

## تأثیر کیفیت افشاء بر رابطه‌ی بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی\*

ناصر ایزدی‌نیا  
استادیار گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان  
اسماعیل مقصودی  
کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان

**چکیده:** این تحقیق به بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر رابطه‌ی بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌ها، نمونه‌ای متشکل از ۹۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ انتخاب شد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، از مدل رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد بین محافظه‌کاری و کیفیت افشاء اطلاعات با هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی معکوس وجود دارد. همچنین در شرکت‌هایی که از کیفیت افشاء اطلاعات پایینی برخوردارند محافظه‌کاری اهرمی مناسب برای کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی است.

**واژگان کلیدی:** کیفیت افشاء اطلاعات، محافظه‌کاری، هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی.

\* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۱/۲۳ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۱/۰۴/۱۴

نشانی پست الکترونیکی نویسنده‌ی مسؤول (ناصر ایزدی‌نیا): n\_esadinia@yahoo.com

## ۱- مقدمه

مهم‌ترین وظیفه‌ای که مدیران مالی شرکت‌ها بر عهده دارند، حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. در این خصوص شناخت ابعاد مختلف مسائل مالی و عوامل اثرگذار بر وضعیت و ساختار مالی شرکت‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است. هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی یکی از مهم‌ترین این عوامل است. هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی را می‌توان حداقل نرخ بازدهی دانست که شرکت باید به دست آورد که نرخ بازده مورد انتظار گروه‌های سرمایه‌گذار تامین گردد (پی‌نو، ترجمه‌ی پارسایان، ۱۳۸۷). هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی به عنوان معیار و ملاکی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، ایجاد ساختار بهینه‌ی سرمایه، اندازه‌گیری شاخص‌های عملکرد و تنزیل جریان‌های نقدی آتی جهت تعیین ارزش، دارای اهمیت به سزایی است. از این رو، شناخت عوامل مؤثر بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی و یافتن راه‌هایی برای کنترل و کاهش این هزینه ضروری است.

هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود و هر یک از گروه‌های سرمایه‌گذار، خواهان میزان بازدهی متناسب با ریسک مربوط به آن است. هر چه بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بیشتر باشد شرکت زیر بار هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی بیشتری است و برای افزایش ثروت سرمایه‌گذاران خود بایستی بیشتر تلاش کند. مدیران شرکت‌ها برای کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی خود و افزایش ثروت سهامداران سعی در کاهش ریسک سرمایه‌گذاری دارند. با کاهش ریسک اطلاعات از طریق بالا بردن کیفیت افشاء اطلاعات ارائه شده، ریسک سرمایه‌گذاری نیز کاهش می‌یابد (لئوز و وریشیا، ۲۰۰۰). بنابراین، توجه به کیفیت اطلاعات گزارش شده و سنجش آن برای تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی مهم و حیاتی است. یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری، اعمال محافظه‌کاری در تهیه‌ی آنها است. اعمال محافظه‌کاری در حد مطلوب منجر به حل بسیاری از مسایل ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های تهیه‌کننده و استفاده‌کننده‌ی صورت‌های مالی خواهد شد. بنابراین، تعیین رابطه‌ی بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی و تأثیرات ناشی از به کارگیری رویه‌های محافظه‌کارانه در تهیه‌ی اطلاعات و گزارشگری مالی از اهمیت خاصی برخوردار است. پژوهش حاضر، به بررسی رابطه‌ی بین سه عامل محافظه‌کاری، کیفیت افشاء اطلاعات و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

## ۲- چارچوب نظری و پیشینه‌ی تحقیق

### ۲-۱- مبانی نظری

مدیران به عنوان مسئول تهیه‌ی صورت‌های مالی تمایل دارند که افشای اخبار بد را به تأخیر انداخته و اخبار خوب را هر چه سریع‌تر شناسایی کنند که این امر موجب افزایش عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران می‌شود (لافاند و واتس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸). عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران، موجب افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت شده و باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران اقدام به افزایش بازده مورد انتظار خود نمایند که در نهایت موجب تحمیل هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی بیشتری به شرکت می‌شود. بنابراین انتظار می‌رود با افزایش محافظه‌کاری و بهبود کیفیت افشاء اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های سرمایه‌گذار کاهش یافته و در نهایت موجب کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی شرکت شود.

در حسابداری، محافظه‌کاری یکی از ویژگی‌های برجسته‌ی گزارشگری مالی مطرح شده‌است که در سال‌های اخیر به دلیل رسوایی‌های مالی مشاهده شده، بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته‌است. در حالی که اکثر حسابداران وجود محافظه‌کاری را قبول دارند، ولی تا کنون تعریفی جامع و روشن از آن ارائه نشده و هنوز ابهاماتی در این زمینه باقی است. علی‌رغم فقدان تعریف جامعی از محافظه‌کاری در ادبیات حسابداری، دو ویژگی مهم محافظه‌کاری مورد بررسی قرار گرفته‌است. نخست، وجود جانبداری در ارائه‌ی کمتر از واقع ارزش دفتری سهام نسبت به ارزش بازار آن است که توسط فلتام و اوهلسون<sup>۴</sup> در سال ۱۹۹۵ میلادی عنوان شده‌است؛ دوم، تمایل به تسریع در شناسایی زیان‌ها و به تعویق انداختن شناسایی سودها است که توسط باسو در سال ۱۹۹۷ میلادی عنوان شده‌است (پرایس<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵). با مروری بر ادبیات موضوع، پنج معیار در حوزه‌ی مباحث مربوط به محافظه‌کاری مطرح می‌شود، این معیارها در ادامه شرح داده شده‌است.

### ۲-۱-۱- معیارهای اندازه‌گیری رابطه‌ی سود حسابداری و بازده سهام

باسو<sup>۶</sup> (۱۹۹۷) پیشگام انجام پژوهش‌ها در موضوع محافظه‌کاری است و اولین پژوهش مطرح در این موضوع را در سال ۱۹۹۷ انجام داد که نتیجه آن ارائه‌ی الگویی برای بررسی میزان محافظه‌کاری اعمال شده در تهیه‌ی صورت‌های مالی است. باسو (۱۹۹۷) محافظه-کاری را در نتیجه‌ی انعکاس سریع‌تر خبرهای ناخوشایند نسبت به خبرهای خوشایند در

سود تفسیر کرد. او برای اندازه‌گیری خبرهای مربوط به واحد تجاری از بازده سهام استفاده کرد، زیرا بازده سهام منعکس کننده اطلاعات دریافت شده توسط بازار از محل سود حسابداری و سایر منابع اطلاعاتی است. از این رو، باسو با استفاده از رگرسیون بین سود و بازده سهام دریافت که پاسخ سود نسبت به خبرهای ناخوشایند (بازده منفی سهام) قوی‌تر از پاسخ سود نسبت به خبرهای خوشایند (بازده مثبت سهام) است.

### ۲-۱-۲- معیارهای اندازه‌گیری خالص دارایی‌ها

بیور و رایان<sup>۷</sup> (۲۰۰۰) محافظه‌کاری را با استفاده از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار اندازه‌گیری کردند. به نظر آن‌ها، امکان ندارد که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار خالص دارایی‌ها برابر یک باشد. زیرا، ارزش بازار دارایی‌ها و بدهی‌ها در برگیرنده‌ی تغییر در خالص دارایی‌ها در هر دوره است، اما همه‌ی این تغییرات در حساب‌ها و گزارش‌های مالی ثبت نمی‌شود. بر اساس حسابداری محافظه‌کارانه، افزایش ارزش دارایی‌ها (سودها) که قابلیت رسیدگی ندارند، شناسایی و ثبت نمی‌شوند، در حالی که کاهش ارزش با همان میزان قابلیت رسیدگی، ثبت می‌شوند. در نتیجه، خالص دارایی‌ها کمتر از واقع و زیر ارزش بازار گزارش خواهد شد.

### ۲-۱-۳- معیار محافظه‌کاری مبتنی بر ارقام تعهدی بال و شیواکومار

بال و شیواکومار<sup>۸</sup> در سال ۲۰۰۵ میلادی، روش دیگری با استفاده از ارقام تعهدی برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری ارائه نمودند. در دوره‌هایی که جریان‌های نقدی عملیاتی بسیار پایین یا منفی است، همبستگی مستقیم بین جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی بزرگ‌تر خواهد بود. زیرا در این دوره‌ها زیان‌های اقتصادی (از جمله بازده منفی سهام) به طور همزمان در جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی تحقق نیافته، منعکس شده‌اند. با استفاده از رابطه‌ی رگرسیونی بین ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی آن‌ها دریافتند که در صورت وجود زیان‌های عملیاتی ارتباط ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی قوی‌تر است که این معیاری از رفتار محافظه‌کارانه است.

## ۲-۱-۴- معیار مبتنی بر میزان محافظه‌کاری پنمن و ژانگ

معیار محافظه‌کاری توسط پنمن و ژانگ<sup>۹</sup> (۲۰۰۲) بر اساس مانده‌ی موجودی کالا و مانده‌های مستهلک نشده‌ی تحقیق و توسعه و تبلیغات بیان شده‌است. در این معیار موجودی‌های کالا بر مبنای روش لایفو نگهداری می‌شوند. در این روش محافظه‌کاری بطور مستقیم در حسابهای خاص (موجودی کالا، تحقیق و توسعه و تبلیغات) اندازه‌گیری می‌شود و رابطه‌ی منفی با محافظه‌کاری دارند.

## ۲-۱-۵- معیارهای اندازه‌گیری سود و اقلام تعهدی

معیار پنجم در خصوص محافظه‌کاری، معیار اقلام تعهدی است که توسط گیولی و هاین<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۰) استفاده شده‌است. آنها معتقدند که محافظه‌کاری، منجر به استفاده از رویه‌های حسابداری می‌شود که سود انباشته گزارش شده را حداقل نماید. این معیار شامل میانگین کل اقلام تعهدی (سود عملیاتی منهای جریان‌های نقدی عملیاتی) است. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که رابطه‌ی منفی بین اقلام تعهدی و محافظه‌کاری وجود دارد. یکی دیگر از عوامل تأثیرگذار بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، کیفیت افشاء اطلاعات است. کیفیت افشاء اطلاعات یکی از اصول حسابداری است که بر گزارش‌گری مالی تأثیرگذار است. اصل کیفیت افشاء اطلاعات ایجاب می‌کند که کلیه واقعیت‌های با اهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. بر اساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی تمامی اطلاعات با اهمیت، مربوط و به موقع بوده و این اطلاعات به گونه‌ای قابل فهم و حتی الامکان کامل ارائه شود تا امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه را برای استفاده‌کنندگان فراهم سازد (نشریه ۷۶ سازمان حسابرسی، ۱۳۷۲).

سازمان بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۲ اقدام به رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر میزان کیفیت افشاء اطلاعات نمود و به همین منظور شرکت‌هایی که از نظر کیفیت افشاء اطلاعات در سطح بالایی قرار داشته باشند، نمره‌ی بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها کسب می‌کنند. با توجه به تعاریفی که از کیفیت افشای اطلاعات ارائه شد، انتظار می‌رود که عدم تقارن اطلاعات در شرکت‌هایی که از کیفیت افشاء اطلاعات بالاتری برخوردارند نسبت به شرکت‌هایی که کیفیت افشای اطلاعات پایین‌تری دارند کمتر بوده و ریسک سرمایه‌گذاری

در آن شرکت‌ها کاهش یابد، و در نهایت موجب تقویت رابطه‌ی بین هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی و محافظه‌کاری شود.

به عبارت دیگر انتظار می‌رود که رابطه‌ی معکوس بین هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی و محافظه‌کاری در گرو میزان کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها باشد و رابطه‌ی بین دو متغیر فوق در شرکت‌هایی که از کیفیت افشای اطلاعات بالاتری برخوردارند قوی‌تر باشد.

## ۲-۲- پیشینه‌ی تحقیق

باسو (۱۹۹۷) با استفاده از بازده سهام به اندازه‌گیری محافظه‌کاری در حسابداری و تأثیر آن بر صورت‌های مالی پرداخت. او محافظه‌کاری در حسابداری را به عنوان شناسایی سریع‌تر اخبار بد نسبت به اخبار خوب تفسیر نمود. او در بررسی میزان محافظه‌کاری اعمال شده در صورت‌های مالی، از معیار عدم تقارن زمانی سود استفاده نمود. وی نشان داد که حساسیت سود به بازده‌های منفی، ۲ تا ۶ برابر بزرگتر از حساسیت سود به بازده‌های مثبت است.

فرانسیس و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۴) رابطه‌ی هفت ویژگی کیفی سود شامل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، یکنواختی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه‌کارانه بودن سود را بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آن پژوهش حاکی از این است که شرکت‌های با کیفیت سود پایین‌تر، در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت سود بالاتر، از هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی بالاتری برخوردارند. به شکل خاص، بین ویژگی کیفی محافظه‌کارانه بودن سود و هزینه سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی معنادار و معکوس وجود دارد.

گای و ورسچیا<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۷) مکانیزم اصلی رابطه‌ی پیش‌بینی شده بین محافظه‌کاری شرطی و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که الزام شرکت‌ها برای گزارشگری بهنگام در تحقق کاهش ارزش‌ها، به افشای کامل اطلاعات منجر می‌شود. افشای کامل اطلاعات موجب کاهش عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار خواهد شد و در نتیجه، هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی شرکت را پایین می‌آورد.

لی<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۹) در پژوهشی برای بررسی رابطه‌ی بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی در سطح بین‌المللی، به این نتیجه رسید که با کنترل تفاوت در قوانین و مقررات اوراق بهادار در کشورهای مختلف، شرکت‌های مستقر در کشورهای با سیستم-

های گزارشگری محافظه‌کارانه‌تر، هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی و هزینه‌ی بدهی بسیار کمتری دارند. او برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری از معیار باسو (۱۹۹۷) در سطح کشور استفاده نمود.

چان و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی بین محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی با هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی در کشور انگلستان پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این است که محافظه‌کاری غیرشرطی منجر به پایداری و قابلیت پیش‌بینی بیشتر سودهای جاری و آتی و در نتیجه، کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری خواهد شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های با درجه‌ی بالاتر محافظه‌کاری غیرشرطی، دارای هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی پایین‌تری هستند. در مقابل، محافظه‌کاری شرطی با کیفیت پایین‌تر اطلاعات حسابداری رابطه دارد و اعمال درجه‌ی بالاتری از محافظه‌کاری شرطی منجر به هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی بالاتر خواهد شد.

لارا و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۰) در پژوهش برای یافتن رابطه‌ی بین محافظه‌کاری شرطی و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، با استفاده از آزمون‌های قیمت‌گذاری دارایی، به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری شرطی و میانگین بازده‌های مازاد سهام رابطه‌ی معکوس و معنی‌داری وجود دارد. آن‌ها با استفاده از معیار ارائه شده توسط کالن و همکاران (۲۰۰۹) نرخ محافظه‌کاری را اندازه‌گیری و سپس نرخ محاسبه شده را به عنوان متغیر دیگری در الگوی سه عاملی فاما و فرنچ<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۳) وارد نمودند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری شرطی و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی معکوس و معنی‌داری وجود دارد و گزارشگری محافظه‌کارانه از طریق کاهش عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی آتی و کاهش نوسان قیمت‌های آتی سهام، منجر به دقت بیشتر اطلاعات، افزایش ارزش شرکت و کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی آن خواهد شد.

آرتیاچ و کلارکسن<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۰) با بررسی رابطه‌ی «محافظه‌کاری، افشاء و هزینه‌ی سرمایه-ی سهام عادی» به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های با کیفیت افشای اطلاعات بالاتر، رابطه‌ی بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی قوی‌تر است و در شرکت‌های با کیفیت افشای اطلاعات پایین‌تر، رابطه‌ی بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی معنی‌دار نیست.

نوروش و حسینی (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه‌ی بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به موقع بودن) و مدیریت سود» به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت افشای شرکتی و مدیریت سود رابطه‌ی منفی معنی‌دار وجود دارد. همچنین یافته‌های تحقیق حاکی از وجود رابطه‌ی منفی معنی‌دار بین به موقع بودن افشای شرکتی و مدیریت سود است.

رضائی (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان «رابطه‌ی بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه‌ی سرمایه» به بررسی رابطه‌ی محافظه‌کاری از دیدگاه سود (زیانی) و محافظه‌کاری از دیدگاه ترانزنامه‌ای با هزینه‌ی سرمایه پرداخته‌است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری به وقوع پیوسته، از الگوی باسو (۱۹۹۷) با دوره چرخشی ۸ ساله، و برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری پیش بینی شده از معیار ارزش دفتری به ارزش بازار سهام استفاده شده‌است. نتایج پژوهش وی حاکی از وجود رابطه‌ی منفی و معناداری بین هر دو نوع محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه است.

تفیی و نادری کرون‌دان (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «محافظه‌کاری در گزارشگری مالی» به بررسی نقش محافظه‌کاری در انعطاف‌پذیری و تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها پرداخته‌است. نتایج پژوهش حاکی از شرکت‌های با گزارشگری مالی محافظه‌کارانه‌تر انعطاف‌پذیری مالی بیشتری با تصمیمات مربوط به مدیریت وجوه نقد، پس انداز و توزیع سود دارند که دیدگاه منافع قراردادی را تأیید می‌کند، اما در رابطه با تصمیمات مربوط به نحوه‌ی تأمین مالی خارجی انعطاف‌پذیری مالی کمتری دارند که دیدگاه تحریف اطلاعات را تأیید می‌کند.

### ۳- روش‌شناسی تحقیق

#### ۳-۱- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌ی اول: بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی معکوس وجود دارد.

فرضیه‌ی دوم: بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی معکوس وجود دارد.

فرضیه‌ی سوم: توانایی محافظه‌کاری حسابداری برای کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، در شرکت‌هایی که کیفیت افشای کمتری دارند، بیشتر است.

#### ۳-۲- روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی-همبستگی است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از آزمون رگرسیون چند متغیره استفاده شده‌است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های (۱) تا (۳) استفاده شده‌است:



مدل (۱):

$$K_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONSV}_{i,t} + \beta_2 \text{BETA}_{i,t} + \beta_3 \text{BTM}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲):

$$K_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{RDISC}_{i,t} + \beta_2 \text{BETA}_{i,t} + \beta_3 \text{BTM}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳):

$$K_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONSV}_{i,t} + \beta_2 \text{RDISC}_{i,t} + \beta_3 (\text{CONSV}_{i,t} \times \text{RDISC}_{i,t}) + \beta_4 \text{Beta}_{i,t} + \beta_5 \text{BTM}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل‌های فوق:

$K_{i,t}$ : هزینه سرمایه‌ی سهام عادی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\text{CONSV}_{i,t}$ : میزان محافظه‌کاری شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\text{Beta}_{i,t}$ : بتای سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\text{BTM}_{i,t}$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\text{SIZE}_{i,t}$ : اندازه‌ی شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه‌ی شرکت  $i$

در پایان دوره  $t$ .

$\text{RDISC}_{i,t}$ : کیفیت افشای اطلاعات شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$\varepsilon_{i,t}$ : جزء باقیمانده یا خطای مدل.

### ۳-۳- نحوه‌ی اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی: هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی شامل هزینه‌های مربوط به تمام اجزای حقوق صاحبان سهام است اما از آنجا که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سهام عادی مهمترین جزء حقوق صاحبان سهام یک شرکت است، می‌توان گفت که هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی برابر هزینه‌های مربوط به سهام عادی است. در این مطالعه به منظور محاسبه‌ی هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، از مدل قیمت-گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده می‌شود. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، به عنوان نخستین مدل صریح جهت قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، توسط ویلیام شارب در سال ۱۹۶۴ مطرح شد. شارب با تعیین ضریب حساسیت بازده سهم نسبت به بازده بازار (ضریب بتا) به عنوان عامل ریسک، مدل تک عاملی خود را ارائه کرد. اساس این مدل آن

است که تمام اوراق بهادار از نوسان‌های عمومی بازار تأثیر می‌پذیرند و عوامل ریسک غیر از عامل بازار اهمیت ندارند و به عنوان ریسک غیرسیستماتیک شناخته می‌شوند که با تنوع در دارایی‌ها می‌توان آنها را از بین برد (محمد جانی، ۱۳۸۴).  
پیش‌بینی اصلی مدل این است که بازده مورد انتظار یک سهم را می‌توان بر اساس یک تابع خطی از بتای آن سهم به صورت رابطه‌ی (۴) بیان کرد.

$$R_{i,t} = R_{f,t} + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (۴)$$

در رابطه‌ی فوق:

$R_{i,t}$ : هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$  یا بازده مورد انتظار صاحبان سهام شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$ .  
 $R_{f,t}$ : نرخ بازده بدون ریسک در دوره‌ی  $t$ .  
 $\beta$ : ضریب حساسیت بازده سهام  $i$  نسبت به تغییر در بازده بازار سهام.  
 $R_{m,t}$ : نرخ بازده بازار سهام در دوره‌ی  $t$ .

محافظه‌کاری حسابداری: متغیر مستقل این پژوهش، محافظه‌کاری است که برای اندازه‌گیری آن از معیار ارائه شده توسط گیولی و هاین (۲۰۰۰) استفاده می‌شود. بر اساس مطالعه گیولی و هاین (۲۰۰۰)، محافظه‌کاری حسابداری به شرح رابطه‌ی (۵) محاسبه می‌شود:

$$CONSV_{i,t} = -1 \times \left( \frac{1}{6} \sum_{t=1}^6 \frac{NOACC_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) \quad (۵)$$

در این رابطه:

$CONSV_{i,t}$ : میزان محافظه‌کاری شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$ .  
 $TA_{i,t}$ : جمع دارایی‌های شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$ .  
 $NOACC_{i,t}$ : اقلام تعهدی غیر عملیاتی شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$  است که بر اساس رابطه‌ی (۶) محاسبه می‌شود:

$$NOACC_{i,t} = ACC_{i,t} - OACC_{i,t} \quad (۶)$$

در رابطه‌ی فوق:

$ACC_{i,t}$ : کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .  
 $OACC_{i,t}$ : اقلام تعهدی عملیاتی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .  
 به منظور محاسبه  $ACC_{i,t}$  و  $OACC_{i,t}$  در رابطه‌ی (۶)، به ترتیب از روابط (۷) و (۸) استفاده می‌شود.

$$ACC_{i,t} = (NI_{i,t} + DEP_{i,t}) - CFO_{i,t} \quad (۷)$$

$$OACC_{i,t} = \Delta(AR_{i,t} + I_{i,t} + PE_{i,t}) - \Delta(AP_{i,t}) \quad (۸) \quad \text{در}$$

$NI_{i,t}$ : سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه‌ی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$DEP_{i,t}$ : هزینه‌های استهلاک شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$CFO_{i,t}$ : جریان نقدی عملیاتی شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$AR_{i,t}$ : حساب‌های دریافتنی تجاری شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$I_{i,t}$ : موجودی‌های مواد و کالا شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$PE_{i,t}$ : پیش‌پرداخت هزینه‌ها شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$AP_{i,t}$ : حساب‌های پرداختنی تجاری شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

کیفیت افشای اطلاعات: کیفیت افشای اطلاعات در پژوهش حاضر به عنوان یک متغیر مداخله‌گر مورد بررسی قرار می‌گیرد. میزان این متغیر با توجه به مقادیر اعلام شده از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران تعیین می‌شود. از سال ۱۳۸۲ تا کنون سازمان بورس و اوراق بهادار تهران میزان کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها را برای دوره‌های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه محاسبه و منتشر می‌نماید، مقدار این متغیر از مثبت ۱۰۰ تا منفی بی‌نهایت است.

بتای سهام شرکت: بتا بیانگر میزان حساسیت بازده یک سهم نسبت به تغییرات بازده بازار و برابر است با نسبت کوواریانس بین بازده یک سهم و بازده بازار به واریانس بازده بازار. به طور خلاصه برای محاسبه‌ی بتا از رابطه‌ی (۹) استفاده می‌شود:

$$\beta_{i,t} = \text{Cov}(R_{m,t}, R_{i,t}) / \text{Var}(R_{m,t}) \quad (۹)$$

در رابطه‌ی مذکور:

$\beta_{i,t}$ : بتای سهام  $i$  در دوره  $t$ .

$R_{i,t}$ : بازده سهام  $i$  در دوره  $t$ .

$R_{m,t}$ : بازده بازار در دوره  $t$ .

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام از مجموع سرمایه‌ی ثبت شده، اندوخته‌ی قانونی، اندوخته‌ی احتیاطی، اندوخته‌ی طرح و توسعه و سود (زیان) انباشته‌ی مندرج در ترازنامه‌ی شرکت حاصل می‌شود. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نیز از حاصل ضرب میانگین موزون تعداد سهام عادی طی سال و قیمت سهام در پایان سال مالی به دست می‌آید.

اندازه‌ی شرکت: اندازه‌ی شرکت از طریق تعیین میزان فعالیت شرکت مشخص می‌شود و عموماً شرکت‌ها از لحاظ اندازه به سه دسته‌ی شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های متوسط و شرکت‌های کوچک تقسیم می‌شوند. دیدگاه‌های متفاوتی برای تعیین اندازه‌ی شرکت وجود دارد که رایج‌ترین آنها عبارتند از:

در دیدگاه اول معیار تعیین اندازه‌ی شرکت، کل فروش خالص است. در دیدگاه دوم، معیار تعیین اندازه‌ی شرکت، ارزش فعلی کل جریان‌های نقدی آتی شرکت است و در دیدگاه سوم به منظور تعیین اندازه‌ی شرکت از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود. در این تحقیق جهت تعیین اندازه‌ی شرکت از دیدگاه سوم استفاده می‌شود. لازم به ذکر است که در محاسبات از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود.

### ۳-۴- ابزار گردآوری و فنون تجزیه و تحلیل اطلاعات

جهت جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شده‌است. داده‌های مورد نیاز در این پژوهش از بانک اطلاعاتی تدبیر پرداز جمع‌آوری شده و به منظور تخمین مدل‌های پژوهش از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شد. برای تعیین نوع روش بکارگیری داده‌های ترکیبی، از آزمون F لیمر و برای تعیین نوع مدل داده‌های تابلویی (مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شده‌است. برای تعیین معنادار بودن مدل رگرسیون و پارامترهای حاصل از تخمین مدل رگرسیون، به ترتیب از آماره‌های F و t استفاده شده‌است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، نسخه‌ی ۷ نرم افزار Eviews مورد استفاده قرار گرفته‌است. لازم به ذکر است آزمون‌های آماری در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام شده‌است.

### ۳-۵- جامعه‌ی آماری، حجم نمونه و روش نمونه‌گیری

جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹) تهران است. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش

نمونه گیری هدفمند (روش حذف سیستماتیک) استفاده شده است، بدین منظور کلیه شرکت های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده اند:

- ۱- به منظور قابل مقایسه بودن، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
- ۲- به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آنها تولیدی باشد.
- ۳- معاملات سهام آنها طی دوره ی پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
- ۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترس باشد.
- ۵- شرکت های سرمایه گذاری، لیزینگ و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت آنها از جامعه آماری کنار گذاشته شده اند.

با توجه به شرایط مذکور در پایان سال مالی ۱۳۸۲ کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت و با اعمال محدودیت مربوط به بندهای ۱ و ۲، تنها ۲۲۰ شرکت تولیدی و دارای سال مالی منتهی به ۲۹ اسفندماه وجود داشت. از تعداد ۲۲۰ شرکت، ۱۸۹ شرکت طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ به فعالیت خود ادامه داده و از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده اند. با اعمال محدودیت مربوط به بندهای ۳ و ۴، از ۱۸۹ شرکت مذکور تنها ۹۰ شرکت بودند که در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹، طی هر سال بیش از سه ماه توقف معاملاتی نداشتند و اطلاعات مالی آنها در دسترس بوده است. بنابراین با اعمال شرایط مذکور تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۹۰ شرکت است.

### ۳-۶- آمار توصیفی

نگاره ی (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد که شامل میانگین، میانه و انحراف معیار است.

نگاره ی ۱: آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

نام متغیر	هزینه ی سرمایه ی سهام عادی	محافظة کاری	کیفیت افشاء اطلاعات	بتای شرکت	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	اندازه ی شرکت
نماد متغیر	K	CONSV	RDISC	BETA	BTM	SIZE
میانگین	۰/۱۲۱۴	۰/۰۳۱۶	۰/۷۳۴۵	۱/۱۳۰۲	۰/۵۴۷۹	۰/۶۱۲۱
میانه	۰/۱۰۶۲	۰/۰۳۶۳	۰/۷۵۰۰	۱/۱۰۰۰	۰/۵۰۷۰	۰/۱۲۸۲

انحراف معیار	۰/۰۵۸۶	۰/۰۵۵۲	۰/۱۳۱۹	۰/۳۴۳۱	۰/۳۰۶۹	۰/۹۱۷۲
--------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده‌ی نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین متغیر هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام (K) برابر با ۰/۱۲۱۴ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکت (SIZE) برابر ۰/۹۱۷۲ و برای متغیر محافظه‌کاری (CONSV) برابر ۰/۰۵۵۲ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، SIZE و CONSV به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند.

#### ۴- یافته‌های تحقیق

به منظور برآورد فرضیه‌ی اول از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و شیوه‌ی داده‌های ترکیبی استفاده شده‌است. در داده‌های ترکیبی ابتدا به منظور انتخاب بین روش-های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. نتایج آزمون F لیمر برای آزمون فرضیه‌ی اول به شرح نگاره‌ی (۲) است.

نگاره‌ی ۲: نتایج آزمون F لیمر مدل مربوط به آزمون فرضیه‌ی اول

آماره	مقدار	p-value
F لیمر	۰/۴۹	۱
Chi-square ( $\chi^2$ )	۶۲/۲۱۸	۰/۹۸۶

با توجه به آماره‌ی F لیمر و احتمال مربوط که بزرگ‌تر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده‌است.

## ۴-۱- نتایج آزمون فرضیه‌ی اول تحقیق

نگاره‌ی (۳) نتایج حاصل از تخمین مدل اول پژوهش را نشان می‌دهد. احتمال آماره‌ی F برای مدل اول بیانگر معنادار بودن کلی مدل رگرسیون برازش شده است و با توجه به اینکه آماره دوربین واتسون بین مقادیر ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

نگاره‌ی ۳: نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌ی اول

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONSV}_{i,t} + \beta_2 \text{BETA}_{i,t} + \beta_3 \text{BTM}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

عنوان متغیر	نماد	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره‌ی t	p-value
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۴۵۶	۰/۱۰۷۱	۴/۲۶	۰/۰۰۱
محافظه‌کاری حسابداری	CONSV	-۰/۱۰۲	۰/۰۲۷۳	-۳/۷۴	۰/۰۰۲
بتای شرکت	BETA	۰/۰۱۲	۰/۰۰۶۶	۱/۸۱	۰/۰۷۲
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BTM	-۰/۰۰۸	۰/۰۲۹۶	-۰/۲۷	۰/۱۴۴
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۴۷	۰/۰۱۱۰	-۴/۲۸	۰/۰۰۱
ضریب تعیین					۰/۴۳
آماره‌ی F					۴۰۲/۹
احتمال آماره‌ی F					۰/۰۰۱۴
دوربین واتسون					۱/۹۹

نتایج نشان می‌دهد مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر مستقل محافظه‌کاری (CONSV)، کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام، یک رابطه‌ی معنادار وجود دارد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای محافظه‌کاری در سطح خطای ۵ درصد، منفی است. این موضوع بدین معنی است که بین محافظه‌کاری و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی معکوس وجود دارد. به بیان دیگر می‌توان گفت که محافظه‌کاری در گزارشگری مالی، هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی را کاهش می‌دهد، بدین ترتیب یافته‌های حاصل، تأیید کننده فرضیه‌ی اول پژوهش است.

#### ۴-۲- نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم تحقیق

نگاره‌ی (۴) نتایج آزمون F لیمر را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه مقدار احتمال به دست آمده از آزمون F لیمر بزرگ‌تر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل از روش داده‌های تلفیقی استفاده شد.

نگاره‌ی ۴: نتایج آزمون F لیمر مدل مربوط به آزمون فرضیه‌ی دوم

آماره	مقدار	p-value
F لیمر	۰/۶۷	۰/۸۶
Chi-square( $\chi^2$ )	۵۹/۱۱۶	۰/۹۹۶

نگاره‌ی (۵) نتایج حاصل از تخمین مدل دوم پژوهش را نشان می‌دهد. احتمال آماره‌ی F برای مدل دوم نیز بیانگر معنادار بودن کلی مدل رگرسیون برازش شده است و آماره دوربین واتسون نیز نشان دهنده‌ی عدم وجود خود همبستگی است. همان‌گونه که نتایج نشان می‌دهد، مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر کیفیت افشای اطلاعات (RDISC) کمتر از سطح خطای ۵ درصد و ضریب برآورد شده برای آن منفی است. بنابراین می‌توان گفت که بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، یک رابطه‌ی معکوس و معنی‌دار وجود دارد. این موضوع بیانگر آن است که با افزایش کیفیت افشای اطلاعات، هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام شرکت کاهش می‌یابد و بدین ترتیب فرضیه‌ی دوم پژوهش تأیید می‌شود.

نگاره‌ی ۵: نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌ی دوم

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RDISC_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 BTM_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

عنوان متغیر	نماد	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره‌ی t	p-value
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۴۴۷	۰/۱۱۸۸	۳/۷۶	۰/۰۰۳
کیفیت افشای اطلاعات	RDISC	-۰/۰۹	۰/۰۲۱۱	-۴/۲۸	۰/۰۰۱



۰/۰۶۳	۱/۸۷	۰/۰۰۷۵	۰/۰۱۴	BETA	بتای شرکت
۰/۱۵۸	-۰/۲۱	۰/۴۷۶	-۰/۰۱۰	BTM	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰/۰۰۶	-۳/۴۳	۰/۰۱۱۹	-۰/۰۴۱	SIZE	اندازه ی شرکت
۰/۴۱					ضریب تعیین
۲۴۲/۲۶					آماره ی F
۰/۰۰۲۸					احتمال آماره ی F
۱/۹۹					دوربین واتسون

#### ۴-۳- نتایج آزمون فرضیه ی سوم تحقیق

نگاره ی (۶) نتایج آزمون F لیمر را نشان می دهد. با توجه به اینکه مقدار احتمال به دست آمده از آزمون F لیمر بزرگ تر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل از روش داده های تلفیقی استفاده شد.

نگاره ی ۶: نتایج آزمون F لیمر مدل مربوط به آزمون فرضیه ی سوم

p-value	مقدار	آماره
۰/۸۳	۰/۷۵	F لیمر
۰/۹۸۹	۶۰/۲۱۳	Chi-square ( $\chi^2$ )

نگاره ی (۷) نتایج حاصل از تخمین مدل سوم پژوهش را نشان می دهد. نتایج آزمون F لیمر حاکی از آن است که استفاده از روش داده های تلفیقی مناسب است. همان گونه که نتایج نشان می دهد، مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر کیفیت افشای اطلاعات (RDISC) کمتر از سطح خطای ۵ درصد و ضریب برآورد شده برای آن منفی است. بنابراین می توان گفت که بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه ی حقوق صاحبان سهام، یک رابطه ی معکوس و معنی دار وجود دارد. نتایج همچنین نشان می دهد که مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر مستقل (CONSV×RDISC) کمتر از ۵ درصد و ضریب برآورد شده برای آن مثبت است. از این رو می توان گفت که بین این متغیر (حاصل ضرب متغیر محافظه کاری حسابداری و متغیر کیفیت افشای اطلاعات) و هزینه ی سرمایه ی سهام عادی، یک رابطه ی مستقیم و معنی دار وجود دارد. نتایج مندرج در نگاره ی (۳) همچنین حاکی از آن است مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر محافظه کاری حسابداری (CONSV) کمتر از سطح خطای ۵ درصد و ضریب برآورد شده برای آن منفی است. این موضوع بیانگر آن است که بین محافظه کاری حسابداری و هزینه ی سرمایه ی سهام عادی یک رابطه ی

معکوس و معنی‌دار وجود دارد. علاوه بر این قدرمطلق ضریب برآورد شده برای محافظه‌کاری حسابداری در این فرضیه، از قدرمطلق ضریب برآورد شده در آزمون مربوط به فرضیه اول (یعنی در شرایطی که متغیر کیفیت افشای اطلاعات در مدل نهایی گنجانده نشده‌است)، بزرگتر است. با توجه به مطالب مذکور می‌توان چنین نتیجه گرفت، در شرایطی که افشای اطلاعات توسط شرکت کیفیت پایینی دارد، توانایی محافظه‌کاری حسابداری جهت کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، بیشتر است، با توجه به یافته‌های بدست آمده فرضیه‌ی سوم تأیید می‌شود.

نگاره‌ی ۷: نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌ی سوم

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONSV}_{i,t} + \beta_2 \text{RDISC}_{i,t} + \beta_3 (\text{CONSV}_{i,t} \times \text{RDISC}_{i,t}) + \beta_4 \text{BETA}_{i,t} + \beta_5 \text{BTM}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	نماد	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره‌ی t	p-value	عنوان
	$\beta_0$	۰/۴۵۶	۰/۱۳۲۹	۳/۴۳	۰/۰۰۴	عرض از مبدأ
	CONSV	-۰/۱۶۷	۰/۰۴۰۶	-۴/۱۱	۰/۰۰۲	محافظه‌کاری حسابداری
	RDISC	-۰/۱۱۲	۰/۰۳۶۲	-۳/۰۹	۰/۰۲۴	کیفیت افشای اطلاعات
	CONSV × RDISC	۰/۱۸۲	۰/۰۴۵۰	۴/۰۴	۰/۰۱۶	-
	BETA	-۰/۰۱۸	۰/۰۳۷۵	-۰/۴۸	۰/۰۸۱	بتای شرکت
	BTM	-۰/۰۰۶	۰/۰۲۲۳	-۰/۲۷	۰/۱۲۵	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
	SIZE	-۰/۰۵۳	۰/۰۱۴۱	-۳/۷۶	۰/۰۰۳	اندازه‌ی شرکت
					۰/۳۹	ضریب تعیین
					۳۹۱/۲۲	آماره‌ی F
					۰/۰۰۱۸	احتمال آماره‌ی F
					۱/۹۹	دوربین واتسون

#### ۴-۴-۴- تطبیق یافته‌ها

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد، هر سه فرضیه مورد تأیید واقع شد که نتایج مشابه با پژوهش آرتیاچ و کلارکسون (۲۰۱۰) است.

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

### ۵-۱- نتیجه‌گیری

برای عملکرد مناسب بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه، وجود اطلاعاتی با کیفیت بالا، ضروری است. مبنای تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که توسط مدیران شرکت‌ها در این بازارها منتشر می‌شود. بهره‌گیری از اطلاعات افشاء شده و به عبارتی تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار، زمانی امکان‌پذیر است که اطلاعات مزبور به موقع، مربوط، قابل اتکاء، با اهمیت، کامل و قابل فهم باشد. در صورتی که اطلاعات شرکت به موقع و قابل اتکاء در اختیار استفاده‌کنندگان بیرونی قرار نگیرد منجر به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت شرکت و استفاده‌کنندگان بیرونی می‌شود. تبعات منفی عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی می‌شود که به منظور کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی از محافظه‌کاری به عنوان یک اهرم استفاده می‌شود، این موضوع در فرضیه‌ی اول اثبات شد که نتایج مشابه با پژوهش آرتیچ و کلارکسون (۲۰۱۰) است.

افشای مالی شرکتی شامل افشای اجباری و افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعاتی بین مشارکت‌کنندگان مطلع و غیرمطلع بازار را کاهش می‌دهد. افشای شرکتی زمانی دارای کیفیت است که به موقع و قابل اتکاء باشد به نحوی که رویدادهای مالی هر دوره در همان دوره شناسایی شده و بدون جانبداری و به موقع در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد، در فرضیه‌ی دوم بیان شد بین کیفیت افشاء اطلاعات و هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی رابطه‌ی معکوس وجود دارد. این نتایج با پژوهش آرتیچ و کلارکسون (۲۰۱۰) سازگار است.

شرکت‌هایی که کیفیت افشای اطلاعات پایینی دارند، با توجه به فرضیه‌ی دوم دارای هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی بالا هستند. همچنین با توجه به فرضیه‌ی اول یکی از راه‌های کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، محافظه‌کاری است، با استفاده از دو فرضیه‌ی اول و دوم فرضیه سوم تأیید می‌شود که توانایی محافظه‌کاری حسابداری جهت کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، در شرکت‌هایی که کیفیت افشاء اطلاعاتی کمتری دارند، بیشتر است. این نتایج نیز با نتایج پژوهش آرتیچ و کلارکسون (۲۰۱۰) سازگار است.

## ۵-۲- محدودیت تحقیق

محدودیت این پژوهش به شرح زیر قابل ذکر است: داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از بابت تورم تعدیل نشده‌است. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور، ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.

## ۵-۳- پیشنهادها

با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ی دوم، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به منظور کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی به کیفیت افشای اطلاعات توجه داشته باشند. همچنین فرضیه‌ی سوم نشان داد محتوای اطلاعاتی و ارزشی، اطلاعات محافظه-کارانه و تأثیرات ناشی از بهبود کیفیت افشاء، موجب بهبود اطلاعات حسابداری است لذا فعالان بازار سرمایه و اعتباردهندگان مالی می‌توانند به کیفیت افشاء اطلاعات و محافظه-کاری حسابداری توجه ویژه‌ای نمایند.

در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری محافظه‌کاری حسابداری از معیار گیولی و هاین (۲۰۰۰) استفاده شد. پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی، محافظه‌کاری حسابداری با استفاده از سایر معیارهای موجود اندازه‌گیری و تأثیر آن بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی مورد بررسی قرار گیرد.

## یادداشت‌ها

- 1-P.Neveu
- 2-Leuz & Verrecchia
- 3- Lafond& Watts
- 4- Feltham&Ohlson
- 5- Price
- 6- Basu
- 7- Beaver & Ryan
- 8-Ball &Shivakuma
- 9-Penman & Zhang
- 10-Givoly&Hyan
- 11-Francis et al
- 12-Guay&Verrecchina
- 13-Li

- 14-Chan et al
- 15-Lara et al
- 16-Famma&french
- 17-Artiach& Clarkson

## کتابنامه

### الف) فارسی

- ۱- ثقفی و نادری کرونندان. (۱۳۹۰). «محافظه‌کاری در گزارشگری مالی»، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، شماره ۲، ۲۸-۹.
- ۲- خالقی، نوید. (۱۳۸۹). «تأثیر محافظه‌کاری بر تعداد دفعات پیش‌بینی سود توسط مدیریت»، پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- ۳- رضایی، ناصر. (۱۳۸۸). «رابطه‌ی بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه‌ی سرمایه». پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد مبارکه.
- ۴- سازمان حسابرسی. (۱۳۷۲). «صورت‌های مالی اساسی». چاپ چهارم. نشریه‌ی شماره‌ی ۷۶.
- ۵- کردستانی، غلامرضا و حبیب امیر بیگی لنگرودی. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه‌ی عدم تقارن زمانی سود و MTB بعنوان دو معیار ارزیابی محافظه‌کاری»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره‌ی ۵۲، ۱۰۶-۸۹.
- ۶- محمدجانی. (۱۳۸۴). «بررسی رابطه‌ی بین سطح افشای اطلاعات با هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی». پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- ۷- نوروش، ایرج و سید علی حسینی. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه‌ی بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به موقع بودن) و مدیریت سود». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۵، ۱۳۴-۱۱۷.
- ۸- نوو، ریموند پی. (۱۹۸۹). ترجمه‌ی علی جهانخانی و علی پارساییان، مدیریت مالی، تهران، انتشارات سمت.

### ب) انگلیسی

- 9- Artiach, C. and P.M. Clarkson, (2010), Conservatism, Disclosure and the Cost of Equity Capital, <http://www.ssrn.com>

- 10-Ball, R., Shivakumar, L., (2005). Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal Of Accounting & Economics*, 39, 83-105.
- 11-Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24, pp. 3–38.
- 12-Beaver, W., Ryan, S. (2000). Biases and Lags in Book Value and their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. *Journal of Accounting Research* 38, pp. 127–148.
- 13-Chan. A. L, S.Lin and N.Strong, (2009), Accounting Conservatism and the Cost of Equity Capital: UK Evidence. *Managerial Finance*, 35(4) :325-345.
- 14-Feltham, G., and J. A. Ohlson. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*. 11, pp. 689-731.
- 15-Francis, J., LaFond, R.Z., Olsson, P. and K. Schipper, (2004). Cost of Capital and Earnings Attributes, *Accounting Review* 79 (4), PP. 967-1010.
- 16-Givoly, D., Hayn, C. (2000). The Flows and Accruals: Changing Time-series Properties of Earnings, Cash has Financial Accounting Become more Conservative?, *Journal of Accounting and Economics*, 29, pp. 287–320.
- 17-Guay, W. and R.E. Verrecchia, (2007), Conservatism Disclosure. *Working Paper*.
- 18-Lara. J., B. Osma, F. Penalva, (2010). Conditional Conservatism and Cost of Capital. *Review of Accounting Studies*, Forthcoming, Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
- 19-LaFond, R., Watts, R.L. (2008). The Information Role of Conservatism, *The Accounting Review* 83, pp. 447–478.
- 20-Li, J., (2009). Accounting Conservatism, Information Uncertainty and Analysts' Forecasts, *Working Paper*, Columbia University.

- 21 -uz,C., and R.Verrecchia. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Working Paper*. University of Pennsylvania
- 22 -Penman, S.H., Zhang, X.-J. (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review* 77, pp. 237-264.
- 23-Price, R. A. (2005). Accounting Conservatism and the Asymmetry in the Earning Response to Current and Lagged Returns; on line, [Http://www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).