

بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شکراله خواجوی^۱، وحید علیزاده‌طلاتیپه^۲

چکیده

شرکت‌ها از افشای داوطلبانه در جهت آگاه‌سازی هرچه بیش‌تر و کاهش برداشت نامطلوب ذینفعان در مورد چشم‌اندازهای آتی شرکت، بهره می‌برند. ارائه اطلاعات داوطلبانه در مورد شناسایی، اندازه‌گیری و افشای اقلام حسابداری در صورت‌های مالی باعث جذب سرمایه‌گذاران می‌شود و به طور مؤثری به بهبود وضعیت مالی و چهره مدیریتی شرکت کمک می‌کند. هدف این پژوهش، بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای داوطلبانه، از چک‌لیست بوتوسان (۱۹۹۷) تعدیل شده به وسیله کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۸) استفاده شد که شامل ۷۱ شاخص در شش بخش کلی پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج مهم تاریخی، آماره‌های اصلی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی و بحث و تحلیل مدیریت است. همچنین، اندازه‌گیری هزینه سرمایه، با استفاده از مدل گوردون انجام شده است. در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، اطلاعات ۱۲۲ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفته و فرضیه‌های پژوهش، از طریق رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی آزمون شد. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: سطح افشای داوطلبانه، هزینه سرمایه، بازار سرمایه.

طبقه‌بندی موضوعی: E۲۲، M۴۱

۱. دانشیار حسابداری دانشگاه شیراز

۲. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز

تاریخ دریافت مقاله: ۹۴/۳/۲۱

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۴/۶/۹

نویسنده مسئول: شکراله خواجوی

shkhajavi@rose.shirazu.ac.ir

۱. مقدمه

به منظور به دست آوردن اعتماد سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، شرکت‌ها نیاز به افزایش شفافیت^۱ در ارائه اطلاعات (اعم از مالی و غیرمالی) دارند. به منظور افزایش شفافیت، شرکت‌ها می‌توانند تصمیم به گسترش سیاست‌های افشای^۲ خود و به تبع آن افشای داوطلبانه^۳ به عنوان یک ابزار مهم اقتصادی، بگیرند. همانطور که هیلی و پالپو (۲۰۰۱) بیان کردند: "افشا و گزارشگری مالی ابزار مهمی برای مدیران، در راستای برقراری ارتباط بین حاکمیت و عملکرد شرکت با سرمایه‌گذاران خارجی، هستند." همچنین تلاش استانداردها و قانون‌گذاران برای تدوین استانداردها و مقرراتی که آزادی عمل مدیران در دستکاری اطلاعات حسابداری را کاهش دهد، نیز می‌تواند بهبود روند گزارشگری مالی و متعاقب آن تخصیص بهینه منابع اقتصادی را در بازار سرمایه ایران موجب گردند (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳). مزیت‌های اصلی افشای داوطلبانه از دید هیأت استانداردهای حسابداری مالی^۴ (۲۰۰۱) عبارتند از: کاهش متوسط هزینه سرمایه، افزایش اعتبار، دسترسی به بازارهای نقدی بیش‌تر، تصمیم‌گیری‌های بهتر در مورد سرمایه‌گذاری و خطر کم‌تر در رابطه با دعوی قانونی به دلیل افشای ناکافی. با افشای اطلاعات خصوصی^۵ و بهبود کیفیت افشا، شرکت‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه سرمایه را کاهش دهند (آمیهود و مندلسون، ۱۹۸۶). اما از طرفی دیگر، محدودیتی که در زمینه افشای گسترده اطلاعات داوطلبانه وجود دارد، ناشی از وضعیت رقابت پویایی است که در بازار محصولات برقرار است. افشای وسیع اطلاعات انحصاری و گزارش نتایج اقتصادی تصمیمات بلند مدت امکان دارد به موقعیت رقابتی واحد تجاری لطمه وارد کند و رقابتی شرکت از وجود این اطلاعات به نفع خود استفاده کنند. مدیریت باید در خصوص ارائه اطلاعات به بازار سرمایه و بازار رقابتی محصولات، تعادل برقرار نماید (ایزدی‌نیا، ۱۳۷۷-۱۳۷۶).

افشای داوطلبانه اشاره به اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت‌ها دارد که مدیریت شرکت به صورت داوطلبانه به بازار سرمایه ارائه می‌کند؛ اطلاعاتی که توسط قانون یا مقررات، لزومی به ارائه آن‌ها وجود ندارد. در این راستا، هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه اطلاعات بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این نوشتار با مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط با موضوع و همچنین روش پژوهش و فرضیه‌های برگرفته از مسئله ادامه می‌یابد و پس از آن نتایج آزمون فرضیه‌ها مطرح شده و در

1. Transparency
2. Disclosure Policies
3. Voluntary Disclosure
4. The Financial Accounting Standard Board
5. Private Information

نهایت با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، مبانی نظری و پیشینه مطرح شده، نتیجه‌گیری شده و با ذکر پیشنهادها به پایان می‌رسد.

۲. مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در محدودترین مفهوم، افشای اطلاعات شامل بحث و تحلیل‌های مدیریت، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و صورت‌حساب‌های مکمل است (هندریکسن و ون‌بردا، ۱۹۹۲). از دیدگاه گسترده‌تر، افشا به ارائه اطلاعات در صورت‌های مالی و موارد تکمیلی شامل یادداشت‌ها، رویدادهای پس از تاریخ ترازنامه، بحث و تحلیل‌های مدیریت درباره عملیات سال آینده، پیش‌بینی‌های مالی و عملیاتی، خلاصه رویه‌های با اهمیت حسابداری و صورت‌های مالی اضافی اشاره دارد (ولک و همکاران، ۲۰۰۴). افشای اطلاعات دو جنبه ایجاد اطمینان و معامله آگاهانه را فراهم می‌سازد (متین فرد، ۱۳۹۲). میک و همکاران (۱۹۹۵) افشای داوطلبانه را اینگونه تعریف کردند: "افشای مازاد بر الزام اطلاعاتی که نشان‌دهنده انتخاب‌های آزاد بخش مدیریت در مورد ارائه‌ی اطلاعات حسابداری و سایر اطلاعاتی از شرکت است که مربوط به نیازهای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان از گزارشات مالی پنداشته می‌شود." چوی (۱۹۷۳) بیان کرد که بزرگ‌ترین محرک برای افشای داوطلبانه اطلاعات توسط مدیران این است که آن‌ها نیاز به افزایش سرمایه از طریق حداقل هزینه ممکن را دارند. به این ترتیب، انگیزه چنین رفتارهایی، توجه زیادی را به سمت خود معطوف ساخته است که در نتیجه باعث جذاب شدن موضوع افشای داوطلبانه شده است. شرکت‌هایی که برنامه‌هایی برای تأمین مالی خارج از شرکت دارند، دست به افشای داوطلبانه می‌زنند تا با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بتوانند هزینه سرمایه خود را کاهش دهند. کیلی (۱۹۸۵) معتقد است که میزان مبادله آگاهانه به صورت متناسب با میزان مورد انتظار مبادله‌های غیر آگاهانه تغییر پیدا می‌کند. نتیجه خالص این است که میزان نسبی مبادله آگاهانه ثابت باقی می‌ماند، حتی اگر میزان مورد انتظار مبادله غیر آگاهانه تغییر کند. با این وجود، 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 سطح افشای بالاتر با مبادله آگاهانه نسبی کمتر مرتبط است که آن نیز به نوبه خود، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. 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، ۲۰۱۲). پژوهش نظری پیشین (بوتوسان، ۱۹۹۷) نشان داد که سیاست افشا با هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه منفی دارد. دو طیف از تحقیقات نظری از رابطه منفی بین سطح

افشا و هزینه سرمایه حمایت می‌کند. اول اینکه افشای بیش‌تر، نقدینگی^۱ را در بازار اوراق بهادار افزایش می‌دهد و از این طریق باعث کاهش در هزینه سرمایه چه از طریق کاهش در هزینه سرمایه، چه از طریق کاهش در هزینه معاملات و چه از طریق افزایش تقاضا برای اوراق بهادار شرکت‌ها، می‌شود (دمستز، ۱۹۶۸؛ کاپلند و گالای، ۱۹۸۳؛ گلوستن و میلگرام، ۱۹۸۵؛ آمیهود و مندلسن، ۱۹۸۶ و دیاموند و ورچیا، ۱۹۹۱). طیف دوم بیان می‌کند که افشای بیش‌تر، ریسک برآوردی برخاسته از برآورد سرمایه‌گذاران از پارامترهای بازده دارایی‌ها یا نحوه بازپرداخت را کاهش می‌دهد (بوتوسان، ۲۰۰۶؛ بری و براون، ۱۹۸۵؛ کولز و لونشتین، ۱۹۸۸؛ و هاندا و لین ۱۹۹۳).

تصمیمات افشای داوطلبانه مدیران بر اساس میزان تأثیرگذاری چنین افشاهایی بر هزینه سرمایه، ریسک اطلاعاتی و کاهش عدم اطمینان در خصوص دورنمای آتی شرکت صورت می‌پذیرد؛ زیرا سطح افشای داوطلبانه به طور مستقیم یا غیر مستقیم از طریق تأثیر بر هزینه حقوق صاحبان سهام و جریان‌های نقدی، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (پلاملی و مارشال، ۲۰۰۸).

شواهد تجربی براون و همکاران (۲۰۰۴) نیز مؤید این ادعا است. دومین تأثیری که افشا بر عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه می‌گذارد، تغییر دادن انگیزه جستجو برای اطلاعات خصوصی است (براون و هایلجیست، ۲۰۰۷). نتایج پژوهش ورچیا (۱۹۸۲) نیز 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. همچنین، دیاموند (۱۹۸۵) به این نتیجه رسید که انگیزه‌های سرمایه‌گذاران برای تحصیل اطلاعات خصوصی با افزایش افشای اطلاعات عمومی توسط شرکت‌ها، کاهش می‌یابد. با توجه به اینکه هزینه سرمایه از مهم‌ترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی است، ارائه مدل‌های قابل اتکا برای احتساب هزینه در بازار سرمایه ایران، همانند بازار سرمایه سایر کشورها، یک ضرورت به نظر می‌رسد، زیرا بدون داشتن هزینه سرمایه دقیق و قابل اتکا، ارزیابی‌ها صحیح نخواهد بود و ارزیابی نادرست می‌تواند پیامدهای نامطلوبی داشته باشد (عثمانی، ۱۳۸۱).

با مروری بر ادبیات حسابداری در زمینه افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت‌ها، می‌توان قدمت این پژوهش‌ها را در دهه هشتاد میلادی ردیابی کرد. در یکی از اولین پژوهش‌های انجام شده، چاو و وانگ-بورن (۱۹۸۷) رویه‌های افشای مالی داوطلبانه شرکت‌های مکزیکی و رابطه حدود افشا با اندازه، اهرم مالی و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها را مورد بررسی قرار دادند.

یافته‌های پژوهش حاکی از وجود تفاوت زیاد در میزان افشای داوطلبانه شرکت‌های مورد بررسی است و رابطه مثبت و معناداری بین اندازه شرکت و حدود افشا وجود دارد، ولی رابطه اهرم مالی و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها با حدود افشا معنادار نمی‌باشد.

بوتوسان (۱۹۹۷) به بررسی سطح افشا و هزینه سرمایه ۱۲۲ شرکت تولیدی در آمریکا پرداخت. در این پژوهش که با استفاده از گزارش‌های مالی سال ۱۹۹۰ انجام شد، وی به این نتیجه رسید که در شرکت‌هایی که کم‌تر در معرض توجه تحلیل‌گران هستند، سطح افشا با هزینه سرمایه رابطه منفی دارد و نیز برای شرکت‌هایی که بیش‌تر در معرض توجه تحلیل‌گران هستند، شواهدی از وجود رابطه بین سطح افشا و هزینه سرمایه مشاهده نکرد.

ریاحی‌بلکویی (۲۰۰۱) به بررسی عوامل مؤثر بر افشای داوطلبانه اطلاعات توسط شرکت‌ها پرداخت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که رابطه مثبت و معناداری بین اندازه، فرصت‌های رشد (مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری) و بین‌المللی بودن (نسبت سود خارجی به کل سود) با میزان افشای داوطلبانه وجود دارد.

بوسو و کومار (۲۰۰۷) عوامل مؤثر بر افشای داوطلبانه شرکت‌ها در ایتالیا و آمریکا را بررسی کردند. اطلاعات این پژوهش از طریق گزارشات هیئت مدیره و تجزیه و تحلیل مقطعی گزارشات مالی ۷۲ شرکت در سال مالی منتهی به ۳۱ دسامبر ۲۰۰۲، جمع‌آوری شد. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که علاوه بر اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران، عواملی مانند اتکای شرکت بر مدیریت افراد ذینفع، مربوط بودن دارایی‌های نامشهود و پیچیدگی بازار، هم حجم و هم کیفیت افشای داوطلبانه را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

لوپز و آلنکار (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین سطح افشا و هزینه سرمایه آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس برزیل پرداختند. در این پژوهش ۵۰ سهم با حجم معامله بالا برای سال‌های ۱۹۹۸، ۲۰۰۰، ۲۰۰۲، ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که افشا با هزینه سرمایه آتی شرکت‌های بازار بورس برزیل رابطه معناداری دارد. این رابطه برای برای شرکت‌هایی که کم‌تر مورد توجه تحلیل‌گران بودند و تمرکز مالکیت کم‌تری داشتند، قوی‌تر بود.

پترووا و همکاران (۲۰۱۲) رابطه میان هزینه سرمایه سهام عادی و افشای داوطلبانه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس سوئیس را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها ۱۲۱ شرکت از بازار اوراق بهادار سوئیس را در سال ۲۰۰۸ مورد بررسی قرار دادند و چنین نتیجه گرفتند که این شرکت‌های بورس می‌توانند هزینه سرمایه خود را با افزایش در سطح افشای داوطلبانه، کاهش

دهند. این نتیجه بعد از کنترل متغیرهایی مانند اندازه شرکت، اهرم مالی و صرفنظر از استراتژی گزارشگری شرکت‌ها (محافظه‌کارانه یا متهورانه)، تکرار شد.

سبیر و همکاران (۲۰۱۴) اثرات افشای داوطلبانه استراتژیک را بر هزینه سرمایه سهام عادی ۱۰۰ شرکت آلمانی، طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۸ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که سطوح بالاتر افشای داوطلبانه استراتژی‌های آتی شرکت به عنوان یکی از عواملی است که عدم تقارن اطلاعاتی را در بین ذینفعان شرکت، کاهش می‌دهد و از این منظر باعث کاهش هزینه سرمایه سهام عادی شرکت می‌گردد.

کانیزارو و وینر (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری بین‌المللی و افشای داوطلبانه در صنعت نفت پرداختند. ۷۰۲ شرکت از ۶۴ کشور برای دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۱ مورد مطالعه قرار گرفت و چنین نتیجه‌گیری شد که شرکت‌ها زمانی که با ریسک سیاسی و معاملات برون مرزی روبرو هستند، میزان افشای کم‌تری دارند و نیز زمانی که در معرض انتظارات اجتماعی بالایی از سوی جامعه در رابطه شفافیت باشند، سطح افشای داوطلبانه آن‌ها بالا می‌رود.

با توجه به این که در ایران پژوهشی که به بررسی روابط بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداخته باشد یافت نشد، در نتیجه، در این قسمت فقط مواردی از پژوهش‌های داخلی بیان می‌شود که تا حدودی مرتبط با موضوع این پژوهش هستند.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف پرداختند. در این راستا ۲۳۹ شرکت تولیدی در سال ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفت. افشای اختیاری توسط ۷۱ شاخص تعیین گردید. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که مدل پژوهش، ۲۰ درصد از تغییرات افشای اختیاری را تبیین می‌کند. با این وجود، رابطه معناداری بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف یافت نشد.

خدمای‌پور و محرومی (۱۳۹۱) تأثیر افشای داوطلبانه را بر مربوط بودن سود هر سهم بررسی کردند. جامعه مورد بررسی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۸۹ می‌باشد. همچنین، در این پژوهش برای اندازه‌گیری سطح افشای شرکت‌ها از معیار جنسن^۱ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که افشای داوطلبانه اثر معناداری بر مربوط بودن سود هر سهم ندارد.

خواجوی و علیزاده‌طلاتپه (۱۳۹۴) به بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و رویدادهای واقعی در سطح ۱۲۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰، پرداختند. یافته‌های حاصل از این پژوهش نشان داد که سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها با

مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود مبتنی بر رویدادهای واقعی رابطه منفی معناداری دارد.

۳. فرضیه‌های پژوهش

در این قسمت در خصوص دستیابی به اهداف پژوهش و بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های زیر طراحی و تدوین شده است:

۱. میان سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه سهام عادی، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.
۲. میان سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه سود انباشته، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.
۳. میان سطح افشای داوطلبانه و هزینه بدهی‌ها، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش در هدف کاربردی و در روش توصیفی - همبستگی از نوع پس‌رویدادی است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. افزون بر این، امکان دستکاری متغیرهای مستقل وجود ندارد (نمازی، ۱۳۸۹). در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. برای نگارش و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری به گونه عمده از مجلات تخصصی داخلی و خارجی، و گردآوری سایر داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق صورت‌های مالی موجود در سایت سازمان بورس اوراق بهادار و نرم‌افزار تدبیرپرداز ۲ انجام شده است.

دوره مورد مطالعه از سال ۱۳۸۲ تا پایان سال ۱۳۹۰ و جامعه آماری پژوهش حاضر تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از نمونه‌گیری آماری استفاده نمی‌شود؛ اما شرایط زیر برای انتخاب نمونه قرار داده شده است:

۱. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ تغییر سال مالی و توقف عملیات نداشته باشد.
۳. اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت‌ها به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.
۴. تا پایان سال مالی ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۵. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبردی شرکتی در آن‌ها متفاوت است.

بر اساس معیارهای بالا، نمونه آماری پژوهش ۱۲۲ شرکت را در بر می‌گیرد. لازم به ذکر است که متغیرهای این پژوهش با نرم‌افزار Excel نسخه ۲۰۰۷ محاسبه و سپس تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش، به همراه نتایج آن نیز با توجه به خروجی‌های به دست آمده از نرم‌افزارهای Minitab نسخه ۱۶ و Eviews نسخه ۷ انجام شده است.

۴.۱. متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

متغیرهای این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها، به سه گروه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی تقسیم می‌شوند که در ادامه کلیه این متغیرها تشریح می‌شود.

۴.۱.۱. متغیرهای وابسته

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش متغیرهای هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته و هزینه بدهی‌ها به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده است. هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که تحصیل آن برای حفظ ارزش بازار شرکت (یا قیمت سهام آن) ضروری است. هزینه سرمایه شرکت باید بر اساس ارزش بازار بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت و نه ارزش دفتری آن‌ها محاسبه شود. استفاده از ارزش دفتری برای محاسبه هزینه سرمایه، به محاسبه کمتر از واقع هزینه سرمایه برای شرکت‌ها و محاسبه بیش‌تر از واقع ارزش افزوده اقتصادی منجر خواهد شد (گیسر و لیبنبرگ، ۲۰۰۳). کوتینیو و همکاران (۲۰۱۲) و هرن و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهش خود از مدل گوردون^۱ برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه استفاده کرده‌اند. در این پژوهش نیز از این مدل برای برآورد هزینه سرمایه استفاده خواهد شد. ارقام تشکیل دهنده هزینه سرمایه شرکت‌ها در ایران عبارتند از: هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته و هزینه بدهی.

الف) هزینه سرمایه سهام عادی

هزینه سرمایه سهام عادی حداقل نرخ بازدهی است که سهامداران به دست می‌آورند تا ارزش شرکت حفظ شود. بر اساس مدل گوردون، قیمت سهام را می‌توان با استفاده از روش زیر به دست آورد:

$$K_s = (D_1 / P_0) + g \quad \text{مدل (۱)}$$

1. Gordon

که در این رابطه، K_s ، نرخ هزینه سهام عادی موجود؛ D_1 ، سودی که در پایان سال اول پرداخت می‌شود؛ P_0 ، ارزش سهام عادی (ابتدای دوره) و g ، نرخ رشد (که در مدل گوردون، در طول زمان ثابت فرض می‌شود) است و از طریق پیش‌بینی نرخ انباشت سود (نسبت تقسیم سود- 1) و ضرب آن در بازده حقوق صاحبان سهام مورد انتظار، محاسبه می‌شود (بیکر و پاول، ۲۰۰۵). هزینه سهام عادی جدید از سهام عادی موجود بیش‌تر است، زیرا مشمول هزینه‌های مربوط به فروش و انتشار سهام جدید نیز خواهد بود. اگر f بیانگر هزینه انتشار و به صورت درصدی از قیمت فروش سهام باشد، فرمول مربوط به محاسبه هزینه سهام عادی جدید (K_e) به صورت زیر خواهد بود (وستون و بریگام، ۱۹۷۵: ۶۰۲-۶۰۳):

$$K_e = [D_1 / P_0(1-f)] + g \quad \text{مدل (۲)}$$

ب) هزینه سرمایه سود انباشته

برای محاسبه هزینه سرمایه سود انباشته، معمولاً سود انباشته را سودی می‌پندارند که باید به صاحبان سهام عادی پرداخت شود ولی شرکت به نمایندگی از جانب آن‌ها مجدداً آن را سرمایه‌گذاری می‌کند. بنابراین، آن‌ها انتظار دارند نرخ بازدهی این وجوه دست کم برابر با نرخ باشد که عاید سهام عادی می‌شود. در نتیجه، هزینه سرمایه سود انباشته، با هزینه سرمایه سهام عادی برابر است. ولی از آنجا که چیزی به نام هزینه‌های انتشار سهام وجود ندارد، برای محاسبه از قیمت کنونی سهام عادی در بازار استفاده می‌شود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۷).

$$K_r = [D_0(1+g) / P_0] + g \quad \text{مدل (۳)}$$

که در این رابطه، K_r ، هزینه سرمایه سود انباشته و D_0 ، سودی است که در ابتدای سال اول پرداخت می‌شود.

ج) هزینه بدهی

در محاسبه هزینه سرمایه، نرخ هزینه بدهی بعد از مالیات به عنوان هزینه بدهی مورد استفاده قرار می‌گیرد و این نرخ عبارت است از نرخ هزینه بدهی پس از کم کردن صرفه‌جویی مالیاتی که طبق رابطه زیر محاسبه می‌شود (بریگام و اهره‌ارت، ۲۰۱۰):

$$K_d = k_d (1-T) \quad \text{مدل (۴)}$$

که در این رابطه، K_d ، نرخ هزینه نهایی بدهی؛ k_d ، نرخ بهره و T ، نرخ مالیات است.

۴.۱.۲. متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش، سطح افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت‌ها است. سطح افشای داوطلبانه بر اساس شاخص‌های پیشنهادی توسط بوتوسان (۱۹۹۷) که برگرفته از نظرات کمیته جنکینز بود، اندازه‌گیری می‌شود. در مدل بوتوسان، شاخص‌های مورد استفاده از طریق گزارشات راهبری شرکتی و نیز ارقام رتبه‌بندی شرکت‌های آمریکایی استخراج شده بود. به دلیل فقدان موارد مذکور در ایران، و با توجه به این که سازمان حسابرسی کتابچه‌ای تحت عنوان فرمت نمونه گزارشگری منتشر نموده و شرکت‌ها در تهیه و گزارش اطلاعات به شاخص‌های مندرج در آن تکیه می‌کنند، این امر امکان افشای اطلاعات داوطلبانه در متن صورت‌های مالی را محدود نموده است. لذا برای استخراج شاخص‌های افشای داوطلبانه اطلاعات به گزارش فعالیت هیأت مدیره شرکت‌ها اتکا گردید (کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۸۸). نهایتاً، برای اندازه‌گیری سطح افشای داوطلبانه، پرسشنامه تعدیل شده بوتوسان توسط کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۸) مورد استفاده قرار گرفت. شاخص‌ها پس از بررسی از نظر الزامی نبودن مطابق استانداردهای حسابداری یا قانونی در شش بخش کلی (شامل ۷۱ شاخص) پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج تاریخی مهم، آماره‌های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی و بحث و تحلیل مدیریت تعیین گردیدند. امتیاز افشای داوطلبانه از تقسیم مجموع امتیاز حاصله از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می‌آید. اجزای تشکیل دهنده و نحوه امتیازدهی هر کدام در پیوست مقاله ارائه شده است.

۴.۱.۳. متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مسأله پژوهش مؤثرند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون به شرح زیر تعیین شدند:

۱. اندازه شرکت: شرکت‌های بزرگ‌تر اطلاعات بیشتری افشا می‌کنند و این باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه می‌شود (کایرنی، ۲۰۰۳). اندازه شرکت به وسیله لگاریتم طبیعی فروش سالانه محاسبه می‌شود.
۲. اهرم مالی: به حد و اندازه‌ای که یک شرکت از طریق وام یا استقراض، تأمین مالی نموده است، دلالت دارد. یکی از مهم‌ترین مقیاس‌های اهرم، نسبت بدهی است که از تقسیم بدهی‌ها به دارایی‌ها به دست می‌آید (بزرگ‌اصل، ۱۳۸۵). در مدل تجربی هیل (۲۰۰۲)، اهرم مالی به عنوان یکی از متغیرهای تأثیرگذار بر هزینه سرمایه عنوان شده است و رابطه مثبت

معنادار اهرم مالی با هزینه سرمایه در پژوهش‌های تجربی مانند گبهارت و همکاران (۲۰۰۱) و بوتوسان و پلاملی (۲۰۰۲)، تصدیق شده است.

۴.۲. مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های اول، دوم و سوم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است.

$$\text{COC}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LVD}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \varepsilon \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن:

COC: عبارت است از معیارهای هزینه سرمایه.

LVD: عبارت است از سطح افشای داوطلبانه.

SIZE: عبارت است از اندازه شرکت.

LEV: عبارت است از اهرم مالی.

ε: عبارت است از مقدار باقیمانده.

۵. یافته‌های پژوهش

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
هزینه سرمایه سهام عادی	۰/۷۲۹۱	۰/۵۸۹۸	۳/۲۷۶۰	۰/۰۳۵	۰/۶۳۴۸
هزینه سرمایه سود انباشته	۲/۴۱۶۱	۲/۲۸۱۱	۸/۵۷۲۶	۰/۰۸۵	۱/۵۷۴۱
هزینه بدهی	۳/۶۶۶۲	۳/۴۰۷۲	۱۲/۹۳۲۷	۱/۱۶۰۱	۱/۱۳۹۲
سطح افشای داوطلبانه	۰/۳۳۲۶	۰/۳۲۸۳	۰/۵	۰/۱۳۴۳	۰/۰۷۵۶
اندازه شرکت	۱۲/۶۳۹۶	۱۲/۵۰۶	۱۷/۸۰۸۸	۹/۱۵۵۴	۱/۲۸۲۵
اهرم مالی	۰/۶۴۹۲	۰/۶۵۲۲	۰/۹۴۱۰	۰/۰۷۵۵	۰/۱۹۱۷

طبق اطلاعات جدول ۱، میانگین سطح افشای داوطلبانه نشان‌دهنده آن است که به طور میانگین، شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران به لحاظ سطح افشای داوطلبانه تقریباً ۳۳ درصد از کل نمره‌های سطح افشای داوطلبانه (حداکثر ۱۳۴ امتیاز) را کسب می‌کنند. میزان میانگین

اهرم مالی نشان‌دهنده آن است که بیش از نیمی از دارایی شرکت‌ها، از محل بدهی تأمین شده است.

به منظور آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته و جمله خطا از آزمون جاراک- برا^۱ در نرم‌افزار Eviews7 استفاده شده است. اگر احتمال آماره کم‌تر از ۰/۰۵ باشد، فرضیه^۲ H_0 مبنی بر نرمال بودن جمله خطا و متغیر وابسته رد می‌شود. احتمال آماره داده‌های اولیه کم‌تر از ۰/۰۵ به دست آمد که حاکی از نرمال نبودن متغیرهای وابسته هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته و هزینه بدهی است که احتمال این آماره با نرمال‌سازی با استفاده از تبدیل جانسون^۳ در نرم‌افزار Minitab16، به ترتیب به ۰/۸۴۶، ۰/۲۶۵ و ۰/۸۹۰ افزایش یافت که بر این اساس، فرضیه^۲ مبنی بر نرمال بودن جمله خطا و متغیر وابسته پذیرفته می‌شود.

بر اساس آزمون‌های ریشه واحد تلفیقی، چنانچه معناداری آماره^۴ آزمون کم‌تر از ۰/۰۵ باشد، متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا هستند. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون لوین، لین و چو در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون لوین، لین و چو

متغیر	آماره آزمون	معناداری
هزینه سرمایه سهام عادی	-۱۶/۰۱۴۲	۰/۰۰۰۰
هزینه سرمایه سود انباشته	-۷/۴۷۰۷	۰/۰۰۰۰
هزینه بدهی	-۲۲/۷۷۰۵	۰/۰۰۰۰
سطح افشای داوطلبانه	-۲۱/۴۴۵۳	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۲۲/۸۱۷۸	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۲۲/۷۳۲۸	۰/۰۰۰۰

همانطور که ملاحظه می‌شود، کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در طی دوره پژوهش پایا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. سپس، آزمون چاو، برای انتخاب از بین روش داده‌های تلفیقی و روش اثرات ثابت و آزمون

1. Jarque-Bera
2. Johnson

هاสมن برای انتخاب از بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی، اجرا شد. نتایج به دست آمده از این آزمون‌ها در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون انتخاب نوع مدل فرضیه

نوع مدل برازش شده	هاسمن	چاو	آزمون فرضیه	آماره آزمون
اثرات تصادفی	۵/۰۱۱۰۳۹	۳/۸۴۱۱۱۰	۱	آماره آزمون
	۰/۱۷۱۰	۰/۰۰۰۲		معناداری
اثرات ثابت	۳۲/۵۳۸۳۳۰	۷۰/۵۷۹۱۵۷	۲	آماره آزمون
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰		معناداری
اثرات ثابت	۵۹/۸۳۶۹۲۷	۷/۴۶۲۸۲۷	۳	آماره آزمون
	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰		معناداری

جدول ۴، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های ۱ تا ۳ را با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی به روش برازش شده در جدول ۳ نشان می‌دهد. همانطور که ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر معنادار بودن کلی مدل رگرسیون است. نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین - واتسون نیز بیانگر نبود خطاهای خودهمبستگی مدل است که می‌توان نتیجه گرفت اجزای خطا در مدل همبستگی معنی‌داری با هم نداشته و رفتاری مستقل از هم دارند.

با توجه به نتایج حاصل از بررسی ضرایب متغیرها که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود، مقدار معناداری آماره t (با اطمینان ۰/۹۵) مربوط به متغیر مستقل بیانگر این است که بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه (هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته و هزینه بدهی) رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین، با توجه به معنادار نبودن متغیر مستقل، فرضیه اصلی پژوهش پذیرفته نمی‌شود.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های فرعی با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی

نتایج آزمون فرضیه ۳		نتایج آزمون فرضیه ۲		نتایج آزمون فرضیه ۱		متغیرهای وابسته
هزینه بدهی		هزینه سرمایه سود انباشته		هزینه سرمایه سهام عادی		
آماره t (معناداری)	ضرائب	آماره t (معناداری)	ضرائب	آماره t (معناداری)	ضرائب	متغیرهای توضیحی
-۰/۶۴۱۶۸۵ (۰/۵۲۱۲)	-۰/۲۵۶۸	-۰/۰۴۰۱۱ (۰/۹۶۸۰)	-۰/۰۲۳۴۷	۰/۶۲۷۵۳۷ (۰/۵۳۰۵)	۰/۲۶۷۷	سطح افشای داوطلبانه
-۰/۷۷۴۵۶۳ (۰/۴۳۸۸)	-۰/۰۱۸۷	۲۲/۹۹۰۸۶ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۸۵۷۰	۶/۳۵۹۹۵۲ (۰/۰۰۰۰)	۰/۱۶۷۸	اندازه شرکت
۸/۹۷۶۷۲۷ (۰/۰۰۰۰)	۱/۴۳۵۶	-۱۱/۱۸۱۵ (۰/۰۰۰۰)	-۲/۹۰۰۷	-۵/۳۳۲۷۱۳ (۰/۰۰۰۰)	-۰/۹۵۸۸	اهرم مالی
-۱/۹۷۷۲۹۴ (۰/۰۴۸۳)	-۰/۶۱۸۲	-۱۵/۷۱۴۲ (۰/۰۰۰۰)	-۷/۳۱۶۶	-۴/۷۴۸۹۷۸ (۰/۰۰۰۰)	-۱/۶۲۸۵	مقدار ثابت
-۰/۱۰۹۷۰۱	۰/۱۱۹۱۹۱	۰/۶۳۲۶۳۳	۰/۶۳۶۷۲۷	۰/۰۶۲۱۷۷	۰/۰۶۵۰۶۲	R^2_{adj} و R^2
۰/۰۰۰۰۰	۱۲/۵۶۰۱۴	۰/۰۰۰۰۰	۱۵۵/۵۱۶۹	۰/۰۰۰۰۰	۲۲/۵۴۷۱۷	آماره F و سطح معناداری
۲/۰۴۱۶۵۶		۱/۸۲۹۰۶۱		۱/۹۵۹۲۸۴		آماره دوربین واتسون

بین متغیر کنترلی اهرم مالی با هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه سرمایه سود انباشته، رابطه منفی و معنادار، و بین متغیر کنترلی اهرم مالی و هزینه بدهی، رابطه مثبت و معنادار مشاهده می‌شود. همچنین، بین متغیر کنترلی اندازه شرکت و هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه سرمایه سود انباشته شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، اما بین اندازه شرکت و هزینه بدهی‌ها رابطه معناداری مشاهده نمی‌شود.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

استنباط کلی از یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که هزینه سرمایه شرکت‌ها بیش‌تر تحت تأثیر شرایط تورمی اقتصاد کشور و عدم کارایی بازار بورس ایران (نمازی، ۱۳۸۲) و ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، مانند اهرم مالی و اندازه شرکت است، تا اقدامات و تصمیم‌های مدیریتی در جهت افشای داوطلبانه اطلاعاتی که صرفاً برای آگاهی بیش‌تر ذینفعان از جزئیات وضعیت شرکت ارائه می‌شود و ضرورتی برای افشای آن‌ها از دید قانونگذار وجود ندارد. بر طبق یافته‌های پژوهش، افشای داوطلبانه اطلاعات توسط شرکت‌های بررسی شده، به طور جدی از طرف سرمایه‌گذاران

مورد توجه قرار نگرفته است و به دلیل فقدان تحلیل‌گران مالی، میزان افشای داوطلبانه شرکت‌ها نتوانسته است میزان عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه و در نتیجه، هزینه سرمایه شرکت‌ها را به‌طور قابل توجهی تغییر دهد. از یک طرف، میانگین سطح افشای داوطلبانه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس ایران (طبق جدول ۱) که در حالت بیشینه امتیاز ۰/۵ از ۱ کسب کرده‌اند، نشان می‌دهد که سطح افشای داوطلبانه این شرکت‌ها به حدی پایین است که نمی‌توان تنها با تکیه بر این معیار، رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش در بازار بورس (که از معیارهای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی است) و در نتیجه، هزینه سرمایه این شرکت‌ها را به صورت معناداری توجیه کرد. از طرفی دیگر می‌توان چنین استدلال کرد که گزارشات سالانه، شکل تاریخی افشای داوطلبانه هستند و امروزه شرکت‌ها می‌توانند از طرق دیگری مانند وب‌سایت‌ها، روزنامه‌ها و همایش‌های عمومی که ماهیت بهنگام‌تری دارند، دست به افشای داوطلبانه بزنند. در نتیجه، این نوع از افشای داوطلبانه می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها داشته باشد و با وارد کردن این دسته از متغیرها در مدل فرضیه‌ها، نتایج متفاوتی از یافته‌های این پژوهش به‌دست آید. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های این پژوهش با نتایج پژوهش‌های بوتوسان (۱۹۹۷)، لویز و آلنکار (۲۰۱۰) و پترووا و همکاران (۲۰۱۲)، مغایرت دارد. با توجه به این که در ایران پژوهشی که به بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداخته باشد یافت نشد، در نتیجه مقایسه یافته‌های پژوهش حاضر با سایر پژوهش‌های داخلی، عملاً امکان‌پذیر نیست.

در نهایت لازم به ذکر است که در این پژوهش به علت استفاده از داده‌های تاریخی و وجود نداشتن اطلاعات مورد نیاز و قابل اتکا برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، در مورد برخی از شرکت‌ها و نبود سابقه زیاد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، منجر به محدودیت نمونه آماری شد. همچنین، لازم به ذکر است که در این پژوهش به دلیل استفاده از داده‌های شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط را رعایت نمود.

۶.۱. پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود تا با بهبود رویه‌های افشا و ایجاد ساز و کارهای مناسب برای ارائه اطلاعات آگاهی‌بخش به سرمایه‌گذاران، به آن‌ها کمک شود تا به‌جای تصمیم‌گیری بر پایه اطلاعات مالی و غیرمالی به‌دست آمده از منابع غیر رسمی، با ارائه میزان افشای داوطلبانه شرکت‌ها، و در نتیجه کاهش شکاف اطلاعاتی در بازار

سرمایه، به تصمیم‌گیری‌های آگاهانه فعالان بازار بورس در خصوص مبادلات خویش و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها کمک نمایند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که سیستم اطلاع‌رسانی جامع و مناسبی در بورس اوراق بهادار تهران ایجاد گردد، به طوری که با امتیازدهی به سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها و ارائه مشوق‌هایی در این خصوص، شرکت‌ها را به ارائه این اطلاعات ترغیب، و به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران کمک کند.

۶.۲. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. انجام این پژوهش با دیگر مدل‌های هزینه سرمایه مانند مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۹).
۲. انجام این پژوهش با دیگر معیارهای سطح افشای داوطلبانه نظیر معیار جنسن (۲۰۰۲).
۳. بررسی مقایسه‌ای موضوع پژوهش، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس نوع صنعت.
۴. تبیین عوامل مؤثر بر سطح افشای داوطلبانه اطلاعات.

۷. پیوست

شاخص‌های افشای داوطلبانه:

پیشینه اطلاعاتی: خلاصه‌ای از فعالیت‌ها- بیان اهداف یا طرح‌ها- بیان کلی استراتژی- اقدامات انجام شده در طی سال برای دستیابی به اهداف- اقدامات برنامه‌ریزی شده برای دست‌یابی در سال‌های آتی- برنامه زمانی برای دستیابی به اهداف- محیط رقابتی- تأثیر رقابت بر سودهای جاری- تأثیر رقابت بر سودهای آتی- توصیف کلی شرکت- محصولات یا خدمات اصلی تولید شده- مشخصه‌های ویژه آن‌ها- بازارهای اصلی- مشخصه‌های ویژه آن‌ها- تشریح کارخانجات/ انبارها- ساختار سازمانی- چارت سازمانی مدیریت.

خلاصه‌ای از عملکرد تاریخی: نسبت‌های سوددهی- نسبت‌های ساختار مالی- نسبت‌های نقدینگی- نسبت‌های دیگر- پیش‌بینی سود هر سهم- سنجش فروش‌ها- سنجش سود عملیاتی- سنجش سود خالص.

آماره‌های کلیدی غیرمالی: میانگین حقوق هر کارمند- میانگین سن کارکنان کلیدی- سهم از بازار محصولات یا خدمات اصلی- واحدهای فروش رفته مربوط به محصولات یا خدمات اصلی- قیمت فروش هر واحد مربوط به محصولات یا خدمات اصلی- میزان رشد در واحدهای فروش رفته مربوط به محصولات یا خدمات اصلی- فروش سر به سر مربوط به محصولات یا

خدمات اصلی - زمان انجام تولید یا تحویل - تشریح روش‌ها یا فوت و فن تولید - تشریح مشتری‌ها.

اطلاعات بخش‌ها: تشریح - دارایی‌ها - بدهی‌ها یا تامین مالی - استهلاک - سود عملیاتی - سرمایه‌گذاری - تحقیق و توسعه.

اطلاعات پیش‌بینی: مقایسه پیش‌بینی‌های قبلی سود با سودهای واقعی - مقایسه پیش‌بینی‌های قبلی فروش‌ها با فروش‌های واقعی - تأثیر فرصت‌های موجود بر فروش‌ها یا سودهای آتی - تأثیر پوشش ریسک شرکت بر فروش‌ها یا سودهای آتی - پیش‌بینی سهم از بازار - پیش‌بینی گردش وجه نقد - پیش‌بینی مخارج سرمایه‌ای - پیش‌بینی مخارج تحقیق و توسعه - پیش‌بینی سودهای آتی - پیش‌بینی فروش‌های آتی.

بحث و تحلیل مدیریت: توضیحاتی در خصوص تغییر در فروش‌ها - توضیحاتی در خصوص تغییر در درآمد عملیاتی - توضیحاتی در خصوص تغییر در بهای تمام شده کالای فروش رفته - توضیحاتی در خصوص تغییر در بهای تمام شده کالای فروش رفته به عنوان درصدی از فروش‌ها - توضیحاتی در خصوص تغییر در سود ناخالص - توضیحاتی در خصوص تغییر در سود ناخالص به عنوان درصدی از فروش‌ها - توضیحاتی در خصوص تغییر در هزینه‌های اداری و تشکیلاتی - توضیحاتی در خصوص تغییر در هزینه بهره یا درآمد بهره - توضیحاتی در خصوص تغییر در سود خالص - توضیحاتی در خصوص تغییر در موجودی کالا - توضیحاتی در خصوص تغییر در حساب‌های دریافتی - توضیحاتی در خصوص تغییر در مخارج سرمایه‌ای - توضیحاتی در خصوص تغییر در مخارج تحقیق و توسعه - توضیحاتی در خصوص تغییر در سهم از بازار - تفسیر نسبت‌های سوددهی - تفسیر نسبت‌های ساختار مالی - تفسیر نسبت‌های نقدینگی - تفسیر دیگر نسبت‌ها - تفسیر پیش‌بینی سود هر سهم.

توضیحاتی در خصوص سیستم وزنی:

پیشینه اطلاعاتی: به هر قلم گزارش شده یک امتیاز و در صورت کمی بودن نیز یک امتیاز دیگر تعلق می‌گیرد.

خلاصه‌ای از عملکرد تاریخی: در مورد نسبت‌ها و پیش‌بینی سود هر سهم، اگر اطلاعات دوره آخر (X) باشد یک امتیاز و نیز دوره (X-1) باشد یک امتیاز دیگر و امتیاز اضافی دیگر در صورتی که (X-2) باشد، تعلق می‌گیرد. برای فروش‌ها، درآمد عملیاتی و سود خالص، اگر با اشاره به (X-2) باشد یک امتیاز تعلق می‌گیرد.

آماره‌های کلیدی غیرمالی: دو امتیاز برای هر کدام از اطلاعات گزارش شده تعلق می‌گیرد.

اطلاعات بخش‌ها: یک امتیاز به هر یک از اقلام گزارش شده تعلق می‌گیرد.

اطلاعات پیش‌بینی: موارد کیفی ارقام ۱ و ۲ یک امتیاز و ارقام ۳ الی ۱۰ دو امتیاز و یک امتیاز برای ارقام کمی و یک امتیاز به ارقام ۹ الی ۱۰ برای اشاره به بخش (های) اصلی. بحث و تحلیل مدیریت: موارد کیفی ارقام ۱ الی ۱۴ یک امتیاز و یک امتیاز نیز به موارد کمی به استثنای فروش و درآمد عملیاتی تعلق می‌گیرد. دو قلم، اگر به بخش‌های اصلی اشاره شود یک و اگر بر مبنای سرجمع باشد نیم امتیاز تعلق می‌گیرد. ارقام ۱۵ الی ۱۹ اگر نسبت‌های X لحاظ شود یک و اگر روند نیز بررسی شود یک امتیاز اضافی تعلق می‌گیرد. امتیاز افشای داوطلبانه از تقسیم مجموع امتیاز حاصله از ۶ بخش بر کل امتیاز قابل دریافت یعنی ۱۳۴ به دست می‌آید.

منابع

الف) فارسی

- ایزدی نیا، ن. (۱۳۷۶-۱۳۷۷). "تأثیر تدابیر افشا مالی بر قیمت سهام". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ششم، (۲۲ و ۲۳)، ۱۱۲-۱۳۰.
- بزرگ‌اصل، م. (۱۳۸۵). حسابداری میانه- صورت‌های مالی. چاپ دوم، تهران: سازمان حسابرسی- مدیریت تدوین استانداردها.
- جهانخانی، ع. و پارسائیان، ع. (مترجمان)، (۱۳۸۷). مدیریت مالی، جلد دوم، تهران: انتشارات سمت.
- خدای پور، ا. و محرومی، ر. (۱۳۹۱). "تأثیر افشای داوطلبانه بر مربوط بودن سود هر سهم". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال پنجم، (۱۴)، ۱-۱۲.
- خواجوی، ش. و علیزاده‌طلاتیپه، و (۱۳۹۴). "بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی و رویدادهای واقعی". دانش حسابداری مالی، سال دوم، (۳)، ۲۳-۴۶.
- عثمانی، م.ق. (۱۳۸۱). شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن. رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- کاشانی‌پور، م.، رحمانی، ع. و پارچینی‌پارچین، س.م. (۱۳۸۸). "رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶ (۵۷)، ۸۵-۱۰۰.
- کامیابی، ی.، نوش‌آبادی، س.ز. و حق‌شناس، ح. (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر جریان‌های نقدی و سود هر سهم در پیش‌بینی سودهای تقسیمی". دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال سوم، (۹)، ۱۲۵-۱۳۳.
- متین‌فرد، م. (۱۳۹۲). "ارائه الگویی جهت تفکیک شرکت‌های موفق از ناموفق با به کارگیری متغیرهای مالی و غیرمالی در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال دوم، (۵)، ۱-۳۰.

نمازی، م. (۱۳۸۲). بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران. چاپ اول، تهران: انتشارات معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.

نمازی، م. (مترجم) (۱۳۸۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی، چاپ دوم، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

(ب) انگلیسی

Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986). "Asset Pricing and Bid-ask Spread". *Journal of Financial Economics*, 17 (2): 223-249.

Baker, H.K. and Powell, G.E. (2005). *Understanding Financial Management: A Practical Guide* (1sted). Australia: Blackwell Publishing.

Barry, T.C. and Brown, S. (1985). "Differential Information and Security Market Equilibrium". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (4): 407-422.

Boesso, G. and Kumar, K. (2007). "Drivers of Corporate Voluntary Disclosure: A Framework and Empirical Evidence from Italy and the United States." *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20 (2): 269-296.

Botosan, C. (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital". *Accounting Review*, 72 (3): 323-349.

Botosan, C. (2006). "Disclosure and the Cost of Equity Capital. What do we Know?" *Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum*, 36 (1): 31-40.

Botosan, C.A. and Plumlee, M.A. (2002). "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital". *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 21-40.

Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C. (2010). *Financial Management: Theory and Practice*. 13th Edition, New York: Cengage Learning Publisher.

Brown, S. and Hillegeist, S.A. (2007). "How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry". *Review of Accounting Studies*, 12 (2-3): 443-477.

Brown, S., Hillegeist, S.A. and Lo, K. (2004). "Conference Calls and Information Asymmetry". *Journal of Accounting & Economics*, 37 (3): 343-366.

Cairney, T.D. (2003). "Institutional Investors and Trading Volume Reactions to Management Forecasts of Annual Earnings". *Review of Accounting & Finance*, 2 (3) 91-112.

- Cannizzaro, A.P. and Weiner, R.J. (2015). "Multinational Investment and Voluntary Disclosure: Project-level Evidence from the Petroleum Industry". *Accounting, Organizations and Society*, 42 (1): 32-47.
- Choi, Frederick D.S. (1973). "Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market". *Journal of Accounting Research*, 11 (2) 159-175.
- Chow, C.W. and Wong-Boren, A. (1987). "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation". *The Accounting Review*, 62 (3): 533-541.
- Coles, J. and Loewenstein, W. (1988). "Equilibrium Pricing and Portfolio Composition in the Presence of Uncertain Parameters". *Journal of Financial Economics*, 22 (2) 279-303.
- Copeland, T. and Galai, D. (1983). "Information Effects on the Bid-ask Spread." *The Journal of Finance*, 38 (5): 1457-1469.
- Coutinho, J.R.R., Sheng, H.H. and Lora, M.I. (2012). "The Use of Fx Derivatives and the Cost of Capital: Evidence of Brazilian Companies." *Emerging Markets Review*, 13 (4): 411-423.
- Demsetz, H. (1968). "The Cost of Transacting". *Quarterly Journal of Economics*, 82 (1): 33-53.
- Diamond, D.W. (1985). "Optimal Release of Information by Firms". *The Journal of Finance*, 40 (4): 1071-1094.
- Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991). "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital". *The Journal of Finance*, 46 (4): 1325-1359.
- Fama, E. and French, K.R. (1999). "The Corporate Cost of Capital and Return on Corporate Investment". *The Journal of Finance*, 54 (6): 1939-1967.
- Financial Accounting Standards Board (2001). Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, <http://www.fasb.org>
- Gebhardt, W.R., Lee, C.M. and Swaminathan, B. (2001). "Toward and Implied Cost-of-capital". *Journal of Accounting Research*, 39 (1): 135-176.
- Geyser, M. and Liebenberg, I. (2003). "Creating a New Valuation Tool for South African Agricultural Co-operatives". *Agrekon*, 42 (2): 106-115.
- Glosten, L. and Milgrom, P. (1985). "Bid Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders". *Journal of Financial Economics*, 4 (1): 71-100.

- Gordon, M.J. (1962). "The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation". *The American Economic Review*, 52 (5): 1174-1176.
- Hail, L. (2002). "The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex-ante Cost of Capital for Swiss Firms". *European Accounting Review*, 11 (4): 741-773.
- Handa, P. and Linn, S. (1993). "Arbitrage Pricing with Estimation Risk". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (1): 81-100.
- Healy, P.M. and Palepu, K.G. (2001). "Information Assymetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature". *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3): 405-440.
- Hearn, B., Piesse, J. and Strange, R. (2012). "Islamic Finance and Market Segmentation: Implications for the Cost of Capital". *International Business Review*, 21 (1): 102-113.
- Hendriksen, E.S. and Van Breda, M.F. (1992). *Accounting Theory*, 5th edition. United States of America: IRWIN. Inc.
- Jensen, M.A. (2002). Disclosure Level and cost of capital: Evidences from Danish financial market. Master thesis, supervisor: Thomas Plenborg, Copenhagen Business School.
- Kyle, A.S. (1985). "Continuous Auctions and Insider Trading." *Econometrica*, 53 (6): 1315-1335.
- Lopez, A. and Alencar, R. (2010). "Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: The Brazilian Case". *The International Journal of Accounting*, 45 (4): 443-464.
- Marshall, S., Brown, D., and Plumlee, M. (2009). "The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value". *Academy of Management Proceedings*, 2009 (1): 1-6.
- Meek, G.K., Roberts, C.B. and Gray, S.J. (1995). "Factors Influencing Voluntary Annual Reports Disclosures by U.S. U.K. and Continental European Multinationals Corporations". *Journal of International Business Studies*, 26 (3): 555-572.
- Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I. and Vasileiou, K.Z. (2012). "Relationship between Cost of Equity Capital and Voluntary Corporate Disclosures". *International Journal of Economics and Finance*, 4 (3): 83-96.
- Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I. and Vasileiou, K.Z. (2012). "Relationship between Cost of Equity Capital and Voluntary

Corporate Disclosures”. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (3): 83-96.

Riahi-Belkaoui, A. (2001). “Level of Multinationality, Growth Opportunities, and Size as Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure”. *American Business Review*, 19 (2): 115-120.

Sieber, T., Weibenberger, B.E., Oberdorster, T. and Baetge, J. (2014). “Let’s Talk Strategy: the Impact of Voluntary Strategy Disclosure on the Cost of Equity Capital”. *Business Research*, 7 (2): 263-312.

Verrecchia, R.E. (1982). “The Use of Mathematical Models in Financial Accounting”. *Journal of Accounting Research*, 20 (1): 1-42.

Weston, J. and Brigham, F. (1975). *Managerial Finance*. 5th Edition London: The Dryden Press Publisher.

Wolk, H.I., Dodd, J.L. and Tearney, M.G. (2004). *Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment*, 6th Edition, United States of America: Thomson.