اجباری کمتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر کیفیت افشاء اجباری بر مالکیت داخلی تایید می گردد. همچنین از آنجا که ضریب متغیر کیفیت افشاء اجباری به طور منفی می باشد، تاثیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر متغیر وابسته مالکیت داخلی به صورت معکوس و منفی می باشد.

از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر اندازه شرکت کمتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم متغیر اندازه شرکت بر مالکیت داخلی تایید می گردد. همچنین از آنجا که ضریب متغیر اندازه شرکت به طور مثبت می باشد، تاثیر مستقیم اندازه شرکت بر متغیر وابسته مالکیت داخلی به صورت مثبت می باشد.

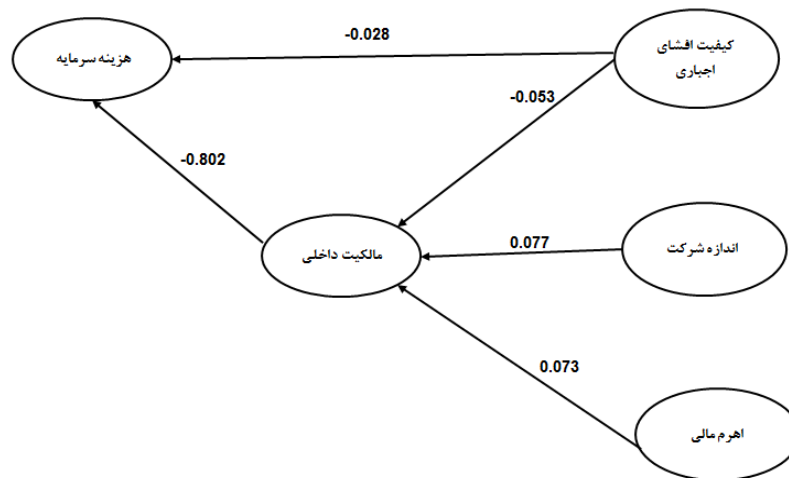
از آنجا که سطح معنی داری ضریب متغیر اهرم مالی شرکت کمتر از ۵٪ است بنابراین تاثیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر مالکیت داخلی تایید می گردد. همچنین از آنجا که ضریب متغیر اهرم مالی شرکت به طور مثبت می باشد، تاثیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر متغیر وابسته مالکیت داخلی به صورت مثبت می باشد.

بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده نتیجه برآورد مدل تحلیل مسیر را در مرحله دوم را می توان به شرح شکل ۴-۲ نشان داد:



شکل ۳. تحلیل مسیر تاثیر متغیرهای مستقل به طور غیر مستقیم از طریق متغیر مالکیت داخلی

. نحوه محاسبه ضرایب مسیر (تاثیر رگرسیونی) مستقیم، غیر مستقیم و کل . بعد از اینکه روش تحلیل مسیر را طی چندین مرحله اجرا کردیم (شکل ۴) ، باید در قالب جدولی، نتیجه مربوط به انواع تاثیر مستقیم ، غیر مستقیم، و هم مستقیم و هم غیر مستقیم متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته هزینه سرمایه را نشان دهیم.



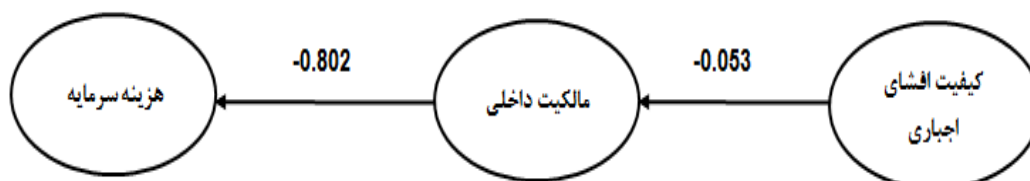
شکل ۴. مدل نهایی برآورد شده با رویکرد تحلیل مسیر

۴-۲-۴. محاسبه تاثیر مستقیم

تاثیر مستقیم در واقع همان ضریب تاثیر رگرسیونی هر متغیر مستقل بر متغیر وابسته است. بنابراین، مقدار این تاثیر را با توجه به خروجی رگرسیون های برآورد شده می باشد. با توجه به نتایج برآورد شده تاثیر مستقیم مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه برابر است با عدد ۰,۸۰۲-
 تاثیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه برابر است با عدد ۰,۰۲۸-

محاسبه تاثیر غیر مستقیم

برای بدست آوردن مقدار تاثیر غیر مستقیم هر متغیر مستقل بر متغیر وابسته، ابتدا باید تمامی مسیرهای تاثیرات غیر مستقیم هر متغیر مستقل بر متغیر وابسته را در هم ضرب و سپس ماحصل تمامی این تاثیرات را با هم جمع کنیم. با توجه به برآورد های انجام شده تاثیر غیر مستقیم متغیرهای مستقل کیفیت افشاء اجباری، اندازه شرکت و اهرم مالی به شرح ادامه می باشد:
 الف) تاثیر غیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی
 مطابق با برآورد رگرسیون در بخش های قبلی مسیر تاثیر غیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه از طریق متغیر مالکیت داخلی به شرح شکل ۵ می باشد.



شکل ۵. مسیر تاثیر غیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی

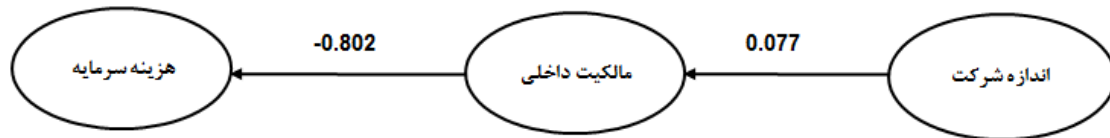
بنابراین اثر غیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه از ضرب دو عدد ۰,۰۵۳- و ۰,۸۰۲- به دست می آید.

$$-0.053 * -0.802 = 0.042$$

بنابراین با توجه به عدد به دست آمده تاثیر غیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی عدد ۰,۰۴۲ می باشد. با توجه به ضریب مثبت عدد مذکور مشخص گردید که تاثیر غیر مستقیم کیفیت افشاء اجباری بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی به طور مثبت می باشد.

ب) تاثیر غیر مستقیم اندازه شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی

مطابق با برآورد رگرسیون در بخش های قبلی مسیر تاثیر غیر مستقیم اندازه شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی به شرح شکل ۶ می باشد.



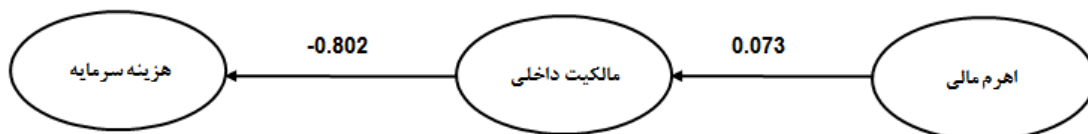
شکل ۶. مسیر تاثیر غیر مستقیم اندازه شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی

بنابراین اثر غیر مستقیم اندازه شرکت بر هزینه سرمایه از ضرب دو عدد ۰,۰۷۷ و ۰,۸۰۲- به دست می آید.

$$0.077 * -0.802 = -0.061$$

بنابراین با توجه به عدد به دست آمده تاثیر غیر مستقیم اندازه شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی عدد -0.061 می باشد. با توجه به ضریب منفی عدد مذکور مشخص گردید که تاثیر غیر مستقیم اندازه شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی به طور منفی می باشد.

ج) تاثیر غیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی مطابق با برآورد رگرسیون در بخش های قبلی مسیر تاثیر غیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی به شرح شکل می باشد.



شکل ۷. مسیر تاثیر غیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی

بنابراین اثر غیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر هزینه سرمایه از ضرب دو عدد ۰,۰۷۳ و ۰,۸۰۲- به دست می آید.

$$0.073 * -0.802 = -0.058$$

بنابراین با توجه به عدد به دست آمده تاثیر غیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی عدد -0.058 می باشد. با توجه به ضریب منفی عدد مذکور مشخص گردید که تاثیر غیر مستقیم اهرم مالی شرکت بر هزینه سرمایه از طریق مالکیت داخلی به طور منفی می باشد.

نتیجه گیری

همانطور که ذکر گردید هدف این پژوهش تعیین رابطه بین کیفیت افشاء اجباری، مالکیت داخلی و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. مطابق نتایج بدست آمده حاصل از فرضیه های اول و دوم پژوهش کیفیت افشاء اجباری و مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه به طور مستقیم تاثیر منفی دارد و از طرف دیگر مطابق با نتیجه آزمون فرضیه سوم، کیفیت افشاء اجباری به طور غیر مستقیم به دلیل تاثیر معکوسی که بر مالکیت داخلی دارد، به طور غیر مستقیم از طریق متغیر مالکیت داخلی بر متغیر هزینه سرمایه تاثیر مثبت دارد.

لازم به ذکر نتایج به بدست آمده در این پژوهش با نتایج پژوهش های دیگر که در خصوص موضوع پژوهش وجود دارد مشابه می-باشد.

به طوری که کور و همکاران (۲۰۱۴) در مطالعه ای با عنوان "کیفیت افشاگری اجباری، مالکیت داخلی و هزینه سرمایه" به این نتیجه دست یافت که مقررات افشاگری سطح کشور رابطه منفی با مالکیت داخلی دارد و همچنین مطابق مقررات افشاگری به طور مستقیم بر هزینه سرمایه تاثیر منفی دارد و تاثیر غیر مستقیم مقررات افشاگری از طریق مالکیت داخلی بر هزینه سرمایه به صورت مثبت می باشد. همچنین روف و عبدالله آل (۲۰۱۱) در مطالعه ای خود با عنوان "ساختار مالکیت و افشاء اطلاعات در گزارش-های سالانه بنگلادش" به این نتیجه دست یافتند که میزان افشاء اطلاعات در شرکت ها با ساختار مالکیت مدیریتی بالاتر رابطه منفی دارد و دیگر اینکه گیتزمن و آیرلند (۲۰۰۵) در مطالعه ای خود با عنوان "هزینه سرمایه، استراتژی های افشا و انتخاب حسابداری" به این نتیجه رسیدند که بین افشا و هزینه سرمایه رابطه ای منفی مستقیم وجود دارد.

همچنین در مطالعات داخلی سرلک و محمدی (۱۳۹۴) در مطالعه ای خود با عنوان "بررسی رابطه بین ویژگی های مالی و غیر مالی شرکت با کیفیت افشاء اجباری و اختیاری شرکت های پذیرفته شده" به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت اعضای هیئت مدیره و کیفیت افشاء رابطه منفی وجود دارد. در نهایت همچنین ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در مطالعه ای با خود "بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد.

پیشنهادهای

با توجه به نتایج پژوهش حاضر و آزمون فرضیه های پژوهش پیشنهاد های کاربردی زیر به مدیران و دست اندرکان شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران و همچنین سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود:

پیشنهادهای کاربردی پژوهش با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

با توجه به اینکه بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول، بالا بودن کیفیت افشا اثر کاهنده بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها دارد، به مدیران مالی شرکت ها پیشنهاد می شود در راستای کاهش هزینه سرمایه سهام خود، کیفیت افشای اطلاعات مالی را مد نظر قرار داده و توجه بیشتری به آن معطوف دارند. همچنین در این راستا به سیاست گذاران بورس اوراق بهادار تهران توصیه می شود هیئت استانداردهای حسابداری مالی به تدوین استانداردهای مبادرت نماید که در آن راستای آن ویژگی های کیفی افشا رعایت گردد و برای استانداردهایی که امکان کاهش ویژگی های کیفی افشا را فراهم می آورد کنترل ها و محدودیت هایی لحاظ نمایند، همچنین با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش به سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود که در تصمیم گیری های مالی خود و خرید سهام شرکت ها صرفا به سود حسابداری اکتفا نکرده و علاوه بر توجه به ارزش سود حسابداری به امتیاز کیفیت افشای شرکتها و رتبه آنها در بین شرکت های بورس توجه ویژه داشته باشند.

پیشنهادهای کاربردی پژوهش با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

با توجه به اینکه بر اساس نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش، بالا بودن درصد مالکیت داخلی اثر کاهنده بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها دارد به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود، در تصمیمات سرمایه گذاری های خود به عامل ترکیب مالکیت شرکت های سرمایه پذیر توجه کنند. همچنین به مسئولان بازار سرمایه پیشنهاد می شود که شرایطی را فراهم سازند که حضور سهامداران داخلی در بازار افزایش یابد که این موضوع به افزایش کارایی بازار و کاهش هزینه سرمایه کمک می کند.

پیشنهادهای کاربردی پژوهش با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

با توجه به اینکه بر اساس نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش، کیفیت افشای اجباری از طریق تاثیر منفی بر مالکیت داخلی به طور غیر مستقیم باعث افزایش هزینه سرمایه می شود. بنابراین به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که علاوه بر امتیاز افشای اطلاعات شرکت ها به میزان تاثیری که بر مالکیت داخلی داشته توجه نمایند و با در نظر گرفتن این دو مورد و تاثیر آنها بر هزینه شرکت اقدام به تصمیم گیری در خرید سهام خود داشته باشند.

همچنین در این خصوص به سیاست گذاران سازمان بورس پیشنهاد می شود که شاخصهای حاکمیتی شرکتی و کیفیت افشای اطلاعاتی خود را طوری تنظیم نمایند، که در کنار رشد کیفیت افشای اطلاعاتی، شرایط حضور سهامداران داخلی در بازار هم فراهم آید.

منابع و مراجع

- [1] Allegrini, Marco and Greco, Giulio. (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies. *Journal of Management and Governance*, 17(1), 187-216.
- [2] Abdul Samad, F. (2002). Ownership Structure in the Malaysian Corporation Sector: its Impact on Corporate Governance, Performance, Financing and Investment Patterns. Institute for Development Policy and Management, Paper No. 29.
- [3] Berta, A and Bazolan, A. (2008). The impact of corporate governance on the timeliness of corporate internet reporting by Egyptian listed companies. *Managerial Finance*, Vol 34, Issue 12, PP. 848-867.
- [4] Barth, M. E. and Schipper, K. (2008). Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23, No. 2, pp. 173-190.
- [5] Beretta, S. and Bozzolan, S. (2008). Quality Versus Quantity: The Case of Forward-Looking Disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23, No. 3, pp. 333-375.
- [6] Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol. 22, No. 3, pp. 323-349.
- [7] Botosan, C. A. and Plumplee, M. A. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting*.
- [8] Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol. 22, No. 3, pp. 323-349.
- [9] Brown, S. and Hillegier, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, pp. 443-477.
- [10] Core, J., Hail, L., Verdi, R. (2014). Mandatory Disclosure Quality, Inside Ownership, and Cost of Capital, workshop participants at the 6th Conference of Swiss Economists Abroad, HEC Paris, INSEAD, London Business School, MIT Sloan, and Stanford University. We gratefully acknowledge financial support from the Wharton School and the MIT Sloan School of Management.
- [11] Francis, J., Nanda, D., Olsson, A. (2008). Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* Vol. 46 No. 1.
- [12] Fama, E.F., and K.R. French. (1993). Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics* 33, Pp: 3-56.
- [13] Healy, Paul M and Palepu, Krishna G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- [14] Joshi, A. (2005). Timeliness in Corporate Reporting of Indian Public Financial Institutions (IPFIs). *Udyog Pragati*, 29, 1-11.
- [15] Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, pp. 1315-1335.
- [16] Li, X. (2015). Accounting Conservatism and the Cost of Capital: An International Analysis. Volume 42, Issue 5-6, pp; 555-582.
- [17] Liao, Chih-Hsien (2011); The effect of stock-based incentives and governance mechanisms on voluntary disclosure of intangibles. *Advances in Accounting*, 27(14), 294-307.
- [18] Sulong, Z., Mat Nor, F. (2010). Corporate Governance Mechanisms and Firm Valuation in Malaysian Listed. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 6, No. 1.
- [19] Zhang, M. H. (2005). The Differential Effects of Proprietary Cost on the Quality versus Quantity of Voluntary Corporate Disclosures. Phd Dissertation, University of Texas

آزمون نرمال بودن داده ها

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ECC	DQ	SIZE	LEV	IO
N		768	768	768	768	768
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	38.4175	70.1159	14.1160	.5845	.4933
	Std. Deviation	111.13603	20.88076	1.59127	.22598	.25956
Most Extreme Differences	Absolute	.196	.114	.103	.040	.073
	Positive	.196	.082	.103	.025	.071
	Negative	-.153	-.114	-.049	-.040	-.073
Kolmogorov-Smirnov Z		1.022	1.154	0.855	1.117	1.011
Asymp. Sig. (2-tailed)		.185	.122	.349	.165	.191

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

آزمون رگرسیون تاثیرات مستقیم متغیرهای مستقل

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IO, DQ, SIZE, LEV	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ECC

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.804 ^a	.647	.645	66.23178

a. Predictors: (Constant), IO, DQ, SIZE, LEV

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6126370.480	4	1531592.620	349.149	.000 ^a
	Residual	3347013.373	763	4386.649		
	Total	9473383.853	767			

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IO, DQ, SIZE, LEV	.	Enter

a. Predictors: (Constant), IO, DQ, SIZE, LEV

b. Dependent Variable: ECC

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	208.787	25.366		8.231	.000
	DQ	-.108	.120	-.020	-2.901	.048
	SIZE	-.093	1.518	-.001	-.061	.951
	LEV	14.414	10.992	.029	1.311	.190
	IO	-344.426	9.267	-.804	-27.166	.000

a. Dependent Variable: ECC

آزمون رگرسیون تاثیرات مستقیم متغیرهای مستقل پس از حذف متغیرهای غیر معنی دار

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IO, DQ ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ECC

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.804 ^a	.646	.645	66.21982

a. Predictors: (Constant), IO, DQ

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6118809.891	2	3059404.945	697.688	.000 ^a
	Residual	3354573.962	765	4385.064		
	Total	9473383.853	767			

Variables Entered/Removed^b

	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IO, DQ ^a	.	Enter

a. Predictors: (Constant), IO, DQ

b. Dependent Variable: ECC

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	218.310	9.437		23.134	.000
	DQ	-.148	.115	-.028	-2.292	.047
	IO	-343.607	9.215	-.802	-7.288	.000

a. Dependent Variable: ECC

آزمون رگرسیون تاثیرات غیر مستقیم متغیرهای مستقل از طریق متغیر مالکیت داخلی

Variables Entered/Removed^b

	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LEV, SIZE, DQ	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: IO

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.607 ^a	.512	.008	.25856

a. Predictors: (Constant), LEV, SIZE, DQ

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.596	3	.199	2.972	.031 ^a
	Residual	51.077	764	.067		
	Total	51.673	767			

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LEV, SIZE, DQ	.	Enter

a. Predictors: (Constant), LEV, SIZE, DQ

b. Dependent Variable: IO

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.221	.099		2.234	.026
	DQ	-.001	.000	-.053	-2.418	.006
	SIZE	.013	.006	.077	2.125	.034
	LEV	.084	.043	.073	1.968	.049

a. Dependent Variable: IO