

بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد حسین ستایش^{۱*}، مصطفی کاظم نژاد^{**}، مهدی ذوالفقاری^{***}

* استادیار دانشگاه شیراز

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز

*** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز

چکیده

در این مقاله، تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود. در این راستا، تأثیر اندازه شرکت نیز کنترل شده است. برای سنجش متغیر کیفیت افشا، از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب" منتشر می‌شود، استفاده شد. برای سنجش نقدشوندگی نیز از معیارهای نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات استفاده گردید. یافته‌های بررسی ۱۰۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ بیانگر آن است که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی 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.

واژه‌های کلیدی: کیفیت افشا، نقدشوندگی سهام، هزینه سرمایه سهام عادی، عدم تقارن اطلاعاتی

۱- مقدمه

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به‌گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیم‌هایی 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 شفافیت^۱ صورت‌های مالی و کیفیت افشای^۲ 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^۳ می‌شود [۲ و ۳۹].

افشای مالی ضعیف موجب گمراهی سهامداران می‌شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آن‌ها دارد. تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی بیانگر آن است که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران و پایین آمدن نقدشوندگی^۴ اوراق بهادار، کم شدن حجم معامله‌ها و به طور کلی، کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستدها رابطه مستقیم دارد [۹]. بنابراین، افشای باکیفیت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش حجم معامله‌ها و نقدشوندگی خواهد شد. والاس نیز معتقد است که اگر چه در بازارهای کارا، دستیابی به بازده غیرعادی با استفاده از اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار، تا حد زیادی امکان

ناپذیر است، اما شواهد موجود نشان می‌دهد که انتشار اطلاعات در بازار از دیدگاه آحاد سرمایه‌گذاران، دارای ارزش است؛ زیرا از یک سو تعدیل لازم برای به‌روز کردن دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران در بازار را به وجود می‌آورد و از سوی دیگر، عدم قطعیت حاکم بر بازار را که بر حجم مبادلات و نقدشوندگی اوراق بهادار نیز مؤثر است، تا حد زیادی مرتفع می‌کند. در واقع، با انتشار اطلاعات در بازار، حجم داد و ستد اوراق بهادار افزایش می‌یابد و از این رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند به سبب سرمایه‌گذاری بهینه دست یابند که این امر، خود به افزایش ثروت و رفاه اقتصادی آنان می‌انجامد [۱۴].

عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مسئله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار مواجه با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند [۴۵] و هزینه داد و ستد آن‌ها در زمان خرید و فروش بیشتر است. بنابراین، خریداران تمایل کمتری به خرید آنها دارند. سرمایه‌گذاران برای اضافه هزینه معاملاتی پرداخت شده، پاداش بیشتری مطالبه می‌کنند. با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشا، شرکت‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه سرمایه^۵ را کاهش دهند [۱۵ و ۲۹]. بنابراین، افزایش نقدشوندگی و کاهش هزینه سرمایه، از مهمترین پیامدهای بهبود کیفیت افشا و شفافیت اطلاعاتی محسوب می‌شود. در

¹ Transparency

² Disclosure Quality

³ Information Asymmetry

⁴ Liquidity

⁵ Cost of Capital

عنوان ترکیبی از ویژگی‌های به‌موقع بودن و محافظه‌کاری^۸، تفسیر می‌کنند. به‌موقع بودن به حدودی که رویدادهای اقتصادی دوره جاری در صورت‌های مالی آن دوره گنجانده می‌شود و محافظه‌کاری نیز به سرعت بیشتری که اخبار بد اقتصادی نسبت به اخبار خوب در گزارش‌های مالی منعکس می‌شود، دلالت دارد. بارث و شیپر [۱۹] ادعا می‌کنند که شفافیت گزارشگری مالی، حدودی است که گزارش‌های مالی، امور اقتصادی اساسی^۹ یک واحد تجاری را به‌گونه‌ای ای که به‌آسانی برای استفاده‌کنندگان از آن گزارش‌ها قابل فهم است، آشکار می‌کند. از دیدگاه حسابداری، امور اقتصادی اساسی یک واحد تجاری، شامل منابع واحد تجاری (دارایی‌ها)، ادعاها نسبت به آن منابع (بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام)، تغییرات در منابع ادعاها و جریان‌های نقدی (که به‌ترتیب در صورت وضعیت مالی، صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد منعکس می‌شود)، ریسک‌های شرکت و چگونگی مدیریت آن است. پانال و شیپر [۴۷] نیز صورت‌های مالی را باکیفیت تلقی می‌کنند، اگر سه ویژگی شفافیت، افشای کامل^{۱۰} و قابلیت‌مقایسه^{۱۱} را دارا باشند. صورت‌های مالی شفاف، صورت‌هایی هستند که رویدادها، مبادلات، قضاوت‌ها و برآوردهای اساسی صورت‌های مالی و کاربردهای آن‌ها را نشان دهند. شفافیت، استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا نتایج و کاربردهای تصمیمات، قضاوت‌ها و برآوردهای تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی را مشاهده و درک کنند. افشای کامل بر فراهم کردن تمام اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری و در

این راستا، پژوهش حاضر به بررسی تجربی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- کیفیت افشا

اصطلاح افشا در گسترده‌ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات است. حسابداران از این عبارت به صورت محدودتری استفاده می‌کنند و منظور آن‌ها انتشار اطلاعات مالی مربوط به یک شرکت در گزارش‌های مالی (معمولاً در قالب گزارش‌های سالانه) است. در برخی موارد، این مفهوم باز هم محدودتر و به معنی ارائه اطلاعاتی است که در متن صورت‌های مالی منظور نشده است [۳۸].

اصطلاحات "کیفیت" افشای اطلاعات حسابداری و "شفافیت" یک سیستم افشا، به‌صورت مشترک و قابل جایگزین استفاده می‌شود و ارائه تعریف دقیق از "شفافیت" و "کیفیت" که بر آن اجماع وجود داشته باشد، مشکل است [۳۶ و ۴۰]. در این راستا، تاکنون از سازه‌های متعددی، از قبیل: مناسب بودن^۱، جامعیت^۲، آگاهی‌دهندگی^۳ و به‌موقع بودن^۴ به‌عنوان نماینده کیفیت افشا استفاده شده است [۵۲]. سینقوای و دسای [۴۹] معتقدند که کیفیت به ویژگی‌های کامل بودن^۵، صحت یا دقت^۶ و قابلیت‌اتکا^۷ اشاره دارد. بال و همکاران [۱۷] و کوثری [۴۰] شفافیت را به-

¹ Adequacy

² Comprehensiveness

³ Informativeness

⁴ Timeliness

⁵ Completeness

⁶ Accuracy

⁷ Reliability

⁸ Conservatism

⁹ Underlying Economics

¹⁰ Full Disclosure

¹¹ Comparability

ارزیابی افشا استفاده می‌شود: بعد زمانی (مربوط به اطلاعات گذشته در مقابل آینده)، بعد مالی (اطلاعات مالی در مقابل غیرمالی) و نوع بعد اندازه‌گیری (اطلاعات کمی در مقابل کیفی) [۲۰]. با وجود این، اغلب پژوهشگران فرض می‌کنند که کمیت و کیفیت افشا به طور مستقیم همبسته‌اند [۲۱].

با توجه به اهمیت کیفیت افشا و مسئولیت مدیران شرکت‌ها در قبال اطلاع‌رسانی، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تصمیم گرفت تا امتیاز و رتبه کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را از نظر "کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب" به بازار منعکس کند تا شرکت‌ها نسبت به جایگاه خود واقف شده، در جهت ارتقای آن بکوشند. طی سال‌های اخیر، رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر اطلاع‌رسانی و کیفیت افشا، همواره تهیه و فهرست بیست شرکت برتر به بازار منعکس شده است. "شایان ذکر است که امتیاز اطلاع‌رسانی ناشران، بر اساس زمان ارائه اطلاعات مربوط به پیش‌بینی درآمد هر سهم، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای حسابرسی‌نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه، اظهارنظر حسابرس نسبت به پیش‌بینی درآمد هر سهم اولیه و ۶ ماهه، اظهارنظر حسابرس نسبت به صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه، صورت‌های مالی حسابرسی نشده پایان سال و تفاوت بین پیش‌بینی‌ها و عملکرد واقعی حسابرسی شده، محاسبه شده است. ضمناً در صورت عدم ارائه بموقع صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان‌بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر در نظر گرفته شده است." [۵]. امتیازهای "کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب" برای کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، از سال ۱۳۸۲ در سایت بورس اوراق بهادار تهران موجود است.

نتیجه، حصول اطمینان مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران گمراه نمی‌شوند، دلالت دارد. در نهایت، قابلیت مقایسه به این معناست که مبادلات و رویدادهای مشابه به گونه‌ای یکسان، حسابداری و گزارش می‌شوند [۳۶].

پژوهش‌های تجربی، تمایز دقیق و مشخصی بین کمیت^۱ و کیفیت افشا، قائل نمی‌شود. عموماً فرض می‌شود که کمیت اطلاعات افشا شده، شاخصی در تعیین کیفیت آن به شمار می‌رود. در نتیجه، از سنجش‌های کمیت افشا برای سنجش کیفیت افشا استفاده می‌شود. با وجود این، شبهه این فرض، همچنان باقی و مشاجره به منظور دستیابی به مقیاسی اثربخش‌تر برای اندازه‌گیری کیفیت افشا همچنان وجود دارد [۲۰]. در این راستا، ژانگ [۵۴] بین کمیت و کیفیت افشا تمایز قائل می‌شود و معتقد است که کیفیت بر دقت و صحت افشا دلالت دارد و از طریق افزایش در اجماع و صحت انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد افشا اندازه‌گیری می‌شود. وی از پیش‌بینی‌های تحلیلگران به عنوان نماینده انتظارات سرمایه‌گذاران، استفاده می‌کند. بتی و همکاران (۲۰۰۴) نیز پیشنهاد می‌کنند که کیفیت افشا نه تنها به کمیت، بلکه به چگونگی گسترش دامنه آن در بین موضوع‌های مختلف نیز بستگی دارد (در این زمینه از موضوع‌های اصلی و فرعی گزارش جنکینز^۲ استفاده می‌شود). آن‌ها مدعی هستند که افشای با کیفیت بالا، دارای ویژگی‌های گستردگی^۳ و متوازن بودن^۴ در بین بین موضوع‌های اصلی و فرعی چارچوب مورد نظر است. در کنار این دو بعد، از سه ویژگی مهم دیگر در

¹ quantity

² Jenkins Report

³ Widespread

⁴ Balanced

۲-۲- تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی و هزینه

سرمایه سهام عادی

عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک یا چند سرمایه‌گذار، اطلاعات خصوصی مربوط به ارزش شرکت در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی، به مسأله انتخاب نادرست منجر می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران آگاه بر مبنای اطلاعات خصوصی، مبادله می‌کنند. این مبادلات به صورت عدم توازن غیرمعمول در جریان سفارش‌ها منعکس می‌شود؛ بنابراین، حدود عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را می‌توان به عنوان احتمال اینکه یک سفارش خرید یا فروش خاص، ناشی از وجود یک سرمایه‌گذار با اطلاعات خصوصی باشد، توصیف کرد [۲۴].

در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران ناآگاه یا کم‌اطلاع، نگران مبادله با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی یا اطلاعات بیشتر هستند. به طور کلی، یک سرمایه‌گذار ناآگاه نگران این است که یک سرمایه‌گذار آگاه، ممکن است به فروش (خرید) اوراق بهادار بپردازد، تنها به این دلیل که قیمت جاری، با توجه به اطلاعات در اختیار مبادله‌گر آگاه، بسیار بالا / بسیار پایین است. در نتیجه، سرمایه‌گذار غیر آگاه، قیمت را به میزانی که تمایل به خرید / فروش اوراق بهادار خاصی دارد، کاهش / افزایش می‌دهد تا در برابر زیان‌های مبادله با سرمایه‌گذار آگاه، مصون بماند. تعدیل قیمت، احتمال مبادله با یک سرمایه‌گذار آگاه و مزیت اطلاعاتی بالقوه یک مبادله‌گر آگاه را منعکس می‌کند. این ساز و کار مربوط به حمایت قیمت در زمان خرید یا فروش سهام، باعث ایجاد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و

فروش در بازارهای ثانویه سهام می‌شود. به طور مشابه، عدم تقارن اطلاعاتی و انتخاب نادرست، تعداد سهامی را که سرمایه‌گذاران ناآگاه متمایل به مبادله آن‌ها هستند، کاهش می‌دهد. واضح است که هر دو اثر، نقدشوندگی بازارهای سهام را کاهش می‌دهد [۴۲].

کیفیت افشای بالا، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مسأله انتخاب نادرست را کاهش و نقدشوندگی را افزایش دهد [۵۱]. این اثر دارای دو بخش است: اولاً، وجود اطلاعات بیشتر در اختیار عموم، دستیابی مبادله‌گران به اطلاعات محرمانه و خصوصی را مشکل‌تر و هزینه‌برتر می‌سازد. در نتیجه، احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی شوند، که این امر احتمال مبادله با یک سرمایه‌گذار با اطلاعات بهتر را کاهش می‌دهد؛ ثانیاً کیفیت افشای بالاتر، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که آن نیز به نوبه خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه‌گذار آگاه را کاهش می‌دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه‌گذاران غیر آگاه در قیمت‌ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش و بدین ترتیب، نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد [۴۲].

براون و هایلیجیست [۲۴] نیز معتقدند که کیفیت افشا به دو طریق می‌تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه نقدشوندگی و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از طرقی که کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، تغییر دادن رفتار مبادلاتی سرمایه‌گذاران ناآگاه یا بی‌اطلاع^۱ است. بر اساس فرضیه شناخت سرمایه‌گذار^۲، چنین

¹ uninformed

² Investor Recognition Hypothesis

نتایج پژوهش ورچیا [۵۰] حاکی از آن است که اطلاعات عمومی افشا شده توسط شرکت، جایگزین کاملی برای اطلاعات خصوصی است و به طور کلی، میزان تمایل سرمایه‌گذاران به تحصیل اطلاعات خصوصی هزینه‌بر، با افزایش میزان اطلاعات عمومی افشا شده شرکت، کاهش می‌یابد. دیاموند [۲۶] نیز به این نتیجه رسید که انگیزه‌های سرمایه‌گذاران برای تحصیل اطلاعات خصوصی با افزایش افشای اطلاعات عمومی توسط شرکت‌ها، کاهش می‌یابد. به طور کلی، احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت‌ها با کیفیت افشای بالا، اطلاعات عمومی با اهمیت را به‌موقع و همچنین اطلاعات آتی را ارائه کنند. بنابراین، انتظار می‌رود که کیفیت افشای بیشتر، انگیزه جستجو برای اطلاعات خصوصی را کاهش دهد.

پژوهش‌های تجربی نیز پیشنهاد می‌کند که کیفیت افشا به صورت معکوس به فراوانی رویدادهای اطلاعاتی خصوصی مرتبط است. گلب و زاروین [۳۳] و لندهلم و مایرز [۴۴] به این نتیجه رسیدند که زمانی که کیفیت افشا بالاتر است، بازده جاری سهام، اطلاعات بیشتری درباره سودهای آتی، فراهم می‌کند. این نتایج نشان می‌دهد که افشای آگاه‌کننده بیشتر، کل مجموعه اطلاعات مربوط به سودهای آتی را که به صورت خصوصی می‌تواند درباره شرکت کشف شود، کاهش می‌دهد. چون اطلاعات کمتری برای کشف باقی می‌ماند و همچنین با توجه به کاهش انگیزه‌های جستجو، انتظار می‌رود که فراوانی رویدادهای مبتنی بر اطلاعات خصوصی، با بهبود کیفیت افشا، کاهش یابد. بنابراین، ادعا می‌شود که کیفیت افشای عمومی اطلاعات به صورت معکوسی به عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است، زیرا: ۱- اگر چه کیفیت افشا با میزان مطلق مبادلات آگاهانه و غیر

سرمایه‌گذارانی تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری و مبادله در سهام شرکت‌هایی دارند که به خوبی شناخته شده‌اند یا به شکل مساعد یا مطلوب مورد قضاوت قرار می‌گیرند. اگر کیفیت افشای بالاتر، پدیداری یا قابلیت رؤیت^۱ یک شرکت را افزایش و یا هزینه‌های پردازش اطلاعات عمومی شرکت را کاهش دهد، این کیفیت بالاتر باعث انجام مبادلات بیشتری بر روی سهام شرکت توسط سرمایه‌گذاران ناآگاه خواهد شد. در حالی که افزایش میزان معاملات غیر آگاهانه، باعث کاهش احتمال انجام مبادله با سرمایه‌گذاران آگاه با اطلاعات خصوصی می‌شود، پژوهش‌های گذشته بیانگر آن است که مبادله غیر آگاهانه بیشتر، سرمایه‌گذاران آگاه را جذب می‌کند.

کیلی [۴۱] معتقد است که میزان مبادله آگاهانه به شکل متناسب با میزان مورد انتظار مبادله‌های غیر آگاهانه تغییر می‌کند. نتیجه خالص این است که میزان نسبی مبادله آگاهانه ثابت باقی می‌ماند، حتی اگر میزان مورد انتظار مبادله غیر آگاهانه تغییر کند. با وجود این، تا حدودی که مبادله‌گران آگاه، ریسک‌گریز و با محدودیت سرمایه مواجهند، انتظار می‌رود 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 می‌دهد. شواهد تجربی براون و همکاران [۲۳] نیز مؤید این ادعاست.

دومین طریقی که کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، تغییر دادن انگیزه جستجو برای اطلاعات خصوصی است [۲۴].

^۱ Visibility

برخی دیگر از پژوهشگران نیز معتقدند که افشای بیشتر، ریسک برآوردی مربوط به ارزیابی سرمایه‌گذاران از پارامترهای توزیع بازده یک دارایی را کاهش می‌دهد؛ سرمایه‌گذاران پارامترهای توزیع بازده اوراق بهادار را بر اساس اطلاعات موجود مربوط به شرکت، برآورد می‌کنند [۲۲]. با استفاده از رویکرد بیز و درک این مطلب که سرمایه‌گذاران، توزیع‌های پیش‌بینی را به عنوان تابعی از عدم قطعیت راجع به پارامترهای صحیح شکل می‌دهند، باری و براون [۱۸] و هاندا و لین [۳۵]، به این نتیجه رسیدند که ریسک برآوردی یا ریسک اطلاعاتی، تنوع ناپذیر است. آن‌ها همچنین پیشنهاد می‌کنند که افشای بیشتر، ریسک برآوردی ناشی از برآوردهای سرمایه‌گذاران درباره پارامترهای توزیع بازده یک دارایی را کاهش می‌دهد. یعنی در زمان اندک بودن اطلاعات، عدم قطعیت بیشتری راجع به پارامترهای صحیح وجود دارد. اگر ریسک برآوردی تنوع ناپذیر باشد، سرمایه‌گذاران پاداش بیشتری بابت این ریسک اضافی مطالبه می‌کنند [۲۱]. بنابراین، کیفیت افشای بالاتر، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه داخلی

دستگیر و بزاززاده [۳] به بررسی تأثیر افزایش میزان افشا (اجباری) بر هزینه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. میزان افشا از طریق مقایسه صورت‌های مالی سالانه منتهی به سال ۱۳۷۹ شرکت‌های مورد بررسی، با

آگاهانه به صورت مثبت مرتبط است، ولی با میزان نسبی مبادلات آگاهانه به صورت معکوس مرتبط است؛ ۲- کیفیت افشا با فراوانی معاملات انجام شده بر اساس اطلاعات خصوصی توسط سرمایه‌گذاران آگاه، به صورت معکوس مرتبط است.

عدم نقدشوندگی سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، هزینه‌های اضافی مبادلاتی را به سرمایه‌گذاران تحمیل می‌کند. بنابراین، نرخ بازده مورد مطالبه سهام افزایش می‌یابد [۱۵]. افزون بر این، انتخاب نادرست می‌تواند تصمیمات مبادلاتی سرمایه‌گذاران را تحریف نموده، به تخصیص ناکارای دارایی‌ها منجر شود. گارلیانو و پدرسن [۳۲] نشان دادند که در حالت تعادل، سرمایه‌گذاران برای هزینه‌های مرتبط با تخصیص ناکارای اوراق بهادار در اقتصاد، طالب پاداش هستند، که این موضوع مجدداً نرخ بازده مورد مطالبه یا هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. افزون بر این، در زمان انتشار سهام توسط شرکت، سرمایه‌گذاران پیش‌بینی می‌کنند که در زمان فروش سهام در آینده با کاهش قیمت ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی مواجه خواهند شد. در واکنش به این موضوع، سرمایه‌گذاران قیمت اوراق را به میزانی که تمایل به خرید آن‌ها دارند، کاهش می‌دهند که آن نیز به نوبه خود ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. این اثر ایجاب می‌کند که شرکت سهام بیشتری منتشر کند تا یک مبلغ ثابت از سرمایه را افزایش دهد. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی به صورت هزینه سرمایه بیشتر نمود پیدا می‌کند [۴۲].

سهام عادی است. عرب مازار یزدی و طالبیان [۷] به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که هزینه سرمایه شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی پایین از هزینه سرمایه شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی بالا، بیشتر است.

فخاری و فلاح محمدی [۸] به بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، میزان افشا از طریق چک‌لیستی که بر مبنای افشای اختیاری و استانداردهای الزامی سازمان حسابرسی تنظیم گردیده، اندازه‌گیری شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که ارتباط معکوس و معناداری بین افشای اطلاعات و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد. کاشانی پور و همکاران [۱۱] به بررسی ارتباط ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های با ساختار هیأت مدیره مستقل‌تر و رویکرد هیأت مدیره اثربخش‌تر، دارای نقدشوندگی بازار بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند. در واقع، شرکت‌های دارای امتیاز بیشتر کیفیت راهبری شرکتی، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بودند.

۲-۳- پیشینه خارجی

دیاموند و ورچیا [۲۷] به بررسی رابطه بین افشا، نقدشوندگی و هزینه سرمایه شرکت‌های آمریکایی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که افشای اطلاعات

موارد تعیین شده در رهنمودهای حسابداری لازم الاجرا از ۱۳۷۸/۱/۱، قانون تجارت و قانون مالیات‌های مستقیم، مورد سنجش قرار گرفت. یافته‌های بررسی ۴۰ شرکت تولیدی، حاکی از آن است که افزایش میزان افشا موجب کاهش هزینه سهام عادی می‌شود. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با میزان افشای بیشتر (ریسک کمتر) را ترجیح می‌دهند.

قائمی و وطن پرست [۱۰] نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در دوره مورد مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان سود است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است، به طوری که در دوره قبل از اعلان سود، حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان شد. دستگیر و بزاززاده [۴] به بررسی تأثیر افشا بر ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که میزان افشای اطلاعات در صورت‌های مالی سالانه، تأثیری بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها ندارد.

کردستانی و مجدی [۱۳] به بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه معکوس و معنادار بین ویژگی‌های کیفی سود (پایداری، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن سود) و هزینه سرمایه

شرکت‌هایی معنادار است که سیاست‌های جسورانه حسابداری را اتخاذ می‌کنند. ژانگ و دینگ [۵۵] به بررسی رابطه بین افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های بازار سرمایه چین پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که بین افشا و هزینه سرمایه رابطه‌ای معکوس وجود دارد.

براون و هایلجیست [۲۴] به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت افشا به طور معکوس به عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است. همچنین، بین کیفیت افشا و میزان معاملات سهامدارانی که دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند، رابطه‌ای معکوس وجود دارد. علاوه بر آن، با توجه به یافته‌های قبلی مبنی بر این که هزینه سرمایه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش می‌یابد، نتایج بیانگر این است که شرکت‌های با کیفیت افشای بیشتر، هزینه سرمایه پایین‌تری دارند. اسپینوسا و ترومبتا [۲۹] با بررسی شرکت‌های اسپانیایی به این نتیجه رسیدند که رابطه بین افشا و هزینه سرمایه تحت تأثیر سیاست حسابداری انتخاب شده قرار می‌گیرد. اسپینوسا و همکاران [۳۰] به بررسی رابطه بین افشا و نقدشوندگی شرکت‌های بورس اوراق بهادار مادرید پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین افشا و نقدشوندگی رابطه‌ای مستقیم وجود دارد.

عمومی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، می‌تواند از طریق جذب تقاضای فزاینده سرمایه‌گذاران بزرگ برای افزایش نقدشوندگی سهام، هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد. باتاسن [۲۱] به بررسی رابطه بین میزان افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های آمریکایی پرداخت. نتایج حاکی از آن است که برای شرکت‌هایی که پی‌گیری تحلیلگران^۱ در آن‌ها پایین است، افزایش افشا باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شود، اما برای شرکت‌هایی که پی‌گیری تحلیلگران در آن‌ها بالاست، شواهدی مبنی بر وجود رابطه بین میزان افشا و هزینه سرمایه یافت نشد.

سنگویتا [۴۸] به بررسی تأثیر کیفیت افشا بر هزینه بدهی در شرکت‌های آمریکایی پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های با کیفیت افشای بالا، هزینه بدهی پایین‌تری دارند. افزون بر این، در موقعیت‌هایی که عدم قطعیت بازار راجع به شرکت بیشتر است، اهمیت نسبی افشا بیشتر است. ماتوسی و همکاران [۴۵] با بررسی شرکت‌های تونسسی به این نتیجه رسیدند که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (نقدشوندگی) و میزان افشا یک رابطه منفی معنادار وجود دارد. گیتزمن و آیرلند [۳۴] با بررسی رابطه بین افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار لندن به این نتیجه رسیدند که بین افشا و هزینه سرمایه رابطه‌ای منفی وجود دارد. البته، این رابطه فقط برای

^۱ Analyst Following

۴- فرضیه‌های پژوهش

به‌منظور حصول اهداف پژوهش، فرضیه‌های اصلی و فرعی زیر طراحی و آزمون شد.

الف) رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری وجود دارد.

۱- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نرخ گردش سهام وجود دارد.

۲- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و تعداد سهام مبادله شده وجود دارد.

۳- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و حجم ریالی مبادلات وجود دارد.

ب) رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی آتی وجود دارد.

۴- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نرخ گردش سهام آتی وجود دارد.

۵- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و تعداد سهام مورد مبادله در آینده وجود دارد.

۶- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و حجم ریالی مبادلات آتی وجود دارد.

۷- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری وجود دارد.

۸- رابطه معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی آتی وجود دارد.

شایان ذکر است که در فرضیه الف رابطه بین کیفیت افشا با معیارهای نقدشوندگی در همان سال و در فرضیه ب، رابطه کیفیت افشای یک سال خاص با معیارهای نقدشوندگی در سال بعد بررسی شده است. همچنین، در فرضیه هفت رابطه بین کیفیت افشا با هزینه سرمایه سهام عادی در همان سال و در فرضیه هشت، رابطه بین کیفیت افشای یک سال

خاص با هزینه سرمایه سهام عادی سال بعد بررسی شده است.

۵- روش انجام پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی است. در این نوع پژوهش‌ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرهاست و داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته‌اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود [۶].

۵-۱- متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، کیفیت افشا متغیر مستقل و نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه، متغیرهای وابسته هستند. همچنین، اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام) به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

۵-۱-۱- متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش، کیفیت افشاست. برای سنجش این متغیر از امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعیه "کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب" منتشر می‌شود، استفاده شده است. مزایا و دلایل استفاده از این معیار سنجش کیفیت افشا به شرح زیر است:

(۱) امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بر اساس شاخص‌های دقیق و عینی از قبیل زمان ارائه اطلاعات مربوط و تفاوت پیش‌بینی‌ها با نتایج واقعی محاسبه

شده است. بنابراین، معیار مورد استفاده از عینیت و قابلیت اتکای کافی برخوردار است.

(۲) بر خلاف پژوهش‌های انجام شده در زمینه کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران، معیار مذکور فقط به کمیت افشا توجه نمی‌کند، بلکه به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده را نیز مد نظر قرار می‌دهد.

۲-۱-۵- متغیرهای وابسته

متغیرهای وابسته در این پژوهش، نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه سهام عادی است. هزینه سرمایه سهام عادی عبارت است از: حداقل نرخ یا بازده مورد مطالبه سرمایه‌گذاران برای خرید سهام عادی شرکت. بازده مورد نیاز عبارت است از: هزینه فرصت بازده‌هایی که سرمایه‌گذاران می‌توانند از سرمایه‌گذاری‌های جایگزین با ریسک مشابه به دست آورند. متأسفانه، هیچ روش مستقیمی برای محاسبه این بازده‌ها وجود ندارد. بنابراین، اندازه‌گیری هزینه سرمایه سهام عادی به استفاده از برآوردهای مختلفی نیاز دارد. انتخاب روش مناسب به نوع اطلاعات در دسترس بستگی دارد [۱۶].

یکی از دیدگاه‌ها برای محاسبه هزینه سرمایه سهام عادی، مدل تنزیل سود تقسیمی است. در این روش هزینه سهام عادی موجود از رابطه زیر محاسبه خواهد شد [۱۶ و ۵۳]:

$$K_e = \frac{D(1+g)}{P_0} + g$$

که در آن:

K_e : هزینه سرمایه سهام عادی؛

¹ Sustainable Growth Method

² Retention Rate

۲- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه بوده، در دوره زمانی مورد بررسی، تغییری در آن ایجاد نشده باشد.

۳- شرکت‌ها سودده بوده، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها در دوره مورد بررسی، مثبت باشد.

۴- شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی، فعالیت مستمر داشته، سهام آن‌ها بدون وقفه با اهمیت (حداکثر یک ماه) مورد معامله قرار گرفته باشد.

۵- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

۶- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ به‌طور کامل ارائه کرده باشند.

با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۱۰۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ (۵۲۵ سال-شرکت) حائز شرایط فوق بوده، بررسی شده‌اند.

۳-۵- روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز این پژوهش، با استفاده از روش میدانی و از طریق بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای دناسهم، صحرا و تدبیرپرداز گردآوری شده است.

۶- تجزیه و تحلیل نتایج

۱-۶- آمار توصیفی

در ابتدا و قبل از آزمون فرضیه‌ها، آماره‌های توصیفی محاسبه شده شامل میانگین، میانه و انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی در نگاره شماره ۱ نشان داده شده است.

(۱) این معیار، مبانی نظری قوی و محکمی دارد.

(۲) یافتن داده‌های مربوط به نرخ‌های گردش حجم معامله نسبتاً آسان است و امکان محاسبه تغییر ماه به ماه در نقدشوندگی دارایی‌ها را فراهم می‌کند [۱ و ۲۵]. علاوه بر نرخ گردش سهام، از معیارهای تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات نیز به منظور مقایسه استفاده شده است.

۳-۱-۵- متغیرهای کنترلی

مشابه ماتوسی و همکاران [۲۵]، هفلین و همکاران [۳۷] و فراست [۳۱] به منظور بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام، تأثیر متغیر اندازه شرکت نیز کنترل شده است. با توجه به شرایط تورمی و نامربوط بودن ارقام تاریخی دارایی‌ها، در این پژوهش از متغیر لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام در پایان دوره برای سنجش اندازه شرکت استفاده شده است. همچنین، مشابه باتاسن و پلومپلی [۲۲] در بررسی تأثیر کیفیت افشا بر هزینه سرمایه، لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام، کنترل شده است.

۲-۵- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ است. شرکت‌های مورد بررسی به روش حذفی و بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

نگاره ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	میانه	میانگین	آماره متغیر
۲۱/۴۳۹	۴۲/۵	۴۴/۹۳	کیفیت افشا
۰/۲۶۶	۰/۲۸۶	۰/۳۴۳	هزینه سرمایه سهام عادی
۷۱۶۳۷۶۴۷	۴۱۶۶۱۰۳	۲۵۱۴۴۹۳۰	تعداد سهام مبادله شده
۳۴۸۸۶۶۱۱۷۰۶۸	۱۶۸۹۳۹۲۱۱۰۴	۱۲۸۰۶۱۴۸۳۵۱۵	حجم ریالی مبادلات
۰/۲۳۹	۰/۰۶۸	۰/۱۴۳	نرخ گردش سهام
۱/۵۱۶	۲۶/۱۳۴	۲۶/۳۲	اندازه شرکت

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه اول در نگاره شماره ۲ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت ($p < 0/05$) رابطه مثبت و معناداری با نرخ گردش سهام شرکت‌ها دارد، ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نرخ گردش سهام وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره $F (p\text{-value} > 0/05)$ مدل رگرسیون برآزش شده، معنادار نیست و متغیرهای کیفیت افشا و اندازه با هم تأثیر معناداری بر نرخ گردش سهام ندارند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا، بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث $-0/069$ تغییر در نرخ گردش سهام می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار نیست.

شایان ذکر است که امتیاز کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها حداکثر ۱۰۰ است. با وجود این، کیفیت افشا ممکن است یک عدد منفی باشد، زیرا در صورت عدم ارائه بموقع صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال و زمان‌بندی پرداخت سود سهامداران، امتیاز منفی به ازای هر روز تأخیر در نظر گرفته شده است. میانگین و انحراف معیار کیفیت افشا در این پژوهش به ترتیب $44/93$ و $21/44$ است. در پژوهش کاظم‌نژاد [۱۲] نیز میانگین و انحراف معیار کیفیت افشا برای ۱۴۹ شرکت بررسی شده، به ترتیب $44/53$ و $22/69$ است.

۲-۶- آمار استنباطی

فرضیه اول: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نرخ گردش سهام وجود دارد.

نگاره ۲: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه اول

نتیجه فرضیه	R^2	p-value	آماره F	p-value	آماره t	بتا	نام متغیر
رد فرضیه	۰/۰۱۲	۰/۰۵۵	۲/۹۱۱	۰/۱۳۶	-۱/۴۹۴	-۰/۰۶۹	کیفیت افشا
				۰/۰۴	۲/۰۱۹	۰/۰۹۳	اندازه

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه دوم در نگاره شماره ۳ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت ($p < 0/05$)

فرضیه دوم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و تعداد سهام مبادله شده وجود دارد.

به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۲۶٪ از تغییرات تعداد سهام مبادله شده در همان دوره را توضیح می‌دهند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا، بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث ۰/۰۶۹- تغییر در تعداد سهام مبادله شده می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار نیست.

$value <$ رابطه مثبت و معناداری با تعداد سهام مبادله شده در همان دوره دارد، ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا و تعداد سهام مبادله شده در همان دوره وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره $F(0/05) > p$ مدل رگرسیون برازش شده، معنادار است و متغیرهای کیفیت افشا و اندازه با هم تأثیر معناداری بر تعداد سهام مبادله شده در همان دوره دارند و با توجه

نگاره ۳: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه دوم

نتیجه فرضیه	R ²	p-value	آماره F	p-value	آماره t	بتا	نام متغیر
رد فرضیه	۰/۲۶۱	۰/۰۰۰	۸۳/۲۳۷	۰/۰۸۶	-۱/۷۱۹	-۰/۰۶۹	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۱۲/۹۰۲	۰/۵۱۵	اندازه

شده، معنادار است و متغیرهای کیفیت افشا و اندازه با هم تأثیر معناداری بر حجم ریالی مبادلات در همان دوره دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۳۳٪ از تغییرات حجم ریالی مبادلات در همان دوره را توضیح می‌دهند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا، بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث ۰/۰۱۵- تغییر در حجم ریالی مبادلات می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار نیست.

فرضیه سوم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و حجم ریالی مبادلات وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه سوم در نگاره شماره ۴ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت ($p-value < 0/05$) رابطه مثبت و معناداری با حجم ریالی مبادلات در همان دوره دارد، ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا و حجم ریالی مبادلات در همان دوره وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره $F(0/05) > p$ مدل رگرسیون برازش

نگاره ۴: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه سوم

نتیجه فرضیه	R ²	p-value	آماره F	p-value	آماره t	بتا	نام متغیر
رد فرضیه	۰/۳۲۸	۰/۰۰۰	۱۱۴/۷۹۱	۰/۶۹۳	-۰/۳۹۵	-۰/۰۱۵	کیفیت افشا
				۰/۰۰۰	۱۵/۰۹۱	۰/۵۷۴	اندازه

ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نرخ گردش سهام آینده وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره $F(0/05) > p$ مدل رگرسیون برازش شده، معنادار است و متغیرهای کیفیت افشا و اندازه با هم تأثیر معناداری بر نرخ گردش سهام آینده دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۱۶٪ از تغییرات نرخ گردش سهام آینده

فرضیه چهارم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نرخ گردش سهام آتی وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه چهارم در نگاره شماره ۵ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت ($p-value < 0/05$) رابطه مثبت و معناداری با نرخ گردش سهام آینده دارد،

را توضیح می‌دهند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا بیانگر، آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث $0/078$ - تغییر در نرخ گردش سهام آینده می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار نیست.

نگاره ۵: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه چهارم

نام متغیر	بتا	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R ²	نتیجه فرضیه
کیفیت افشا	-0/078	-1/407	0/161	27/561	0/000	0/164	رد فرضیه
اندازه	0/414	7/423	0/000				

اندازه با هم تأثیر معناداری بر تعداد سهام مورد مبادله در آینده دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۲۶٪ از تغییرات نرخ گردش سهام آینده را توضیح می‌دهند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا، بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث $0/093$ - تغییر در تعداد سهام مورد مبادله در آینده (دوره بعد) می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار نیست.

فرضیه پنجم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و تعداد سهام مورد مبادله در آینده وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه پنجم در نگاره شماره ۶ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت ($p\text{-value} < 0/05$) رابطه مثبت و معناداری با تعداد سهام مورد مبادله در آینده دارد، ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا و تعداد سهام مورد مبادله در آینده وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F ($p\text{-value} < 0/05$) مدل رگرسیون برازش شده، معنادار است و متغیرهای کیفیت افشا و

نگاره ۶: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه پنجم

نام متغیر	بتا	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R ²	نتیجه فرضیه
کیفیت افشا	-0/093	-1/889	0/058	55/057	0/000	0/262	رد فرضیه
اندازه	0/508	10/402	0/000				

شده معنادار است و متغیرهای کیفیت افشا و اندازه با هم تأثیر معناداری بر حجم ریالی مبادلات آینده دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۲۶٪ از تغییرات نرخ گردش سهام آینده را توضیح می‌دهند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا، بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث $0/12$ - تغییر در حجم ریالی مبادلات آینده می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار نیست.

فرضیه ششم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و حجم ریالی مبادلات آتی وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه ششم در نگاره شماره ۷ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر اندازه شرکت ($p\text{-value} < 0/05$) رابطه مثبت و معناداری با حجم ریالی مبادلات آینده دارد، ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا و حجم ریالی مبادلات آینده وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F ($p\text{-value} < 0/05$) مدل رگرسیون برازش

نگاره ۷: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه ششم

نام متغیر	بتا	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R ²	نتیجه فرضیه
کیفیت افشا	-۰/۰۱۲	-۰/۲۵	۰/۸۰۲	۵۵/۰۳۹	۰/۰۰۰	۰/۲۶۲	رد فرضیه
اندازه	۰/۵۱۲	۱۰/۴۸۸	۰/۰۰۰				

فرضیه هفتم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه هفتم در نگاره شماره ۸ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر کیفیت افشا ($p\text{-value} < ۰/۰۵$) رابطه منفی و معناداری با هزینه سرمایه سهام عادی دوره جاری دارد، ولی رابطه معناداری بین اندازه و هزینه سرمایه سهام عادی جاری وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F ($p\text{-value} < ۰/۰۵$) مدل رگرسیون

برازش شده، معنادار است و متغیرهای کیفیت افشا و اندازه با هم تأثیر معناداری بر هزینه سرمایه سهام عادی جاری دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۱۰٪ از تغییرات نرخ گردش سهام را توضیح می‌دهند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا، بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث ۰/۳۱۶- تغییر در هزینه سرمایه سهام عادی دوره جاری می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار است.

نگاره ۸: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه هفتم

نام متغیر	بتا	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R ²	نتیجه فرضیه
کیفیت افشا	-۰/۳۱۶	-۶/۸۸۶	۰/۰۰۰	۲۳/۷۱۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۹	تأیید فرضیه
اندازه	۰/۰۲۷	۰/۵۹۷	۰/۵۵۱				

فرضیه هشتم: رابطه معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی آتی وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری فرضیه هشتم در نگاره شماره ۹ آورده شده است. همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیر کیفیت افشا ($p\text{-value} < ۰/۰۵$) رابطه منفی و معناداری با هزینه سرمایه سهام عادی در سال آینده دارد، ولی رابطه معناداری بین اندازه و هزینه سرمایه سهام عادی وجود ندارد. با توجه به مقدار آماره F ($p\text{-value} < ۰/۰۵$) مدل رگرسیون برازش شده، معنادار است و متغیرهای کیفیت افشا و اندازه

با هم تأثیر معناداری بر هزینه سرمایه سهام عادی در سال آینده دارند و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها حدود ۱۰٪ از تغییرات هزینه سرمایه سهام عادی در سال آینده را توضیح می‌دهند. ضریب بتای متغیر کیفیت افشا، بیانگر آن است که یک واحد تغییر در کیفیت افشا باعث ۰/۳۲۵- تغییر در هزینه سرمایه سهام عادی در سال آینده می‌شود که این تأثیر از لحاظ آماری معنادار است.

نگاره ۹: نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه هشتم

نام متغیر	بتا	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R ²	نتیجه فرضیه
کیفیت افشا	-۰/۳۲۵	-۵/۰۸۷	۰/۰۰۰	۱۳/۱۸۹	۰/۰۰۰	۰/۱۰۴	تأیید فرضیه
اندازه	۰/۰۲۰	۰/۳۱۶	۰/۷۵۲				

۷- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش با در نظر گرفتن متغیر کنترلی اندازه، رابطه بین کیفیت افشا با نقدشوندگی و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۷ بررسی شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد بین اندازه شرکت با نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات در همان دوره، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با وجود این، رابطه معناداری بین کیفیت افشا با نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات در همان دوره وجود ندارد. نتایج همچنین بیانگر آن است که بین اندازه شرکت با نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، ولی رابطه معناداری بین کیفیت افشا با نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات آتی وجود ندارد. بنابراین، نتایج حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی جاری و آتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی، رابطه معناداری وجود ندارد. دیگر یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. با وجود این، بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

وجود رابطه منفی و معنادار بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی، با برخی تئوری‌ها که بدون ارجاع به نقدشوندگی، وجود رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی را توجیه می‌کنند، منطبق است. برای مثال، مرتون [۴۶] مدلی را توسعه داد که در آن برخی سرمایه‌گذاران اطلاعات ناقصی دارند و از تمام شرکت‌های موجود در اقتصاد آگاه نیستند. در نتیجه، مشارکت در ریسک، ناقص و ناکاراست. افشا توسط این شرکت‌های کمتر شناخته شده می‌تواند سرمایه‌گذاران را از وجود آن‌ها آگاه کند و دیدگاه سرمایه‌گذار را گسترش دهد که آن نیز به نوبه خود، مشارکت در ریسک را بهبود می‌بخشد و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد.

نتایج این پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار بین افشا و هزینه سرمایه با یافته‌های دستگیر و بزاززاده [۳]، دیاموند و ورچیا [۲۷]، گیتزمن و ایرلند [۳۴]، براون و هایلجیست [۲۴]، و ژانگ و دینگ [۵۵] سازگار است. با وجود این، یافته‌های پژوهش مبنی بر نبود رابطه معنادار بین افشا و نقدشوندگی با نتایج پژوهش‌های فخاری و فلاح محمدی [۸] و ماتوسی و همکاران [۴۵] که وجود رابطه منفی بین افشا و نقدشوندگی را تأیید کرده‌اند و همچنین یافته‌های پژوهش‌های دیاموند و ورچیا [۲۷] و اسپینوسا و همکاران [۳۰] که وجود رابطه مستقیم بین افشا و نقدشوندگی را تأیید نموده‌اند، مطابقت ندارد.

۸- پیشنهادهای پژوهش

پیشنهادهای زیر برای انجام پژوهش‌های آتی ارائه می‌گردد:

اطلاعاتی و هزینه سرمایه» مطالعات حسابداری، ش ۲۱، صص. ۱-۳۰.

۸- فخراری، حسین و فلاح محمدی، نرگس. (۱۳۸۸). «بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» تحقیقات حسابداری، سال اول، ش چهارم، صص. ۱۴۸-۱۶۳.

۹- قائمی، محمدحسین و شهریاری، مهدی. (۱۳۸۸). «حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها». پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره اول، ش اول، صص. ۱۱۳-۱۲۸.

۱۰- قائمی، محمدحسین و وطن‌پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران» بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، ش ۴۱، صص. ۱۵-۱۰۳.

۱۱- کاشانی‌پور، محمد، مهرانی، ساسان و پاشا نژاد، یوسف. (۱۳۸۹). «بررسی ارتباط برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار» پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، ش دوم، صص. ۶۱-۷۶.

۱۲- کاظم‌نژاد، مصطفی. (۱۳۸۹). شناسایی و تبیین عوامل مؤثر بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شیراز.

۱۳- کردستانی، غلامرضا و مجدلی، ضیال‌الدین. (۱۳۸۶). «بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی» بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۸، صص. ۸۵-۱۰۴.

۱۴- والاس، وندا. (۱۳۸۴). نقش اقتصادی حسابرسی در بازارهای آزاد و بازارهای تحت نظارت، حامی امیر اصلانی. تهران: سازمان حسابرسی.

15- Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, pp. 223-249.

۱- پژوهش حاضر به تفکیک صنایع مختلف انجام شود.

۲- رابطه بین کیفیت افشا با هزینه سرمایه بدهی‌ها و میانگین موزون هزینه سرمایه، بررسی شود.

۳- از معیارهای دیگری برای اندازه‌گیری متغیرها استفاده گردد. برای مثال، می‌توان از متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان معیار نقدشوندگی استفاده کرد.

منابع

۱- اسلامی بیگدلی، غلامرضا و سارنج، علیرضا. (۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران. «بررسی‌های حسابداری و حسابرسی» دوره ۱۵، ش ۵۳، صص. ۳-۱۶.

۲- حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشد. (۱۳۸۷). «حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابدار» سال بیست و سوم، ش ۲۰۳، صص. ۷۴-۷۹.

۳- دستگیر محسن و بزاززاده، حمیدرضا. (۱۳۸۲). «تأثیر میزان افشاء بر هزینه سهام عادی» تحقیقات مالی، ش ۱۶، صص. ۸۳-۱۰۳.

۴- دستگیر، محسن و بزاززاده، حمیدرضا. (۱۳۸۵). «تأثیر افشاء بر ریسک سیستماتیک. پژوهشنامه اقتصادی» ش ۲۰، صص. ۲۳۵-۲۵۰.

۵- سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۸). «کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب» سایت بورس اوراق بهادار تهران.

۶- عبدالخلیق، رشاد و آجین‌کیا، بیپینن (۱۳۷۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روشن‌شناختی. محمد نمازی، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

۷- عرب مازار یزدی، محمد و طالبیان، سید محمد. (۱۳۸۷). «کیفیت گزارشگری مالی، ریسک

- Cost of Capital. *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp.1325-1359.
- 28- Espinosa, M.; Tapia, M. and Trombetta, M. (2005). Disclosure and Liquidity. Working paper, [Online]. www.docubib.uc3m.es
- 29- Espinosa, M. and Trombetta, M. (2007). Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Spanish Continuous Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, No. 10, pp.1371-1392.
- 30- Espinosa, M.; Tapia, M. and Trombetta, M. (2008). Disclosure and Liquidity in a Driven By Orders Market: Empirical Evidence from Panel Data. *Investigaciones Economicas*, Vol. 32, No. 3, pp. 339-370.
- 31- Frost, C. A.; Gordon, E. A. and Hayes, A. F. (2002). Stock Exchange and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges. *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 3, pp. 437 – 483.
- 32- Garleanu, N. and Pedersen, L. H. (2004). Adverse Selection and the Required Return. *Review of Financial Studies*, Vol.17, pp. 643-665.
- 33- Gelb, D. S., and Zarowin, P. (2002). Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, pp. 33–52.
- 34- Gietzman, M. and Ireland, J. (2005). Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice. *Journal of Business, Financial & Accounting*, Vol. 23, No. 3&4, pp. 599-634.
- 35- Handa, P. and Linn, S. (1993). Arbitrage Pricing With Estimation Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No. 1, pp. 81-100.
- 36- Hassan, M. S.; Saleh, N. M. and Abd Rahman, M. R. C. (2008). Determinants of Financial Instruments Disclosure Quality among Listed Firms in Malaysia. Working paper, [Online]. www.ssrn.com.
- 37- Heflin, F.; Shaw, k. and Wild, J. J. (2005). Disclosure Quality and Market Liquidity. Working paper, [Online]. www1.american.edu.
- 16- Baker, H. K. and Powell, G. E. (2005). *Understanding Financial Management: A Practical Guide* (1sted). Australia: Blackwell Publishing.
- 17- Ball, R.; Kothari, S. P.; and Robin, A. (2000). The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earning. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 1-51.
- 18- Barry, T. C. and Brown, S. (1985). Differential Information and Security Market Equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, No. 4, pp. 407-422.
- 19- Barth, M. E. and Schipper, K. (2008). Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23, No. 2, pp. 173-190.
- 20- 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.
- 21- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol. 22, No. 3, pp. 323-349.
- 22- Botosan, C. A. and Plumplee, M. A. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting research*, Vol. 40, No. 1, pp. 21-40.
- 23- Brown, S., Hillegeist, S. A., and Lo, K. (2004). Conference Calls and Information Asymmetry. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 37, pp. 343–366.
- 24- Brown, S. and Hillegeist, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, pp. 443–477.
- 25- Datar, V. T., Naik, N. Y., and Radcliffe, R. (1998). Liquidity and Stock Returns: An Alternative Test. *Journal of Financial Markets*, Vol. 1, No.1, pp. 203–219.
- 26- Diamond, D. W. (1985). Optimal Release of Information by Firms. *The Journal of Finance*, Vol. XL, No. 4, pp.1071-1094.
- 27- Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the

- Incomplete Information. *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 483-510.
- 47- Pownall, G. and Schipper, K. (1999). Implications of Accounting Research for the SEC's Consideration of International Accounting Standards for U.S. Securities Offerings. *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 3, pp. 259-280.
- 48- Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and Cost of Debt. *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 4, pp. 459-474.
- 49- Singhavi, S. S. and Desai, H. B. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, Vol. 46, No. 1, pp.129-138.
- 50- Verrecchia, R. E. (1982). The Use of Mathematical Models in Financial Accounting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, pp.1-42.
- 51- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.
- 52- Wallace, R.S.O.; Naser, k.; and Mora, A. (1994). The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*. Vol. 25, Issue. 97, pp. 41-53.
- 53- Weston, J. and Brigham, F. (1975). *Managerial Finance*, 5th Edition, Illinois: The Dryden Press, Inc.
- 54- Zhang, M. H. (2005). The Differential Effects of Proprietary Cost on the Quality versus Quantity of Voluntary Corporate Disclosures. *Phd Dissertation*, University of Texas.
- 55- Zhang, L, Ding, S. (2006). The Effect of Increased Disclosure on Cost of Capital: Evidence from China. *Review of Quantitative Financial Accounting*, Vol. 27, pp. 383-401.
- 38- Hendriksen, E.S. and Van Breda, M.F. (1992). *Accounting Theory*, 5th edition. united states of America: IRWIN.Inc.
- 39- Karamanou, I. and Vafeas, N. (2005). The Association Between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earning Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 3, pp. 453-486.
- 40- Kothari, S. P. (2000). The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risks in the Market. *Presented at Building an Infrastructure for Financial Stability conference (Federal Reserve Bank of Boston)*, pp. 89-102.
- 41- Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, pp.1315-1335.
- 42- Leuz, C. and Wysocky, P. (2006). Capital Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation. Working Paper, [Online]. www.tfmsl.ca
- 43- Liu, W. (2006). A Liquidity-augmented Capital Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 631-671.
- 44- Lundholm, R. J., and Myers, L. (2002). Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Returns Earnings Relation. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, pp. 809-839.
- 45- Matoussi, H.; Karaa, A. and Maghraoui, R. (2004). Information Asymmetry, Disclosure Level and Securities Liquidity in the BVMT. *Finance India*, Vol. 18, pp. 547-557.
- 46- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with