



بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امین ناظمی*، طاهره نصیری**

چکیده

هدف از این مقاله بررسی ارتباط میان شاخص افشای اطلاعات شرکت‌ها و هزینه سرمایه آنها می‌باشد. در این راستا به منظور ایجاد یک معیار بهینه برای سنجش افشای اطلاعات شرکت‌ها از شاخص افشای مرکب، که از ترکیب شاخص افشای داوطلبانه به عنوان متغیر اندازه‌گیری کمیت افشای اطلاعات و شاخص افشای بورس اوراق بهادار به عنوان متغیر اندازه‌گیری کیفیت افشای اطلاعات به دست می‌آید، استفاده شده است. به منظور سنجش هزینه سرمایه شرکت‌ها از مدل نسبت رشد قیمت به درآمد استفاده شده است. با بررسی اطلاعات گزارش شده ۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۰ و استفاده از روش رگرسیون چند متغیره مشاهده شد شرکت‌هایی که اقدام به افزایش میزان افشای اطلاعات می‌کنند، نقدشوندگی سهام بیشتری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند. همچنین افزایش میزان افشای اطلاعات شده شرکت‌ها منجر به کاهش خطر برآورد سرمایه‌گذاران می‌شود و افزایش میزان افشای اطلاعات شده شرکت‌ها با هزینه سرمایه آنها ارتباط معناداری ندارد.

واژه‌های کلیدی: افشای اطلاعات، هزینه سرمایه، نقدشوندگی، خطر برآورد

* استادیار حسابداری، دانشگاه شیراز

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شیراز

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۰۵/۱۱

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۰/۲۷

نویسنده مسئول: aminnazemi@yahoo.com

مقدمه

امروزه کمتر کسی می‌تواند اهمیت افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها را نادیده بگیرد، زیرا اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه تصمیمات با اهمیت سرمایه‌گذاری خود را بر اساس اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌گیرند. آنها خواستار افشای بیشتر اطلاعات در مورد عملکرد گذشته و آتی شرکت‌ها هستند. افشای کامل اطلاعات همراه با شفافیت گزارشگری مالی می‌تواند شرایط مطمئنی را ایجاد کند و اعتماد سرمایه‌گذاران را ارتقا دهد (کردستانی و علوی، ۱۳۸۹).

انجمن حسابداران رسمی آمریکا^۱ (۱۹۹۴) مزیت عمده افشای بیشتر اطلاعات را هزینه سرمایه کمتر اعلام داشت. درک رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها، نه تنها برای مدیران بلکه برای سرمایه‌گذاران نیز همواره جذاب بوده است (پترووا و همکاران^۲، ۲۰۱۲). پژوهش‌های نظری پیشین عنوان کردند که سیاست افشا با هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه منفی دارد (بوتوسان^۳، ۱۹۹۷؛ اسپینوزا و ترومبتا^۴، ۲۰۰۷). بنابراین، یکی از پرسشهای اساسی مطرح در این پژوهش آن است که آیا افشای اطلاعات شرکت‌ها، هزینه سرمایه را پایین می‌آورد؟

مبانی نظری

هزینه سرمایه یک شاخص مهم برای مدیران و ارائه‌دهندگان منابع مالی در بازار سرمایه است. در ادبیات مالی، اصطلاح هزینه سرمایه به هزینه شرکت در به دست آوردن منابع مالی اشاره دارد (مانتنو^۵، ۲۰۱۱). تصمیم‌های مرتبط با هزینه سرمایه، یکی از اساسی‌ترین تصمیم‌هایی است که شرکت‌ها اتخاذ می‌کنند (ایزلی و اوهارا^۶، ۲۰۰۴). همچنین از هزینه سرمایه برای اندازه‌گیری اثرات افشاگری‌ها نیز استفاده می‌شود؛ پژوهشگران و مقررات‌گذاران فرض می‌کنند که بین افشا و هزینه سرمایه رابطه منفی وجود دارد (چینل^۷، ۲۰۰۹).

به اعتقاد جنسن و مک‌لینگ^۸ (۱۹۷۶) رابطه نمایندگی از قرارداد بین سهامداران و مدیران شرکت ناشی می‌شود. بر اساس این قرارداد، سهامداران اختیار تصمیم‌گیری را به مدیران محول می‌کنند. در این وضعیت که جدایی مالکیت از کنترل وجود دارد، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران بوجود می‌آید. فرض بر این است هر دو طرف قرارداد به

دنبال حداکثرسازی منافع‌شان هستند و در این شرایط ممکن است مدیران در راستای منافع سهامداران عمل نکنند. این تضاد منافع منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود و شرکت را متحمل هزینه نظارت، مشاهده و کسب اطمینان از همسو بودن عملکرد مدیران در راستای منافع سهامداران می‌کند. افشای داوطلبانه، فرصت بسیار مناسبی برای اعمال نظریه نمایندگی فراهم می‌کند. به این صورت که مدیران، که دسترسی بهتری به اطلاعات خصوصی شرکت دارند، به منظور بهینه‌سازی ارزش شرکت، اطلاعات معتبر و قابل‌اعتمادی را به بازار ارائه می‌دهند. افشای اطلاعات، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست‌های تأمین مالی را نیز در بر دارد. در مقابل، مدیران ممکن است در راستای منافع خود و برخلاف منافع سهامداران، از افشای اطلاعات کلیدی به بازار کوتاهی کنند. چنین اقدامی ممکن است منجر به هزینه بالاتر سرمایه و در نتیجه ارزش پایین‌تر سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران شود (آل‌شمیری و آل‌سلطان، ۲۰۱۰).

به اعتقاد بوتوسان (۱۹۹۷) تحقیقات نظری درباره رابطه منفی بین افشا و هزینه سرمایه از دو رویکرد زیر پیروی می‌کند:

۱. رویکرد مبتنی بر نقدشوندگی: افشای بیشتر هزینه معاملات را کاهش و تقاضا برای اوراق بهادار یک شرکت را افزایش می‌دهد و موجب افزایش نقدشوندگی بازار سهام و کاهش هزینه سرمایه سهام می‌شود (گلستن و میلگروم^{۱۰}، ۱۹۸۵؛ دیاموند و ورچیا^{۱۱}، ۱۹۹۱؛ بوتوسان، ۱۹۹۷؛ هیلی و همکاران^{۱۲}، ۱۹۹۹؛ ایزلی و اوهارا، ۲۰۰۴؛ لیوز و یسوکی^{۱۳}، ۲۰۰۶).

۲. رویکرد مبتنی بر خطر برآورد: از آنجا که سرمایه‌گذاران از ارزش واقعی نرخ مورد انتظار بازده سهام شرکت اطلاعی ندارند، افشای بیشتر می‌تواند خطر برآورد ناشی از برآوردهای سرمایه‌گذاران (که یکی از پارامترهای بازده دارایی یا توزیع بازده است) را کاهش دهد (بری و براون^{۱۴}، ۱۹۸۵؛ کولس و همکاران^{۱۵}، ۱۹۹۵).

افشا و نقدشوندگی بازار

نقدشوندگی بازار عامل مهمی در استحکام و ثبات بازار محسوب می‌شود (عباسی و آدوسی، ۱۳۸۸). بلک‌ریشنان و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۲) در پژوهشی این پرسش را مطرح کردند که آیا مدیران می‌توانند نقدشوندگی سهام شرکت را تحت تاثیر قرار دهند. از آنجا که

عدم تقارن اطلاعات منجر به افزایش هزینه معامله بین خریداران و فروشندگان سهام می‌شود و با افزایش هزینه معاملات، تقاضا برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها کاهش می‌یابد، در نتیجه نقدشوندگی بازار کاهش می‌یابد. با کاهش نقدشوندگی بازار، هزینه سرمایه نیز افزایش می‌یابد (مانتنو، ۲۰۱۱). شرکت‌هایی که سطح افشای اطلاعات بالاتری دارند، به احتمال زیاد سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب می‌کنند، زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند از منصفانه بودن قیمت سهام شرکت‌های مزبور اطمینان یابند (افرویدوایکس^{۱۷}، ۲۰۰۴). لیوز و ورجیا^{۱۸} (۲۰۰۰) نیز شواهد تجربی سازگار با این نظریه ارائه می‌دهند، یافته‌های آنها بیانگر این موضوع است که نقدشوندگی بازار با افزایش سطح افشای اطلاعات افزایش می‌یابد.

افشا و خطر برآورد

بری و براون (۱۹۸۵)، هاندا و لین^{۱۹} (۱۹۹۳) و کولس و همکاران (۱۹۹۵) معتقدند که در صورت وجود اطلاعات مختلف، نمی‌توان خطر برآورد را کاهش داد. لنگ و لوندلم^{۲۰} (۱۹۹۶) و هوپ^{۲۱} (۲۰۰۳) نشان دادند که افشا با کاهش پراکندگی اطلاعات، دقت پیش‌بینی سود توسط تحلیل‌گران را افزایش می‌دهد. میزان و دقت اطلاعات می‌تواند بر هزینه سرمایه تأثیر گذارد. معمولاً هرچه کیفیت و دقت اطلاعات بالا باشد، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. کیفیت بالای اطلاعات و تقارن اطلاعاتی موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه‌گذاران در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. برعکس، هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران به جهت پذیرش ریسک بیشتر، هزینه سرمایه بالایی را مطالبه می‌کنند (عرب‌مازار یزدی و طالبیان، ۱۳۸۷).

افشا به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در درک خطرات اقتصادی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند (الیوت و ژاکوبسن^{۲۲}، ۱۹۹۴). مرتون^{۲۳} (۱۹۸۷) استدلال می‌کند که اطلاعاتی که آگاهی سرمایه‌گذاران ناآگاه را افزایش می‌دهد، می‌تواند هزینه سرمایه شرکت را پایین بیاورد؛ زیرا سرمایه‌گذاران تنها در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که با عملیات آن آشنا هستند. شرکت‌ها تلاش می‌کنند با افشای بیشتر اطلاعات خطر برآورد سرمایه‌گذاران را کاهش دهند (پترووا و همکاران، ۲۰۱۲).

پیشینه

تأثیر سطح افشا بر هزینه سرمایه یک موضوع مورد توجه و اهمیت جامعه گزارشگری مالی است (بوتوسان، ۱۹۹۷). نظریه اقتصادی حاکی از ارتباط منفی بین سطح افشا و هزینه سرمایه است (افرویدوایکس، ۲۰۰۴). یکی از راه‌های درک این ارتباط مطالعه و بررسی ادبیات افشا و هزینه سرمایه است.

برای نخستین بار بوتوسان (۱۹۹۷) ارتباط بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه را به صورت تجربی بررسی کرد. برای محاسبه هزینه سرمایه از بتای بازار استفاده نمود و به این نتیجه رسید که افشای بیشتر اطلاعات می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش دهد. در مطالعه دیگری بوتوسان و پلوملی^{۲۴} (۲۰۰۲) از مدل تنزیل سود کلاسیک^{۲۵} به عنوان معیاری برای محاسبه هزینه سرمایه مشاهده کردند که افزایش میزان افشای اطلاعات در گزارش‌های سالانه هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد اما افشای به موقع هزینه سرمایه را از طریق افزایش نوسانات قیمت سهام افزایش می‌دهد. به دنبال آن گیتزمن و ایرلند^{۲۶} (۲۰۰۵) برای محاسبه هزینه سرمایه مدل‌های بوتوسان (۱۹۹۷) و بوتوسان و پلوملی (۲۰۰۲) را ترکیب کردند و مشاهده کردند بین افشای به موقع و هزینه سرمایه ارتباط معکوس وجود دارد.

هیل^{۲۷} (۲۰۰۳) و پترووا و همکاران (۲۰۱۲) به مطالعه ارتباط بین افشای داوطلبانه اطلاعات و هزینه سرمایه پرداختند و برای محاسبه هزینه سرمایه از مدل ارزیابی درآمد باقی مانده^{۲۸} استفاده نمودند که در این مدل هزینه سرمایه به عنوان نرخ بازده داخلی تلقی می‌شود و به این نتیجه رسید که شرکت‌ها با افزایش سطح افشای داوطلبانه می‌توانند هزینه سرمایه خود را کاهش دهند.

اسپینوزا و ترومبتا (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه پرداختند و برای محاسبه هزینه سرمایه از مدل نسبت رشد قیمت به درآمد^{۲۹} استفاده کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که رابطه بین افشا و هزینه سرمایه تحت تأثیر خط‌مشی‌های حسابداری است و افزایش افشای اطلاعات منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود. پژوهشگران دیگری مانند برودل لوپز و الن کار^{۳۰} (۲۰۱۰) و لوپز^{۳۱} (۲۰۱۱) با استفاده از همین مدل به مطالعه رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه پرداختند و مشاهده نمودند ارتباط منفی معناداری بین سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها با هزینه سرمایه آن‌ها وجود دارد.

پژوهشگرانی مانند ولکر^{۳۲} (۱۹۹۵) و هلفین و همکاران^{۳۳} (۲۰۰۳) نیز رابطه کیفیت افشا

و هزینه سرمایه را طبق رویکرد نقدشوندگی بررسی نمودند. آنها برای محاسبه نقدشوندگی از مدل عدم تقارن اطلاعاتی قیمت سهام استفاده نمودند و به این نتیجه رسیدند که سیاست افشا بر نقدشوندگی بازار تاثیر دارد؛ زیرا سرمایه‌گذاران ناآگاه را در برابر انتخاب نامطلوب حمایت می‌کند و این حمایت در نقدشوندگی بازار تجلی یافته و در نهایت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. همچنین ریکانویک^{۳۴} (۲۰۰۵) برای ارزیابی افشا با استفاده از پرسش‌نامه‌ای حاوی شاخص‌هایی که افشای داوطلبانه و اجباری در بر دارد به نظرسنجی از تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران پرداخت و مشاهده نمود میان افشای اطلاعات و نقدشوندگی ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. ریکانویک برای محاسبه خطر برآورد از نوسانات قیمت سهام در طی چند سال استفاده نمود و به این نتیجه رسید میان افشای اطلاعات و خطر برآورد ارتباط معناداری وجود ندارد.

در ایران دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۸) به مطالعه تاثیر میزان افشای اجباری بر هزینه سهام عادی پرداختند. برای محاسبه هزینه سرمایه از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^{۳۵} استفاده کردند و مشاهده کردند افزایش میزان افشا منجر به کاهش هزینه سهام عادی می‌شود. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) نیز با استفاده از مدل تنزیل سود کلاسیک برای برآورد هزینه سرمایه، به بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام جاری و آتی رابطه معناداری وجود ندارد.

فخاری و فلاح‌محمدی (۱۳۸۸) در مطالعه‌ای به بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام پرداختند. آنها شاخص نقدشوندگی را بر اساس عدم تقارن اطلاعاتی میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش اندازه‌گیری کرده و دریافتند که ارتباط معنادار و معکوسی بین افشای اطلاعات و نقدشوندگی سهام وجود دارد. ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۹۱) نیز برای محاسبه نقدشوندگی از نسبت سریع استفاده نمودند و نتایج بررسی آنها حاکی از این بود که کیفیت افشا رابطه مستقیم معناداری با نقدشوندگی شرکت‌ها دارد.

در میان پژوهش‌های داخلی پژوهش حاضر نخستین پژوهشی است که به بررسی تاثیر یک معیار جامع از افشای اطلاعات (که از ترکیب شاخص افشای داوطلبانه و شاخص افشای مرکب به‌دست آمده است) بر نقدشوندگی، خطر برآورد و هزینه سرمایه پرداخته است و همچنین به منظور سنجش هزینه سرمایه شرکت‌ها از مدل نسبت رشد قیمت به درآمد استفاده شده است.

روش‌شناسی

این پژوهش در صدد توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری است. به دلیل ایجاد یکنواختی، شرکت‌هایی مورد آزمون قرار می‌گیرند که دارای شرایط زیر باشند:

۱. پایان سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۲. شرکت در دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشد.
 ۳. اطلاعات مالی شرکت در دسترس باشد.
 ۴. سهام شرکت در سال‌های دوره تحقیق مورد معامله قرار گرفته باشد.
 ۵. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها و موسسات مالی به لحاظ تفاوت ماهیت فعالیت آن‌ها به‌عنوان نمونه انتخاب نخواهند شد.
- بدین ترتیب نمونه آماری شامل ۷۵ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران، از ۱۷ صنعت انتخاب شد. دوره پژوهش یک دوره ۸ ساله، براساس سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ می‌باشد. اطلاعات متغیرهای پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران موجود در سامانه‌های مدیریت پژوهش سازمان بورس اوراق بهادار تهران^{۳۶}، سیستم جامع اطلاع‌رسانی ناشران^{۳۷}، شرکت بورس و اوراق بهادار^{۳۸}، مرکز پردازش اطلاعات مالی^{۳۹} و با استفاده از نرم‌افزار تدبیرپرداز نسخه ۲ گردآوری شده است و پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم‌افزار EXCEL نسخه ۲۰۱۰، تجزیه و تحلیل نهایی با نرم‌افزار آماری E-views نسخه ۷ انجام شده است.

فرضیه‌ها

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان شده در بخش‌های قبل، فرضیه‌های زیر انتخاب و بررسی شده است:

فرضیه اول: هرچه سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها بالاتر باشد، میزان هزینه سرمایه آن‌ها کمتر است.

فرضیه دوم: هرچه سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها بالاتر باشد، میزان نقدشوندگی سهام آن‌ها بیشتر است.

فرضیه سوم: هرچه سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها بالاتر باشد، میزان نوسانات بازده سهام آن‌ها کمتر است.

متغیرها

متغیر مستقل

شاخص افشای مرکب: به منظور ایجاد یک معیار بهینه از افشای اطلاعات شرکت‌ها در این پژوهش از شاخص افشای مرکب استفاده می‌شود. شاخص افشای مرکب که از ترکیب شاخص افشای داوطلبانه و شاخص رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی تشکیل می‌شود و متغیر مستقل فرضیه مورد استفاده در این پژوهش می‌باشد. برای اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه، چک‌لیست بوتوسان (۱۹۹۷) مورد استفاده قرار می‌گیرد و بنا به شرایط شرکت‌های ایرانی تعدیل می‌شود. شاخص‌ها پس از بررسی از نظر الزامی نبودن مطابق استانداردهای حسابداری یا قانونی در شش بخش کلی به شرح ذیل تعیین شدند:

پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج تاریخی مهم، آمارهای کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی، بحث و تحلیل مدیریت.

در این پژوهش به منظور بررسی سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها از گزارش‌های سالانه ارائه شده توسط شرکت‌ها استفاده می‌شود و بررسی گزارش‌های سالانه به یک سال (سال ۱۳۹۰) محدود می‌شود، زیرا سیاست‌های افشای اطلاعات شرکت‌ها در طول زمان نسبتاً ثابت باقی می‌ماند (بوتوسان، ۱۹۹۷: ۳۲۷). عبدالفتاح^{۴۰} (۲۰۰۸) در مطالعه‌ای مشاهده کرد تفاوت معناداری در میزان افشای داوطلبانه در گزارش‌های سالانه در طول دوره مورد بررسی وجود ندارد.

شاخص افشای بورس برای امتیازدهی افشای شرکت‌ها برای دوره‌های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه محاسبه و توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۲ به بعد منتشر گردیده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می‌نماید (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۰).

میزان افشا به طور مستقیم قابل اندازه‌گیری نیست. همچنین اندازه‌گیری کیفیت افشا و گزارش‌های مالی اغلب مبهم و دشوار است (لیوز و یسوکی، ۲۰۰۸: ۲۳). از نظر آل‌لجرینی و گرکو^{۴۱} (۲۰۱۳) ارزیابی کیفیت افشا هنوز یک بحث باز است و روش‌های اندازه‌گیری به‌خوبی تثبیت شده‌ای برای سنجش آن وجود ندارد. بنابراین رویکرد تثبیت شده‌تر ترجیح داده می‌شود. در این پژوهش از شاخص افشای مرکب (که ترکیبی از شاخص رتبه‌بندی

افشای بورس و شاخص خودساخته بوتوسان است) به عنوان یک ابزار تحقیقاتی برای اندازه گیری میزان افشای شرکت‌ها استفاده می‌شود و با استفاده از روش تاپسیس^{۴۲} شاخص افشای داوطلبانه و شاخص افشای بورس با یکدیگر ترکیب می‌شوند تا شاخص افشای مرکب ایجاد شود.

متغیر وابسته

هزینه سرمایه، نقدشوندگی و خطر برآورد متغیرهای وابسته این پژوهش هستند.

هزینه سرمایه

پژوهشگران برای اندازه گیری هزینه سرمایه از مدل‌های تنزیل سود کلاسیک، قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت رشد قیمت به درآمد که مبتنی بر بازار هستند، استفاده می‌کنند. به علت وجود اطلاعات نسبتاً کم و کارا نبودن بورس اوراق بهادار تهران، مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مدل مناسبی برای محاسبه هزینه سرمایه در ایران نیست (طاهری‌مقدر و همکاران، ۱۳۸۹). مدل نسبت رشد قیمت به درآمد توسط محققان در تعیین اثرات عواملی مانند کیفیت افشا و هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد (ایستون^{۴۳}، ۲۰۰۴). آرتیاچ و کلارسون^{۴۴} (۲۰۱۰) تاکید کردند مدل نسبت رشد قیمت به درآمد یکی از قابل اعتمادترین نماینده‌ها برای محاسبه هزینه سرمایه است. در این پژوهش همانند پژوهش آرتیاچ و کلارسون (۲۰۱۰) از مدل نسبت رشد قیمت به درآمد برای برآورد هزینه سرمایه به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$CC = \sqrt{\frac{eps_{t+2} - eps_{t+1}}{P_t}}$$

که در این رابطه:

eps_{t+1} : سود هر سهم پیش‌بینی شده برای یک سال آتی؛ eps_{t+2} : سود هر سهم پیش‌بینی شده برای دو سال آتی؛ و P_t : قیمت سهام در سال جاری

نقدشوندگی

قابلیت خرید یا فروش دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن را نقدشوندگی یک

دارایی می‌گویند. افشای اطلاعات مالی، عدم تقارن اطلاعاتی میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را کاهش داده و سبب نقدشوندگی بیشتر سهام می‌گردد (فخاری و فلاح محمدی، ۱۳۸۸). برای محاسبه نقدشوندگی در این پژوهش، مطابق مطالعه ریکانویک (۲۰۰۵)، از فرمول زیر استفاده می‌شود.

$$SPERAD = \frac{AP - BP}{\frac{AP + BP}{2}}$$

که در این رابطه:

AP : بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام؛ و BP : بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام

خطر برآورد

خطر برآورد نشان‌دهنده عدم اطمینان سرمایه‌گذار نسبت به بازده سرمایه‌گذاری یا جریان‌های نقد آتی است. عدم اطمینان سرمایه‌گذار از عدم تقارن اطلاعاتی ناشی می‌شود. برای محاسبه خطر برآورد در این پژوهش، مطابق پژوهش ریکانویک (۲۰۰۵)، از نوسانات قیمت سهام (انحراف معیار نقدشوندگی سهام سه سال گذشته شرکت) استفاده می‌شود.

متغیر کنترلی

اندازه شرکت، عملکرد تاریخی شرکت، سهام شناور آزاد، عدم اطمینان و نوسانات سود عملیاتی و رشد متغیرهای کنترلی این پژوهش هستند.

اندازه شرکت

منظور از اندازه شرکت، اندازه رقابتی شرکت در بازار است. برای محاسبه اندازه شرکت در این پژوهش، مطابق پژوهش مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) از لگاریتم طبیعی فروش سالانه شرکت استفاده می‌شود.

عملکرد تاریخی شرکت

تمایل شرکت‌ها به افشای اطلاعات، هنگامی که عملکرد گذشته خوبی داشته باشند، بیشتر است. در این پژوهش، مطابق پژوهش ریکانویک (۲۰۰۵) برای محاسبه عملکرد تاریخی شرکت از بازده سرمایه به کار گرفته شده پایان سال شرکت استفاده می‌شود.

$$ROCE = \frac{EBT}{Total.Assets - Current.Liabilities}$$

که در این رابطه:

EBT : سود خالص قبل از کسر مالیات؛ $Total.Assets$: مجموع دارایی‌ها؛ و $Current.Liabilities$: بدهی‌های جاری

سهام‌شناور آزاد

سهام‌شناور آزاد بخشی از سهام شرکت است که احتمال بیشتری برای حضور فرآیند معاملات داشته باشد. برای محاسبه سهام‌شناور آزاد شرکت‌ها در این پژوهش، مطابق پژوهش کاشانی‌پور و رضایی (۱۳۹۰) از درصد سهام‌شناور آزاد پایان سال شرکت‌ها، محاسبه شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران، استفاده می‌شود.

مدل‌ها

برای آزمون فرضیه اول که ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه را بررسی می‌کند، مطابق مطالعه لویز (۲۰۱۱) از مدل رگرسیون خطی چندگانه ۱؛ و برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم که ارتباط میان افشای اطلاعات و نقدشوندگی بازار، و ارتباط میان افشای اطلاعات و خطر برآورد سرمایه‌گذاران را بررسی می‌کند، مطابق مطالعه ریکانویک (۲۰۰۵) از مدل‌های رگرسیون خطی چندگانه ۲ و ۳؛ به شرح زیر استفاده می‌شود.

مدل (۱):

$$CC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIX_{1it} + \beta_2 MV_{2it} + \beta_3 ROCE_{3it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲):

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIX_{1it} + \beta_2 MV_{2it} + \beta_3 FREEFLOAT_{3it} + \beta_4 ROCE_{4it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۳):

$$VOLA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIX_{1it} + \beta_2 MV_{2it} + \beta_3 FREEFLOAT_{3it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل‌های مزبور:

CC_{it} : هزینه سرمایه؛ $SPREAD_{it}$: نقدشوندگی؛ $VOLA_{it}$: خطر برآورد؛ DIX_{1it} : شاخص افشای مرکب؛ MV_{2it} : اندازه شرکت؛ $ROCE_{3it}$: عملکرد تاریخی شرکت؛ $FREEFLOAT_{3it}$: سهام‌شناور آزاد؛ و ε_{it} : مقادیر باقیمانده

یافته‌ها

آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای استفاده شده در آزمون تجربی پژوهش را نشان می‌دهد. مشاهده می‌شود شاخص افشای مرکب که از ترکیب شاخص افشای بورس و شاخص افشای داوطلبانه حاصل می‌شود از ۱۹ درصد الی ۸۸ درصد متغیر است؛ از آنجا که میزان میانه آن ۰/۶۰۰۲ و میانگین آن ۰/۵۸۷۲ است، توزیع تقریباً متقارن می‌باشد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش				
متغیر	میانگین	کمینه	میانه	بیشینه
شاخص افشای مرکب	۰/۵۸۷۲	۰/۱۹۲۴	۰/۶۰۰۲	۰/۸۷۹۱
هزینه سرمایه	۰/۰۰۲۱	-۱/۰۰۹۰	۰/۰۰۲۲	۱/۳۹۰۹
نقدشوندگی	۰/۰۰۸۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۶۰	۰/۱۸۰۸
خطر برآورد	۰/۰۱۷۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۶۴	۰/۰۸۹۸
اندازه شرکت	۱۲/۸۴۱۷	۹/۱۵۵۵	۱۲/۸۰۱۶	۱۶/۶۸۹۱
سهام شناور آزاد	۲۱/۵۳۳۳	۱/۰۰۰۰	۲۰/۰۰۰۰	۷۵/۰۰۰۰
عملکرد تاریخی شرکت	۰/۲۶۵۷	-۱۳/۶۵۲۳	۰/۲۵۵۳	۳/۵۱۱۰

آمار استنباطی

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، متغیر وابسته (هزینه سرمایه) به همراه متغیر مستقل (شاخص افشای مرکب) و متغیرهای کنترلی (اندازه و عملکرد تاریخی شرکت) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج مربوط به آزمون انتخاب نوع مدل در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون انتخاب نوع مدل فرضیه اول

آزمون	آماره آزمون	معناداری
آزمون چاو	۳/۵۲۴۳۲	۰/۰۰۱۰
آزمون هاسمن	۲۳/۶۹۲۰۶	۰/۰۰۰۶
آزمون بروش-پاگان	۱۹/۰۴۱۱۷	۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول ۲، از آنجا که سطح معناداری آزمون‌های چاو و هاسمن، هر دو کمتر از ۰/۰۵ است، برای آزمون فرضیه اول، مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود. نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت، در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: مدل فرضیه اول پژوهش (متغیر وابسته: هزینه سرمایه)

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
شاخص افشای مرکب	-۰/۰۶۵۴	۰/۰۳۴۵۱	-۱/۸۹۵۳۸	۰/۰۵۸۵
اندازه شرکت	-۰/۰۱۰۳۰	۰/۰۰۳۷۳	-۲/۷۵۷۳۸	۰/۰۰۶۰
عملکرد تاریخی شرکت	-۰/۰۰۹۸۷	۰/۰۰۵۷۲	-۱/۷۲۶۵۷	۰/۰۸۴۸
مقدار ثابت	۰/۰۹۸۵۶	۰/۰۵۱۸۹	۱/۸۹۹۲۳	۰/۰۵۸۰
ضریب تعیین	۰/۵۹۵۸	آماره F		۳/۷۳۱۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۶۱	معناداری آماره F		۰/۰۰۰۱
خطای معیار باقیمانده‌ها	۰/۱۳۴۲	دوربین - واتسون		۲/۲۸۹۱

همان‌طور که در جدول ۳ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه H_0 که همان معنادار نبودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۵۹۵۸ است. یعنی، حدود ۶۰٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مدل قابل توضیح است. افزون بر این، نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین - واتسون، با توجه به این که آماره دوربین - واتسون برابر با ۲/۲۸۹۱ است، بیانگر نبود خطاهای خودهمبستگی مدل است.

با توجه به نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرها در جدول ۳، ملاحظه می‌شود که سطح معناداری آماره t (P-Value) مربوط به متغیر شاخص افشای مرکب بیشتر از ۰/۰۵ است؛ این فرضیه در سطح ۰/۰۵ تایید نمی‌شود و این بدان معناست که بین شاخص افشای مرکب و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. افزون بر این، سطح معناداری آماره t مربوط به متغیر کنترلی عملکرد تاریخی شرکت نیز، بیشتر از ۰/۰۵ و بیانگر این است که بین متغیر عملکرد تاریخی شرکت و هزینه سرمایه، رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین، با توجه به عدم وجود رابطه معنادار بین شاخص افشای مرکب و هزینه سرمایه، فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی‌شود.

برای آزمون فرضیه دوم، متغیر وابسته (نقدشوندگی) به همراه متغیر مستقل (شاخص

افشای مرکب) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت، سهام شناور آزاد و عملکرد تاریخی شرکت) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج مربوط به آزمون انتخاب نوع مدل در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون انتخاب نوع مدل فرضیه دوم

معناداری	آماره آزمون	آزمون
۰/۰۰۰۰	۲۵/۳۷۱۳۷	آزمون چاو
۰/۰۳۱۶	۷/۰۴۸۳۳	آزمون هاسمن
۰/۰۰۰۰	۱۱۴۲/۹۳۸۰۰	آزمون بروش-پاگان

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول ۴، از آنجا که سطح معناداری آزمون‌های چاو و هاسمن، هر دو کمتر از ۰/۰۵ است، برای آزمون فرضیه دوم، مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود. نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت، در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵: مدل فرضیه دوم پژوهش (متغیر وابسته: نقدشوندگی)

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
شاخص افشای مرکب	۰/۰۱۳۷۵	۰/۰۰۲۸۹	۴/۷۵۵۹۱	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۱۲۰	۰/۰۰۰۳۵	۳/۴۴۷۶۲	۰/۰۰۰۶
سهام شناور آزاد	۰/۰۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰۳	۳/۱۴۰۸۶	۰/۰۰۱۸
عملکرد تاریخی شرکت	۰/۰۰۱۳۶	۰/۰۰۰۵۳	۲/۵۷۶۳۸	۰/۰۱۰۲
مقدار ثابت	۰/۰۰۷۹۳	۰/۰۰۴۸۱	۱/۶۴۹۸۳	۰/۰۹۹۵
ضریب تعیین	۰/۱۷۵۷	آماره F		۱۰/۷۴۱۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۶۷۷	معناداری آماره F		۰/۰۰۰۰
خطای معیار باقیمانده‌ها	۰/۰۱۰۲	دوربین-واتسون		۲/۱۵۸۹

همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه H_0 که همان معنادار نبودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و بنابراین مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در

این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۱۷۵۷ است. یعنی، تنها ۱۸٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مدل قابل توضیح است. افزون بر این، نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین-واتسون، با توجه به این که آماره دوربین-واتسون برابر با ۲/۱۵۸۹ است، بیانگر نبود خطاهای خودهمبستگی مدل است.

با توجه به نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرها در جدول ۵، ملاحظه می‌شود که سطح معناداری آماره t (P-Value) مربوط به متغیر شاخص افشای مرکب کمتر از ۰/۰۵ است و این بدان معناست که بین شاخص افشای مرکب و نقدشوندگی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. افزون بر این، سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نیز کمتر از ۰/۰۵ و بیانگر این است که بین متغیرهای اندازه، سهام شناور آزاد و عملکرد تاریخی شرکت، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. بنابراین، با توجه به وجود رابطه مثبت و معنادار بین شاخص افشای مرکب و نقدشوندگی، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش، متغیر وابسته (خطر برآورد) به همراه متغیر مستقل (شاخص افشای مرکب) و متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت و سهام شناور آزاد) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج مربوط به آزمون انتخاب نوع مدل در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶: نتایج حاصل از آزمون انتخاب نوع مدل فرضیه سوم

معناداری	آماره آزمون	آزمون
۰/۰۰۲۳	۳/۲۳۲۶۰	آزمون چاو
۰/۰۰۱۲	۱۵/۸۷۶۵۴	آزمون هاسمن
۰/۰۰۰۰	۴۱/۰۶۱۲۷	آزمون بروش-پاگان

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره ۶، از آن جا که سطح معناداری آزمون‌های چاو و هاسمن، هر دو کمتر از ۰/۰۵ است، برای آزمون فرضیه سوم، مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود. نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت، در جدول ۷ ارائه شده است.

همان‌طور که در جدول ۷ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه H_0 که همان معنادار نبودن کل مدل (صفر بودن تمام

جدول ۷: مدل فرضیه سوم پژوهش (متغیر وابسته: خطر برآورد)

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
شاخص افشای مرکب	-۰/۰۰۵۸۹	۰/۰۰۱۹۴	-۳/۰۳۹۰۷	۰/۰۰۲۵
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۵۱	۰/۰۰۰۲۲	-۲/۲۷۴۵۵	۰/۰۲۳۳
سهام شناور آزاد	-۰/۰۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰۲	-۲/۴۷۷۷۰	۰/۰۱۳۵
مقدار ثابت	۰/۰۱۸۹۶	۰/۰۰۳۱۷	۵/۹۷۵۷۹	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۶۴۱	آماره F		۵/۵۰۰۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۶۰۰	معناداری آماره F		۰/۰۰۰۰
خطای معیار باقیمانده‌ها	۰/۰۱۱۰	دوربین - واتسون		۲/۴۳۳۸

ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۴۶۴۱ است. یعنی، تنها ۴۶٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مدل قابل توضیح است. افزون بر این، نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین - واتسون، با توجه به این که آماره دوربین - واتسون برابر با ۲/۴۳۳۸ است، بیانگر نبود خطاهای خودهمبستگی مدل است.

با توجه به نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرها در جدول ۷، ملاحظه می‌شود که سطح معناداری آماره t (P-Value) مربوط به متغیر شاخص افشای مرکب کمتر از ۰/۰۵ است و این بدان معناست که بین شاخص افشای مرکب و خطر برآورد، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. افزون بر این، سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نیز، کمتر از ۰/۰۵ و بیانگر این است که بین متغیرهای اندازه شرکت و سهام شناور آزاد با خطر برآورد، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. بنابراین، با توجه به وجود رابطه منفی و معنادار بین شاخص افشای مرکب و خطر برآورد، فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

طبق نتایج فرضیه اول پژوهش، بین سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها و میزان هزینه سرمایه آن‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. این موضوع بر این امر دلالت دارد که بین سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها و میزان هزینه سرمایه آن‌ها ارتباطی وجود ندارد. یافته‌های این پژوهش موافق با پژوهش ستایش و همکاران (۱۳۹۰) است؛ و مغایر با پژوهش‌های بوتوسان (۱۹۹۷)، بوتوسان و پلوملی (۲۰۰۲)، هیل (۲۰۰۳)، گیتزمن و ایرلند (۲۰۰۵)،

اسپینوزا و ترومیتا (۲۰۰۷)، برودل لوپز و الن کار (۲۰۱۰)، لوپز (۲۰۱۱)، پترووا و همکاران (۲۰۱۲) و دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۸) است. تحلیل‌ها بیانگر این است که شرکت‌هایی که سطح افشای اطلاعات بالاتری دارند، از هزینه سرمایه کمتری برخوردار نیستند. این موضوع شاید به این علت است که میزان افشای داوطلبانه شرکت‌ها کم است و منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران نشده و در نهایت منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها نشده است.

طبق نتایج فرضیه دوم پژوهش، بین سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام آن‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این موضوع بر این امر دلالت دارد که هرچه سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها بالاتر باشد میزان نقدشوندگی سهام آن‌ها بیشتر خواهد بود. یافته‌های این پژوهش موافق با پژوهش‌های ولکر (۱۹۹۵)، هلفین و همکاران (۲۰۰۳)، ریکانویک (۲۰۰۵) و ستایش و کاظم‌نژاد (۱۳۹۱) است؛ و مغایر با پژوهش‌های عبدالفتاح (۲۰۰۸) و فخاری و فلاح‌محمدی (۱۳۸۸) است. تحلیل‌ها بیانگر این است که شرکت‌هایی که سطح افشای اطلاعات بالاتری دارند، از نقدشوندگی سهام بیشتری برخوردار هستند. شرکت‌ها با افزایش افشای اطلاعات سرمایه‌گذاران بیشتری را به خود جذب می‌کنند و این اقدام منجر به افزایش تقاضا برای سهام شرکت یا کاهش هزینه معاملات می‌شود که نقدشوندگی بیشتری را برای سهام شرکت به ارمغان می‌آورد.

طبق نتایج فرضیه سوم پژوهش، بین سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها و خطر برآورد آن‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این موضوع بر این امر دلالت دارد که هرچه سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها بالاتر باشد میزان خطر برآورد آن‌ها کمتر خواهد بود. یافته‌های این پژوهش مغایر با پژوهش ریکانویک (۲۰۰۵) است. تحلیل‌ها بیانگر این است که شرکت‌هایی که سطح افشای اطلاعات بالاتری دارند، از نوسانات بازده سهام کمتری برخوردار هستند. این امر بر این موضوع تاکید دارد که کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها از دیدگاه سرمایه‌گذاران در حد بهینه‌ای است و می‌تواند در سرمایه‌گذاران در مورد آینده شرکت اعتماد به وجود آورد.

با توجه به نتیجه حاصل از پژوهش پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در بازار سهام قبل از انجام معامله، سطح افشای اطلاعات شرکت‌ها را مورد مطالعه قرار دهند. همچنین مدیران شرکت‌ها به منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران از عملکرد فعلی و آتی شرکت، سطح

افشای اطلاعات را افزایش دهند. به پژوهشگران نیز پیشنهاد می‌گردد رابطه بین افشای اطلاعات شرکت‌ها و هزینه سرمایه را از طریق سایر مجراهای افشای اطلاعات مانند مطبوعات، وب سایت‌ها بررسی کنند. همچنین این پژوهش را با استفاده از مدل‌های دیگر اندازه‌گیری هزینه سرمایه مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، مدل نرخ بازده داخلی و مدل ارزیابی درآمد باقی‌مانده بررسی نمایند.

در این پژوهش برای بررسی سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها تنها بر روی یکی از اشکال افشا (گزارش‌های سالانه) انجام شده است، در حالی که شرکت‌ها از طریق سایر مجراهای دیگر ارائه اطلاعات مانند رسانه‌ها، وب‌سایت‌ها و مطبوعات نیز اقدام به افشای اطلاعات داوطلبانه می‌کنند. همچنین در این پژوهش تنها گزارش‌های سالانه یک سال بررسی شد؛ در صورتی که ممکن است در شرکت‌های ایرانی در سال‌های گوناگون تفاوت معناداری در میزان افشای داوطلبانه اطلاعات وجود داشته باشد.

یادداشت‌ها

1. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)
2. Petrova et al.
3. Botosan
4. Espinosa & Trombetta
5. Munteanu
6. Easley & O'Hara
7. Cheynel
8. Jensen & Meckling
9. Al-Shammari & Al-Sultan
10. Glosten & Milgrom
11. Diamond & Verrecchia
12. Healy et al.
13. Leuz & Wysocki
14. Barry & Brown
15. Coles et al.
16. Balakrishnan et al.
17. Froidevaux
18. Leuz & Verrecchia
19. Handa & Linn
20. Lang & Lundholm
21. Hope
22. Elliott & Jacobson
23. Merton
24. Botosan & Plumlee
25. Classic Dividend Discount model
26. Gietzmann & Ireland
27. Hail
28. Residual Income Valuation model (RIV)
29. Price-earnings growth ratio model
30. Broedel Lopes & Alencar
31. Lopez
32. Welker
33. Heflin et al.
34. Rikanovic
35. Capital asset pricing model (CAPM)
36. www.rdis.ir
37. www.codal.ir
38. www.tse.ir
39. www.fipiran.com
40. Abdel-Fattah
41. Allegrini & Greco
42. Technique for order-Preference by Similarity to ideal Solution
43. Easton
44. Artiach & Clarkson

منابع

- اعتمادی، حسین و امیرخانی، کورش و رضایی، محبت (۱۳۹۰)، محتوای ارزشی افشای اجباری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، صص ۲۳۵-۲۵۲.
- دستگیر، محسن و بزاززاده، حمیدرضا (۱۳۸۸)، تاثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۶، صص ۸۳-۱۰۳.
- ستایش، محمدحسین و کاظم‌نژاد، مصطفی (۱۳۹۱)، شناسایی و تبیین عوامل مؤثر بر کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، شماره ۶۲، صص ۷۹-۴۹.
- ستایش، محمدحسین و کاظم‌نژاد، مصطفی و ذوالفقاری، مهدی (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۷۴-۵۵.
- طاهری‌مقدر، محسن و عطایی‌پور، مجید و ایران‌نژاد، مهدی (۱۳۸۹)، کاربرد هزینه سرمایه و مدل ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های معدنی ایران، کنگره بین‌المللی معدن.
- عباسی، ابراهیم و آدوسی، علی (۱۳۸۸)، بازارها و نهادهای مالی، انتشارات دانشگاه الزهرا.
- عرب‌مازار یزدی، محمد و طالبیان، سیدمحمد (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۱، صص ۱-۳۰.
- فخاری، حسین و فلاح‌محمدی، نرگس (۱۳۸۸)، بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۴، صص ۱۶۳-۱۴۸.
- کردستانی، غلامرضا و علوی، سیدمصطفی (۱۳۸۹)، بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، صص ۶۱-۴۳.
- Abdel-Fattah, T. M. (2008). Voluntary Disclosure Practices in Emerging Capital Markets: The Case of Egypt, Durham University.
- Al-Shammari, B. & Al-Sultan, W. (2010). Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait. *International Journal of Disclosure and Governance*, 5, PP. 225-236.

- Allegrini, M., & Greco, G. (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies. *Journal of Management and Governance*, 17, PP. 187-216.
- American Institute Of Certified Public Accountants (AICPA). (1994). Improving Business Reporting - A Customer Focus: A comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting, New York: AICPA.
- Artiach, T. C. & Clarkson, P. M. (2010). Conservatism, Disclosure and the Cost of Equity Capital, UQ Business School, University of Queensland.
- Balakrishnan, K., Billings, M. , Kelly, B. & Ljungqvist, A. (2012). Shaping liquidity: on the causal effects of voluntary disclosure, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Barry, C. B. & Brown, S. J. (1985). Differential information and security market equilibrium". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, No. 4. PP. 407-422.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level on the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72, No. 3. PP. 323-349.
- Botosan, C. A. & Plumlee, M. (2002). "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital, *Journal of Accounting Research*, No.1, PP. 21-40.
- Broedel L. A. & Alencar, R. C. (2010). Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, 45, PP. 443-464.
- Cheyne, E. (2009). A Theory of Voluntary Disclosure and Cost of Capital, Carnegie Mellon University.
- Coles, J. L., Loewenstein, U. & Suay, J. (1995). On equilibrium pricing under parameter uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, PP. 347-364.
- Diamond, D. W. & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46, PP. 1325-1359.
- Easley, D. & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4. PP. 1553-1583.
- Easton, P. D. (2004). PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review*, 79, PP. 73-95.
- Elliott, R. K. & Jacobson, P. D. (1994). Costs and benefits of business information disclosure. *Accounting Horizons*, 4, PP. 80-96.
- Espinosa, M. & Trombetta, M. (2007). Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Spanish Continuous Market. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34, PP. 1371-1392.

- Froidevaux, E. A. (2004). Investor relation internet disclosure and the cost of equity capital: An Empirical Analysis, University of Fribourg.
- Gietzmann, M. B. & Ireland, J. C. (2005). Cost of capital, strategic disclosures and accounting choice. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, PP. 599-641.
- Glosten, L. R. & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14, PP. 71-100.
- Hail, L. (2003). The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex Ante Cost of Capital for Swiss Firms. *European Accounting Review*, Vol. 11, No. 4. PP. 471-743.
- Handa, P. & Linn, S. C. (1993). Arbitrage pricing with estimation risk. *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, No. 1. PP. 81-100.
- Healy, P., Hutton, A. & Palepu, Krishna. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16, PP. 485-520.
- Heflin, F., Shaw, K. W. & Wild, J. J. (2003). Disclosure Quality and Market Liquidity, Krannert Graduate School of Management-Purdue University.
- Hope, O. K. (2003). Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: an international study. *Journal of Accounting Research*, 41, PP. 235-272.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, PP. 305-360.
- Lang, M. & Lundholm, R. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review*, 71, PP. 467-492.
- Leuz, C. & Wysocki, P. (2006). Capital-Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation, Research Study on behalf of the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada.
- Leuz, C. & Wysocki, P. (2008). Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research, Social Science Research Network Working Paper Series.
- Leuz, C. & Verrecchia, R. E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, PP. 91-124.
- Lopez, E. (2011). Voluntary disclosure and the cost of equity capital in the Netherland, Erasmus University Rotterdam.
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42, PP. 483-510.
- Munteanu, L. (2011). Cost of Equity, Financial Information

-
- Disclosure, and IFRS Adoption: A Literature Review. *Internal Auditing and Risk Management*, 24, PP. 67-80.
- Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I. & Vasileiou, K. Z. (2012). Relationship between cost of equity capital and voluntary corporate disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4, PP. 83.
- Rikanovic, M. (2005). Corporate disclosure strategy and cost of capital, Dissertation of the University of St. Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences (HSG).
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 2, PP. 801-827.