

## ارزیابی مدل شفافیت گزارشگری مالی پیشنهادی بر مبنای هزینه سرمایه سهام عادی

فرزانه یوسفی اصل\*

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهراء

مهناز ملانظری

استادیار حسابداری دانشگاه الزهراء

غلامرضا سلیمانی امیری

دانشیار حسابداری دانشگاه الزهراء

### چکیده

شفافیت، هسته مرکزی گزارشگری مالی مدرن است که به استفاده‌کنندگان در شناخت واحد تجاری کمک می‌کند. اگر چه در متون نظری، نقش شفافیت به روشنی مشخص نگردیده است؛ اما بر اساس یک ارتباط بالقوه، می‌توان عنوان نمود که شفافیت، عدم اطمینان را در مورد ارزش ذاتی کاهش می‌دهد؛ بدین ترتیب انتظار می‌رود؛ رابطه منفی بین هزینه سرمایه و شاخص شفافیت گزارشگری مالی وجود داشته باشد؛ و نیز انتظار می‌رود هر چه معیار شفافیت گزارشگری مالی شرکت شاخص مناسب‌تری برای اندازه‌گیری شفافیت باشد؛ این رابطه منفی و باشد؛ در گام‌های پیشین این پژوهش کوشش شد تا جهت سنجش شفافیت گزارشگری مالی، مدلی جامع برحسب ویژگی‌های محیطی ایران ارائه شود؛ در این گام سعی می‌شود؛ رابطه امتیاز شفافیت پیشنهادی و امتیاز افشای سازمان بورس با هزینه سرمایه سهام عادی مقایسه شود تا با توجه به مبانی تئوریک موجود، اعتبار این شاخص ارزیابی گردد. مدل شفافیت گزارشگری مالی جامع که با مطالعه ادبیات و پیشینه تحقیق پیشنهاد و بر مبنای نظرات خبرگان حرفه‌ای و دانشگاهی مورد تایید قرار گرفته؛ مشتمل بر عوامل اطلاعات افشاء شده به عموم، کیفیت اطلاعات، اطلاعات محرمانه و نیز عامل چهارمی است که شامل به موقع بودن افشاء، کیفیت حسابرس و میزان تامین منابع شرکت از محل بدهی است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد؛ مدل شفافیت گزارشگری مالی پیشنهادی در مقایسه با امتیاز افشای سازمان بورس اوراق بهادار رابطه منفی و معنادارتری با بازدهی مازاد بعدی و هزینه سرمایه مورد انتظار دارد.

**واژگان کلیدی:** شفافیت گزارشگری مالی، بازدهی مازاد بعدی، بازدهی مورد انتظار.

\* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۱۰/۳۰ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۴/۱/۲۰

## ۱. مقدمه

یکی از عوامل کلیدی که موجب کارایی در تخصیص منابع و رشد اقتصادی می‌شود؛ دسترسی به اطلاعات است. گزارشگری شرکت به معنای افشای دوره‌ای اطلاعات شرکت به صورت اجباری یا اختیاری است. اما شفافیت شرکت، اصطلاحی است که توسط افراد مختلف به گونه متفاوتی تفسیر می‌گردد. عده‌ای چون بوتوسان (۱۹۹۷) و سنگوپتا (۱۹۹۸) از آن به عنوان مفهوم واحدی مانند افلام افشاء شده در گزارش فعالیت سالیانه تعبیر می‌کنند؛ عده‌ای چون گرنون و میک (۱۹۹۷) معتقدند؛ شفافیت به معنای انتشار اطلاعات از کانالی به غیر از صورت-های مالی و یا گزارش فعالیت سالیانه مانند کانال مطبوعات است؛ اما سایرین از جمله بوشمن و همکاران (۲۰۰۴) بر دیدگاه جامع مبتنی بر محیط اطلاعاتی شرکت تاکید می‌کنند. در این پژوهش، همگام با روند جاری تحقیقات آکادمیک، دیدگاه جامعی از شفافیت شرکت که مشتمل بر اطلاعات عمومی و خصوصی است؛ پذیرفته شده است و مفهومی از شفافیت مورد تاکید قرار می‌گیرد که گسترده‌تر از مفهوم مقدار افشاء است و بر سازوکارهای اطلاعاتی مختلف در درون شرکت متکی است و در آن، سازوکار اطلاعات در دو طبقه مشتمل بر (۱) گزارشگری شرکت (۲) کسب اطلاعات خصوصی قرار می‌گیرد.

از دیدگاه پژوهش‌گرانی چون بوشمن و همکاران (۲۰۰۴، ص ۲۱۲) شفافیت اطلاعاتی موجب دستیابی گسترده به اطلاعات مربوط و اتکاپذیر در خصوص عملکرد دوره، وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، راهبری شرکتی و ریسک‌هایی که هر شرکتی با آن مواجه است؛ می‌شود و هدف از آن، کمک به استفاده‌کنندگان در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و ارزیابی عملکرد مدیریت است. لذا، شفافیت امکان دسترسی به اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم را فراهم می‌کند. اگر اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود؛ می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد ایجاد نماید. بنابراین، برای فرد تصمیم‌گیرنده، کیفیت توزیع اطلاعات، حائز اهمیت خواهد بود. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملات، ضعف بازار، نقدشوندگی پایین و بطور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازار سرمایه خواهد شد (دوانی و همکاران، ۱۳۸۵).

در گام‌های پیشین این تحقیق سعی شده است تا مدلی جامع از شفافیت گزارشگری مالی که مناسب محیط ایران است؛ ارائه گردد؛ در این گام کوشش می‌شود تا مدل یاد شده بر مبنای هزینه سرمایه که در تحقیقات پیشین به عنوان یکی از عواقب اقتصادی ناشی از شفافیت تعریف شده، مورد ارزیابی قرار گیرد. گرچه تحقیقات پیشین به بررسی رابطه بین معیارهای شفافیت سود و هزینه سرمایه پرداخته‌اند؛ اما در این تحقیقات معیار جامعی از شفافیت شرکت مد نظر

قرار نگرفته و بنابراین نتایج متفاوتی در خصوص آثار شفافیت گزارشگری مالی گزارش شده است. با توجه به اهمیت موضوع سنجش شفافیت گزارشگری مالی، درک رابطه علی بین این سازه و عواقب اقتصادی و غیراقتصادی آن، برای تدوین‌کنندگان مقررات و قانون‌گذاران حیاتی است. امید است با بهبود اندازه‌گیری سازه‌های زیربنایی و ایجاد روابط مستقیم‌تر، استنتاج روابط علی در این زمینه ممکن‌تر شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در متون مرتبط با اقتصاد اطلاعات، از چندین بُعد، بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه ارتباط نظری برقرار شده است. دایموند و ورکچیا (۱۹۹۱) مدلی تعادلی پیشنهاد نمودند که بر اساس آن، افزایش افشاء، نقد شوندگی را افزایش داده و باعث جذب متقاضیان زیادی برای سهم شده و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. در این مدل، تعهدی در رابطه با کیفیت گزارشگری وجود ندارد و تاکید بر مقدار اطلاعات، بدون مدنظر قرار دادن محتوای آن است؛ لئوز و ورکچیا (۲۰۰۰) پیش‌بینی نموده‌اند که ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه قوی‌تر از ارتباط بین کمیت افشاء و هزینه سرمایه می‌باشد.

نوع دیگری از ارتباط بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه در ادبیات مرتبط با اقتصاد اطلاعات، در قالب ریسک مرتبط با خطای تخمین پارامترهای توزیع بازدهی شرکت می‌باشد. چنین ریسکی غیرقابل تنوع بخشی است و بنابراین توسط سرمایه‌گذاران قیمت‌گذاری می‌شود. اگر با افزایش شفافیت، ریسک تخمین کاهش یابد؛ هزینه سرمایه نیز متعاقباً کاهش خواهد یافت (بارت و همکاران، ۲۰۱۳، ص ۲۰۸).

ارتباط بالقوه دیگری که بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه وجود دارد؛ توسط اسلی و اوهارا (۲۰۰۴) عنوان شده است. آن‌ها مدلی برای قیمت‌گذاری دارایی‌ها پیشنهاد نموده‌اند که بر مبنای آن، هر دو نوع اطلاعات عمومی و خصوصی، بازدهی دارایی‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهند. در این مدل، سرمایه‌گذاران آگاه با استفاده از اطلاعات خصوصی جدید، قادر به تغییر وزن پرتفوی خود می‌باشند؛ پس اطلاعات خصوصی، ریسک نگهداشت سهام یک شرکت را افزایش می‌دهند. لذا در این مدل، شرکت‌ها با تغییر دقت و مقدار اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران، هزینه سرمایه خود را تغییر می‌دهند. به ویژه، چنین اقدامی را با انتخاب استانداردهای حسابداری و نیز تغییر سیاست‌های افشاء انجام می‌دهند (بارت و اسپیر، ۲۰۰۸، ص ۱۷۷).

نوع دیگری از ارتباط بالقوه بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه توسط آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶) پیشنهاد شده است. آن‌ها نیز به معرفی مدلی برای قیمت‌گذاری دارایی‌ها پرداخته‌اند که در آن، سرمایه‌گذاران به منظور جبران هزینه‌های ناشی از معامله اوراق بهادار شرکت، صرف نقدشوندگی مطالبه می‌کنند. در این مدل، در صورتی که مدیران اطلاعات بیشتر و

باکیفیت بالاتر به سرمایه‌گذاران ارائه کنند؛ هزینه‌گزینش نامطلوب کاهش می‌یابد. مشخص است که بر مبنای این مدل، شرکت می‌تواند با افزایش شفافیت گزارشگری مالی خود، هزینه سرمایه خود را کاهش داده و ارزش سهام خود را افزایش دهد (آمیهود و مندلسون، ۲۰۰۸، ص ۳۸).

اگر هر یک از روابط تئوریک عنوان شده بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه برقرار باشد؛ انتظار می‌رود که شفافیت بیشتر در گزارشگری مالی به هزینه سرمایه کمتر منجر شود. بوتوسان (۱۹۹۷) به بررسی تاثیر سطح افشاء بر هزینه سرمایه پرداخته است؛ وی برای اندازه‌گیری میزان شفافیت و افشاء از معیار موزون سنجش افشاء بهره گرفت و پرسشنامه‌ای طراحی نمود که در آن، هر یک از عناصر شفافیت با توجه به اهمیت خود، وزن دریافت می‌نمودند. نتیجه این تحقیق نشان داد که هزینه سرمایه سهام عادی به صورت منفی با سطوح افشاء مرتبط است.

کوتاری و شرت (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر شفافیت محیط اطلاعاتی شرکت بر هزینه سرمایه پرداختند؛ این پژوهش‌گران از مقدار افشای انجام شده توسط مدیران و سرمایه‌گذاران به عنوان شاخص سنجش شفافیت استفاده کرده و دریافتند که افشای اخبار مطلوب منجر به کاهش و افشای اخبار نامطلوب منجر به افزایش هزینه سرمایه می‌باشد.

بارون (۲۰۰۳) ارتباط بین شفافیت گزارشگری مالی و هزینه سرمایه را بررسی نمود. در این تحقیق، کیفیت سود به عنوان شاخص سنجش شفافیت سود استفاده شد. نتیجه این تحقیق عنوان می‌نماید که فقط افزایش در سطح درک کیفیت سود منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌گردد.

یان و یانگ نیز (۲۰۱۱) رابطه بین کیفیت افشاء و هزینه سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها جهت سنجش کیفیت افشاء و درجه شفافیت شرکت‌ها، دو شاخص پیش‌بینی سود توسط مدیران و دقت پیش‌بینی سود مدیران را به کار بردند؛ نتیجه این تحقیق بیانگر این واقعیت است که افزایش افشاء به واسطه افزایش دقت اطلاعات منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود.

لنگ و همکاران (۲۰۱۱) تاثیر شفافیت را بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه مطالعه نمودند. در این تحقیق، شفافیت سود از طریق میزان هموارسازی اختیاری اعمال شده در سود اندازه‌گیری شد. بر مبنای این تحقیق، افزایش شفافیت در گزارشگری مالی منجر به کاهش هزینه سرمایه و افزایش نقدشوندگی می‌گردد.

بارث و همکاران (۲۰۱۳) رابطه بین شفافیت سود و هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار دادند. در این پژوهش، شفافیت سود بر حسب توان تشریحی سود و تغییرات سود در رگرسیون سود-بازدهی همزمان تعریف شد و نتایج نشان دادند که شفافیت بیشتر سود منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و در نتیجه هزینه سرمایه می‌شود.

آندرید و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به تاثیر شفافیت اطلاعاتی حاصل از قانون سربنز آکسلی بر هزینه بدهی شرکت‌ها پرداختند؛ با استفاده از دامنه سوآپ اعتباری بدهی و مدل ساختاری قیمت‌گذاری سوآپ، پارامتر عدم شفافیت در طی دوره قبل و بعد از قانون سربنز- آکسلی محاسبه گردید؛ نتایج این پژوهش نشان داد که عدم شفافیت شرکت‌ها و نیز هزینه بدهی آن‌ها پس از اجرای قانون یادشده به میزان قابل توجهی کاهش یافته است.

دالیوال و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی بین‌المللی، به تاثیر شفافیت اطلاعاتی در افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها بر هزینه سرمایه پرداختند؛ به منظور سنجش شفافیت اطلاعاتی به وضعیت کارگران، الزامات افشاء مسئولیت‌های اجتماعی و میزان آگاهی عمومی از موضوعات مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها توجه شد؛ نتایج این پژوهش نشان داد؛ ارتباط منفی بین افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها و هزینه سرمایه وجود دارد.

کردستانی و علوی (۱۳۸۹) به بررسی تاثیر شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند؛ جهت سنجش شفافیت سود از تغییرات همزمان سود و بازدهی استفاده شد؛ و هزینه سرمایه با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ اندازه‌گیری شد؛ نتایج این تحقیق نشان داد؛ شرکت‌هایی که شفافیت سود بالاتری دارند؛ هزینه سرمایه سهام عادی کمتری را تجربه می‌کنند.

بنائی (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط بین شفافیت سود، هزینه سرمایه و ارزش شرکت پرداخت. در این تحقیق شفافیت سود با استفاده از میزان هموارسازی اختیاری سود سنجیده شد. نتایج این تحقیق نشان داد که شفافیت سود، محرکی در جهت افزایش ارزش شرکت است؛ اما ارتباط منفی بسیار ضعیفی بین شفافیت سود و هزینه سرمایه وجود دارد که معنادار نیز نمی‌باشد.

بولو و رحمانی مهر (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود پرداختند؛ همچنین رابطه بین شفافیت سود و بازدهی غیرعادی در این پژوهش بررسی شد؛ جهت سنجش شفافیت سود از تغییرات همزمان سود و بازدهی استفاده شد؛ و هزینه سرمایه با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ اندازه‌گیری شد؛ نتایج این تحقیق نشان داد؛ رابطه منفی معناداری بین هزینه سرمایه و شفافیت سود وجود دارد؛ همچنین شرکت‌های شفاف‌تر بازدهی غیرعادی کمتری را تجربه می‌کنند.

در گام‌های پیشین این پژوهش سعی شد تا مدلی جامع جهت سنجش شفافیت گزارشگری مالی پیشنهاد گردد و پس از بررسی خبرگان، در این گام کوشش می‌شود تا مدل از بُعد ارتباط آن با هزینه سرمایه سهام عادی ارزیابی گردد. در این تحقیق به پیروی از بوشمن و همکاران برای سنجش شفافیت گزارشگری مالی از مدل چند بُعدی استفاده می‌شود که در آن شفافیت گزارشگری مالی با استفاده از دو کانال گزارشگری شرکت و کسب اطلاعات خصوصی، عملکرد اقتصادی را بهبود می‌بخشد.

نگاره (۱): مدل پیشنهادی سنجش شفافیت گزارشگری مالی

معیارهای گزارشگری شرکت	معیارهای کسب اطلاعات و روابط خصوصی
مالی	میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی
راهبری شرکتی	
ریسک‌ها و فرصت‌های رشد	
شرکت	
به موقع بودن	میزان تامین منابع شرکت از محل بدهی
کیفیت حسابرسان	
مدیریت سود	
معیار دقت پیش‌بینی سود مدیران	

در نگاره (۱) پیوست اجزای مدل به تفصیل ارائه شده‌اند.

### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: رتبه‌بندی شفافیت گزارشگری مالی جامع در مقایسه با رتبه‌بندی افشاء سازمان بورس رابطه منفی‌تری با بازدهی مازاد بعدی شرکت دارد.

فرضیه دوم: رتبه‌بندی شفافیت گزارشگری مالی جامع در مقایسه با رتبه‌بندی افشاء سازمان بورس رابطه منفی‌تری با هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت دارد.

### ۰۳ روش پژوهش

این پژوهش، دارای هدف کاربردی است؛ توصیفی بوده واز همبستگی و تحلیل رگرسیون استفاده کرده است. یادآوری می‌گردد که این تحقیق به علت بهره‌گیری از اطلاعات گذشته شرکت‌ها در طبقه پژوهش‌های پس رویدادی قرار می‌گیرد و از آنجا که امکان کنترل تمامی متغیرهای مربوط وجود ندارد؛ بنابراین شبهه تجربی بوده و داده‌های مورد استفاده در این تحقیق اطلاعات واقعی و تاریخی است.

جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی سالهای ۱۳۹۱-۱۳۸۰ بررسی است. نمونه تحقیق شامل شرکت‌های تولیدی است که سال مالی آنها منتهی به ۲۹/۱۲ باشد. بر این اساس:

### مدل پیشنهادی

مدل پیشنهادی سنجش شفافیت گزارشگری مالی دارای ۴۱ شاخص است. به منظور سنجش اعتبار این مدل در محیط اطلاعاتی ایران، پرسشنامه‌ای طراحی شد تا نظر کارشناسان خبره

دانشگاهی و حرفه‌ای در حرفه‌ای در خصوص اعتبار درونی مدل سنجیده شود؛ خبرگان تمامی متغیرهای مدل پیشنهادی را تایید نمودند.

در مرحله نخست، به منظور آزمون ارتباط بین شفافیت گزارشگری مالی و هزینه سرمایه از بازدهی مازاد بعدی استفاده می‌شود؛ که مازاد بر بازدهی پیش بینی شده توسط عوامل عنوان شده در مدل فاما - فرنچ و عامل شتاب است. به عبارت دیگر مدل ذیل برآورد خواهد شد:

رابطه (۱):

$$FFRET_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 TRANS_{i,t} + \gamma_2 DBTA_{i,t+1} + \phi_{i,t+1}$$

بازدهی مازاد سالیانه (FFRET) که با استفاده از بازدهی‌های ماهانه مرکب محاسبه شده است و در یک ماه معین عبارتست از بازدهی سهام محقق آن ماه که مازاد بر نرخ بازدهی بدون ریسک منهای بازدهی پیش‌بینی شده شرکت مبتنی بر بتاهای مدل فاما - فرنچ و عامل شتاب که با استفاده از معادله ذیل برآورد شده‌اند:

رابطه (۲):

$$RET_{i,m} - R_{f,m} = \alpha_i + \beta_{RMRF,i} (R_{M,m} - R_{f,m}) + \beta_{SMB,i} SMB_m + \beta_{HML,i} HML_m + \beta_{MOM,i} MOM_m + \epsilon_{i,m}$$

در حالی که:

مازاد بازدهی شرکت  $\alpha$  بر نرخ بازدهی بدون ریسک  $(R_{F,M} - RET_{i,m})$ : که برابر است با نرخ بازدهی آن شرکت در یک ماه معین منهای نرخ بازدهی بدون ریسک آن ماه. نرخ بازدهی بدون ریسک مساوی با نرخ علی الحساب سپرده‌های کوتاه‌مدت است که از سایت بانک مرکزی استخراج شده است. این نرخ به صورت سالانه وجود دارد و با تقسیم بر دوازده میانگین ماهانه آن محاسبه گردیده است.

مازاد بازدهی بازار بر نرخ بازدهی بدون ریسک  $(R_{f,m} - R_{m,m})$ : بازدهی ماهانه بازار منهای نرخ بازدهی بدون ریسک. برای محاسبه بازدهی ماهانه بازار از شاخص کل بورس اوراق بهادار استفاده شده است.

عامل ارزش دفتری بر ارزش بازار  $(HML_m)$ : نسبت نرخ بازدهی ماهانه بر نسبت ارزش دفتری بر ارزش بازار

عامل اندازه شرکت  $(SMB_m)$ : نسبت نرخ بازدهی ماهانه بر اندازه شرکت

عامل شتاب  $(MOM_m)$ : نسبت نرخ بازدهی ماهانه بر عامل شتاب، عامل شتاب برابر است با بازدهی سهام در طی ده ماه منتهی به دو ماه قبل از پایان سال مالی

این معادله از مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) که با عامل شتاب تکمیل شده است؛ استخراج گردیده و با استفاده از بازدهی ۶۰ ماه قبل از آغاز سال مالی  $t$  شرکت  $\alpha$  برآورد خواهد شد. ضرایب بتای مدل به صورت سالانه بروزرسانی می‌شوند. بنابراین بازدهی مازاد سالیانه، نرخ بازدهی محقق

شرکت منهای نرخ بازدهی مورد انتظار آن است. البته چنین فرض می شود که عوامل بتا در طی سال  $t+1$  تغییر نخواهد نمود.

ضریب شفافیت گزارشگری مالی (TRANS) در این پژوهش، به چهار عامل تفکیک می گردد؛ معیارهای مالی، راهبری شرکتی و ریسک نخستین عامل شفافیت را می سازند (TRANS1)؛ که از آن با عنوان اطلاعات افشاء شده به عموم یاد خواهد شد و بُعدی از شفافیت شرکت را معرفی می کند که بر مبنای آن، اطلاعاتی در مورد عملکرد دوره، موقعیت مالی، فرصت های سرمایه گذاری، راهبری، ارزش و ریسک به عموم افشاء می شود. این عامل بر مقدار اطلاعات افشاء شده به عموم متمرکز بوده و کیفیت افشاء را مدنظر قرار نمی دهد. اندازه گیری این ابعاد مبتنی بر پاسخ به سی و چهار سوال است و جمع امتیاز این عوامل رتبه دهی می گردد تا امتیاز شاخص افشا به عموم محاسبه گردد.

دومین عامل شفافیت (TRANS2) که عامل، کیفیت اطلاعات نامیده می شود؛ مشتمل بر کیفیت سود و صحت پیش بینی مدیران است و به کیفیت افشای اطلاعات مالی می پردازد. این عامل به صورت معمول، مکمل عامل اول است. به منظور اندازه گیری کیفیت سود از معیار پیشنهادی ایسوکو (۲۰۰۸) استفاده می شود؛ بدین منظور در ابتدا مدل به رگرسیون اقلام تعهدی سرمایه در گردش بر جریان های نقدی جاری می پردازد. و سپس سرمایه در گردش اقلام تعهدی بر روی جریان های نقدی پیشین، جاری و آتی مورد رگرسیون قرار می گیرد و انحراف استاندارد باقیمانده هر یک از مدل ها در طی سال های  $t-5$  تا  $t-1$  محاسبه می شود. معیار مدنظر برابر است با انحراف استاندارد باقیمانده های مدل ساده بر انحراف استاندارد باقیمانده های مدل کامل تر. در نهایت به منظور محاسبه امتیاز شفافیت زیرگروه کیفیت سود بر مبنای مقدار شاخص بدست آمده رتبه بندی انجام می شود. جهت سنجش معیار دقت پیش بینی سود مدیران، شاخص های ذیل محاسبه می شوند: شاخص اولیه صحت پیش بینی، قدر مطلق اشتباه پیش بینی که در عدد  $1-$  ضرب شده و با استفاده از قیمت سهم در پایان سال مالی قبل همگن شده است. اشتباه پیش بینی برابر است با میانگین پیش بینی سالیانه مدیران منهای سود واقعی. شاخص سوگیری، مقدار اشتباه پیش بینی که با استفاده از قیمت سهم در پایان سال مالی قبل همگن شده است. شاخص سود غیرمنتظره (سود هر سهم منهای سود هر سهم در سال مالی قبل) که با استفاده از قیمت سهم در پایان سال مالی قبل همگن شده است. سپس شاخصی به نام صحت پیش بینی مدیران محاسبه می شود که برابر است با مقدار باقی مانده رگرسیون متغیر شاخص اولیه صحت پیش بینی بر روی متغیرهای شاخص سوگیری و شاخص سود غیرمنتظره. سپس امتیاز این مقدار تعیین می شود تا امتیاز معیار صحت پیش بینی سود مدیران محاسبه شود.

تنها متغیر موثر بر عامل سوم (TRANS3)، میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی است و نشانگر قدرت این دسته از سرمایه گذاران در دستیابی به اطلاعات مورد نظر آنهاست که عموماً مازاد



بر اطلاعاتی است که به عموم افشاء شده است. این متغیر اطلاعات محرمانه نامیده می‌شود و برابر است با میزان مالکیت سهام شرکت توسط شرکت‌ها، سازمان‌ها و نهادهای دولتی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تامین سرمایه.

متغیر به موقع بودن افشاء برابر است با تفاوت بین پایان سال مالی شرکت و تاریخی که شرکت‌ها برای اولین بار، سود سال مالی خود را در سایت‌های متعلق به سازمان بورس و اوراق بهادار گزارش کرده‌اند. کیفیت حسابرس که برابر است با میزان دستمزد حسابرسان به عنوان شاخص میزان تلاش آن‌ها که توسط عامل مجموع دارایی‌ها به عنوان شاخص پیچیدگی کار همگن شده است. میزان تامین منابع شرکت از محل بدهی مساوی است با نسبت بدهی‌های بلندمدت بر مجموع دارایی‌ها. این سه متغیر، عامل چهارم (TRANS4) شفافیت راشکل می‌دهند. برای محاسبه امتیاز عامل چهارم نیز، ابتدا هر یک از سه عامل به تنهایی رتبه‌بندی می‌شوند و در نهایت، میانگین رتبه آن‌ها به عنوان رتبه عامل چهارم مدنظر قرار می‌گیرد. امتیاز شفافیت کل هر شرکت برابر است با میانگین امتیاز شاخص شفافیت چهار عامل یاد شده که این روش امتیازدهی اندرسون-رابین است که در پژوهش دبوکسی و گیلت (۲۰۱۱) نیز جهت رتبه‌دهی مورد استفاده قرار گرفته است.

در این مدل، نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها (DBTA) به عنوان متغیر کنترلی به معادله اضافه شده است تا بدلیل ارتباط بدهی با هزینه سرمایه از سوگیری در ضریب شفافیت گزارشگری مالی به دلیل حذف این متغیر جلوگیری شود. یادآوری می‌گردد؛ مدل یاد شده بر مبنای مدل موهانرام و راجگوپال (۲۰۰۹)، بارت و همکاران (۲۰۱۳) می‌باشد و پیش‌بینی خاصی در مورد علامت ضریب این متغیر کنترلی نمی‌شود.

پیش‌بینی می‌شود که رابطه بین شفافیت گزارشگری مالی و بازدهی مازاد بعدی معکوس باشد و لذا ضریب این متغیر منفی باشد؛ بنابراین هر کدام از شاخص‌های شفافیت گزارشگری مالی که ضریب منفی‌تر داشته باشد؛ معیار مناسب‌تری برای اندازه‌گیری شفافیت است.

در مرحله بعد رابطه بین شفافیت گزارشگری مالی و هزینه سرمایه مورد انتظار بررسی می‌گردد. در این مرحله، این موضوع مورد توجه خواهد بود که کدام معیار شفافیت به صورت منفی‌تری با نرخ هزینه سرمایه مورد انتظار مبتنی بر مدل چهار عاملی فاما-فرنج و شتاب مرتبط است. بدین منظور از معادله زیر استفاده می‌گردد که مبتنی بر مدل‌های هیزتمند و لی (۲۰۰۷) و نیز بارت و همکاران (۲۰۱۳) است:

رابطه (۳):

$$ECC_{i,t} = \delta_0 + \partial_1 TRANS_{(i,t)} + \partial_2 DBTA_{(i,t)} + \partial_3 MVE_{(i,t)} + \partial_4 BM_{(i,t)} + \partial_5 Beta_{(i,t)} + \partial_6 FFMOM_{(i,t)} + \mu_{(i,t)}$$

هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت  $i$  ( $ECC(i,t)$ ) : در سال  $t+1$  بر مبنای اطلاعات موجود در پایان سال  $t$  محاسبه می‌گردد.

در زمان آزمون مدل شفافیت گزارشگری مالی پیشنهادی نیز، شاخص شفافیت گزارشگری مالی مشتمل بر چهار زیر شاخص است که روش محاسبه آن‌ها پیش‌تر عنوان گردید. به منظور تخمین هزینه سرمایه مورد انتظار از معادله زیر استفاده می‌شود:

رابطه (۴):

$$ECC_{i,t} = \overline{R}_{f,t} + \hat{\beta}_{RMRf,i,t} (\overline{R}_M - \overline{R}_f)_t + \hat{\beta}_{SMB,i,t} \overline{SMB}_t + \hat{\beta}_{HML,i,t} \overline{HML}_t + \hat{\beta}_{MOM,i,t} \overline{MOM}_t$$

این مدل، در پژوهش‌های انگ و لیو (۲۰۰۴)، میسا، پیر و تانگ (۲۰۰۵) و نیز بارث و همکاران (۲۰۱۳) مورد استفاده قرار گرفته است.

بتاهای مدل فوق از رابطه (۲) تخمین خواهند شد و در حقیقت ضرایب مختص هر شرکت می‌باشند.

بازدهی بازار منهای بازدهی بدون ریسک ( $R_M - R_F$ )، عامل اندازه شرکت ( $SMB_t$ )، عامل ارزش دفتری بر ارزش بازار ( $HML_t$ ) و عامل شتاب ( $MOM_t$ )، عوامل مدل فاما-فرنیچ و عامل شتاب برای سال  $t+1$  هستند؛ که قبلاً تعریف عملیاتی آن‌ها ارائه گردید. برای برآورد بازدهی‌های مورد انتظار سالیانه، در ابتدا میانگین بازدهی ماهیانه در طی ۶۰ ماه قبل از ماه  $m$  محاسبه می‌شود و سپس با میانگین بازدهی ماهیانه دوازده ماه پیش از آغاز سال مالی شرکت  $i$  ترکیب می‌شوند.

همانطور که قبلاً "عنوان گردید؛ نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها به منظور اجتناب از سوگیری سیستماتیک در ضریب شاخص شفافیت گزارشگری مالی در معادله (۳) گنجانده شده است. بر مبنای تحقیقات هیما (۱۹۷۲) و دالیوال و همکاران (۲۰۰۷) پیش‌بینی می‌شود که ضریب این متغیر منفی باشد.

گرچه بازدهی‌های مدل فاما-فرنیچ و نیز عامل شتاب به صورت تجربی بیانگر ابعادی از ریسک هستند که در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها مطرح می‌گردند؛ اما دقیقاً مشخص نشده است که نماینده کدام بُعد از ریسک می‌باشند. متغیرهای کنترلی رابطه (۵) عبارتند از: لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه ( $MVE$ )، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ( $BM$ )، بتای بدست آمده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ( $Beta$ )، بازدهی شتاب که برابر است با بازدهی سهام در طی ده ماه منتهی به دو ماه پیش از پایان سال مالی ( $FFMOM$ )

بر مبنای تحقیقات پیشین، انتظار می‌رود؛ ضرایب لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار منفی و ضرایب بتا و بازدهی شتاب مثبت باشند. یافتن رابطه منفی-تر بین شاخص‌های شفافیت گزارشگری مالی و هزینه سرمایه مورد انتظار نشانگر این واقعیت

است که شاخص شفافیت پیشنهادی، ابعادی از ریسک را که در عوامل مدل فاما-فرنج و عامل شتاب انعکاس یافته‌اند؛ در برمی‌گیرد. در چنین حالتی ضریب این متغیر منفی خواهد بود.

#### ۴. یافته‌های پژوهش

به منظور ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای پژوهش، برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها شامل میانه، میانگین، بیشینه، کمینه و آماره جارک برا در نگاره ذیل نمایش یافته است:

نگاره (۲): آمار توصیفی

متغیر	اطلاعات افشاء شده به عموم	اطلاعات محرمانه	کیفیت اطلاعات	سایر عوامل	شاخص شفافیت کل	بازدهی	شاخص رتبه‌بندی افشای سازمان بورس و اوراق بهادار	نسبت بدهی بلند مدت به جمع دارایی‌ها	شرح
میانگین	۸/۵	۵۱/۴	۳۸/۹	۴۱/۹	۳۵/۲	۲۸/۳	۴۸/۴	۰/۶۳	
میانه	۹	۵۱	۳۷	۴۲	۳۵/۱	۱/۴۲	۴۷	۰/۶۴	
بیشترین	۱۶	۱۰۰	۹۹	۹۷/۵	۶۳/۴	۴۵۷	۱۰۲	۱/۳۹	
کمترین	۱	۲	۱	۴	۸/۶	-۷۸/۵	۱	۰/۰۹	
انحراف استاندارد	۳/۴	۲۰/۲	۲۴	۱۸/۳	۹/۶	۶۴/۶	۲۸/۸	۰/۲۰	
اریبی	۰/۰۳	-۰/۰۲	۰/۵۲	۰/۱۳	۰/۱۵	۱/۶۲	۰/۱۰	۰/۱۱	
کشیدگی	۲/۲۲	۲/۵۵	۲/۷۵	۲/۴۸	۲/۷۱	۳/۷۶	۲/۸۱	۳/۰۲	
آماره جارک برا	۸/۰۷	۶/۱۵	۷/۶۸	۵/۹۴	۵/۰۵	۷/۶	۹/۱۵	۵/۱۳	
احتمال	۰/۰۵	۰/۰۹	۰/۰۷	۰/۰۹	۰/۰۸	۰/۰۷	۰/۰۵	۰/۰۵	

با بررسی دقیق آماره جارک برا و مقدار معناداری آن در سطح اطمینان ۱۰٪ فرض نرمال بودن داده‌ها پذیرفته می‌شود؛ بنابراین نتیجه می‌شود که داده‌ها از توزیع نرمال پیروی می‌کنند. ملاحظه می‌گردد که میانگین، میانه و بیشینه امتیاز شاخص شفافیت کل در مقایسه با امتیاز افشای سازمان بورس اوراق بهادار کوچک‌تر است. همچنین توجه به اجزای مدل شفافیت گزارشگری

مالی نشان می‌دهد که میانگین، میانه، بیشینه و کمینه امتیاز معیار اطلاعات افشاء شده به عموم در مقایسه با سایر اجزای مدل کمتر است.

در آزمون تمامی فرضیه‌ها، مهم‌ترین مفروضات رگرسیون کلاسیک مانند نرمال بودن و یکنواختی واریانس‌ها، ارتباط خطی بین متغیرهای کنترلی و نیز ارتباط خطی بین متغیرهای کنترلی و وابسته آزمون شده‌اند؛ بررسی‌های آماری، بیانگر عدم تخطی از مفروضات فوق می‌باشد. در هر دو فرضیه از آزمون لیمر جهت تعیین نوع داده‌ها استفاده شده که بر مبنای نتایج در هر دو فرضیه مشخص شد که داده‌ها از نوع پانل هستند و بنابراین از آزمون هاسمن به منظور تشخیص استفاده از یکی از مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده شده است. از آنجا که در این آزمون میزان معناداری کمتر از ۵٪ است؛ فرض وجود اثرات تصادفی رد شده و بنابراین از مدل اثرات ثابت استفاده می‌شود. نتایج حاصل از مدل اثرات ثابت در نگاره (۳) نشان داده شده است:

نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرهای مستقل	ضریب	سطح معناداری	توان تبیین (درصد)	آماره دوربین واتسون
			$R^2$	$R^2$ تعدیل شده
ATRANS	-۰/۰۶۶۹۷۵	۰/۰۰۰۰	۲۹	۱۷/۲
DBTA	-۱/۴۱۴۵۷۰	۰/۰۲۲۱		
C	۴/۸۲۹۶۲۰	۰/۰۰۰۰		

متغیرهای مستقل	ضریب	سطح معناداری	توان تبیین (درصد)	آماره دوربین واتسون
			$R^2$	$R^2$ تعدیل شده
RSB	-۰/۰۰۱۲۵۵	۰/۶۰۵۶۰	۲/۸	۲/۳۵
DBTA	-۰/۴۲۷۱۹۸	۰/۲۲۰۴		
C	۱/۹۱۶۳۸۵	۰/۰۰۰۰		

همان‌طور که پیش‌بینی می‌شد؛ شاخص شفافیت گزارشگری مالی جامع رابطه منفی و معناداری با بازدهی مازاد بعدی شرکت دارد؛ در حالیکه شاخص رتبه‌بندی سازمان بورس گرچه رابطه منفی اندکی با این متغیر دارد اما این رابطه از نظر آماری معنادار نیست.

به منظور بررسی‌های تکمیلی رابطه اجزای مدل شفافیت گزارشگری مالی با بازدهی مازاد بعدی مورد بررسی قرار می‌گیرد؛ انتظار می‌رود که مدل چند بُعدی پیشنهادی موجب افزایش توان تشریحی آزمون شده باشد. و همچنین این موضوع بررسی می‌شود که آیا رابطه معناداری بین اجزای مدل شفافیت گزارشگری مالی با این معیار وجود دارد؟

نتایج آزمون هاسمن نشان داد که در رگرسیون بازدهی مازاد بعدی بر روی اجزای مدل شفافیت گزارشگری مالی، فرض وجود اثرات تصادفی رد می‌شود و بنابراین از مدل اثرات ثابت جهت برازش مدل استفاده شده است. نتایج حاصل از برازش مدل در نگاره (۲) نمایش یافته است. از بین اجزای شاخص شفافیت گزارشگری مالی اطلاعات افشاء شده به عموم و نیز میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه منفی معناداری با بازدهی مازاد بعدی دارند؛ اما علامت ضریب عامل کیفیت اطلاعات در جهت مورد انتظار نیست؛ گرچه از نظر آماری نیز معنادار نمی‌باشد؛ همچنین عامل چهارم شاخص شفافیت گزارشگری مالی نیز که مشتمل بر به موقع بودن افشاء، کیفیت حسابرس و میزان تامین منابع شرکت از محل بدهی رابطه مثبت و معناداری با بازدهی مازاد بعدی دارد. همانگونه که پیش‌بینی می‌گردید؛ شاخص‌های چند بُعدی موجب افزایش توان تشریحی آزمون شده‌اند؛ و ضریب تعیین رگرسیون بازدهی مازاد بعدی بر روی مدل جامع شفافیت گزارشگری مالی بزرگ‌تر از رگرسیون بازدهی مازاد بعدی بر روی اجزای مدل شفافیت گزارشگری است.

نتایج آزمون فرضیه دوم به شرح نگاره (۴) است:

نگاره (۴) : نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرهای وابسته و مستقل	ضریب	سطح معناداری	توان تبیین (درصد)	آماره دوربین واتسون
ATRANS	-۰/۱۱۱۵۷۷	۰/۰۰۰۰	$R^2$ ۷/۱۶	۲۴/۲
DBTA	-۱/۳۰۸۷۹۰	۰/۰۴۲۲	$R^2$ تعدیل شده ۸/۱۵	
BM	-۱۴۷۳۸/۵۲	۰/۱۸۱۷		
MV	-۰/۲۴۹۲۰۲	۰/۱۵۰۴		
Beta	-۰/۰۳۳۳۳۶	۰/۳۶۱۸		
FFMOM	۰/۰۰۱۹۶۶	۰/۰۹۲۹		
C	۶/۲۲۷۰۸۹	۰/۰۰۲۱		

متغیرهای مستقل	ضریب	سطح معناداری	توان تبیین (درصد)	آماره دوربین واتسون
			$R^2$	$R^2$ تعدیل شده
RSB	-۰/۰۰۰۹۹۷	۰/۷۶۸۲	۱۶	۳۸/۲
DBTA	-۲/۳۹۷۵۸۱	۰/۰۰۲۶		
BM	-۰/۶۰۵۲۲۱	۰/۰۰۱۵		
MV	-۱۸۹۳۴/۷۷	۰/۱۱۱۲		
Beta	-۰/۰۴۷۳۹۲	۰/۲۳۴۸		
FFMOM	۰/۰۰۲۰۰۴	۰/۱۲۶۹		
C	۱۰/۱۲۲۶۲	۰/۰۰۰۰		

بر مبنای نتایج آزمون فرضیه دوم، رابطه منفی و معناداری بین شاخص‌های شفافیت گزارشگری مالی جامع و هزینه سرمایه مورد انتظار وجود دارد؛ به علاوه همان گونه که انتظار می‌رفت؛ ضرایب نسبت بدهی، لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار منفی و بازدهی شتاب مثبت می‌باشند؛ اما در سطح خطای پنج درصد، فقط نسبت بدهی معنادار است.

بر مبنای نتایج آزمون فرضیه دوم، امتیاز رتبه‌بندی افشای سازمان بورس، گرچه دارای ضریب منفی است اما از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. همان گونه که انتظار می‌رفت؛ ضرایب نسبت بدهی، لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار منفی و بازدهی شتاب مثبت می‌باشند؛ اما در سطح اطمینان ۹۵ درصد فقط نسبت بدهی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار معنادار هستند.

در گام بعد به منظور بررسی‌های تکمیلی، رابطه بین اجزای شاخص شفافیت جامع و هزینه سرمایه مورد انتظار بررسی می‌شود تا این موضوع بررسی شود که آیا اجزای مدل شفافیت رابطه معناداری با هزینه سرمایه مورد انتظار دارند و آیا مدل جامع در مقایسه با اجزای آن موجب افزایش توان تشریحی آزمون شده است؛ نتایج این آزمون در نگاره (۳) پیوست ارائه گردیده است؛ بر مبنای نتایج، ابعاد اطلاعات افشاء شده به عموم، کیفیت اطلاعات و میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه منفی با هزینه سرمایه مورد انتظار نشان می‌دهند. اما بُعد

کیفیت اطلاعات در سطح خطای ۵ درصد از لحاظ آماری معنادار نیست. عامل چهارم شاخص شفافیت گزارشگری مالی نیز رابطه مثبت و معناداری با هزینه سرمایه مورد انتظار دارد. بنابراین بر طبق انتظار، شاخص شفافیت جامع نیز نسبت به اجزای مدل موجب افزایش توان تشریحی آزمون شده‌اند.

همان گونه که مشاهده گردید؛ امتیاز شفافیت گزارشگری مالی جامع که بر مبنای مدل شفافیت گزارشگری مالی جامع تدوین گردیده است؛ رابطه منفی و معناداری با بازدهی مازاد بعدی و هزینه سرمایه مورد انتظار دارد. این مدل با مطالعه ادبیات و پیشینه تحقیق پیشنهاد و بر مبنای نظرات خبرگان حرفه‌ای و دانشگاهی مورد تایید قرار گرفته است. این نتیجه با انتظارات تئوریک و نتایج پژوهش‌های بوتوسان (۱۹۹۷)، بارث و همکاران (۲۰۱۰)، لنگ و همکاران (۲۰۱۱)، دالیوال و همکاران (۲۰۱۴) مطابق است.

در بررسی اجزای مدل شفافیت گزارشگری مالی و ارتباط آن‌ها با هر دو بُعد هزینه سرمایه مشخص گردید که اطلاعات افشاء شده به عموم که مشتمل بر معیارهای مالی، راهبری شرکتی و ریسک است؛ و نیز میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی که نمایانگر وجود اطلاعات محرمانه است؛ به عنوان عوامل شفافیت بر هزینه سرمایه شرکت موثر می‌باشند.

عامل کیفیت اطلاعات که مشتمل بر کیفیت سود و صحت پیش‌بینی مدیران است؛ گرچه دارای ضریب هم علامت با پیش‌بینی‌های تئوریک است اما در سطح اطمینان مدنظر معنادار نیست. به نظر می‌رسد؛ نتایج این پژوهش با تحقیق بارون (۲۰۰۳) منطبق است که بر مبنای آن، فقط افزایش سطح درک کیفیت سود منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌گردد. نبود رابطه معنادار بین دقت پیش‌بینی سود و دو متغیر بازدهی مازاد بعدی و هزینه سرمایه مورد انتظار مطابق با نتیجه هانگ و همکاران (۲۰۱۳) است که معتقدند؛ پیش‌بینی اجباری سود از دقت کمتری برخوردار است. بر مبنای تحقیقات پیشین، افشای اختیاری نقش قابل توجهی در توسعه بازارهای سرمایه ایفا می‌کند؛ اما افشای اجباری می‌تواند با افزایش کمیت اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران اقلیتی که به منابع اطلاعات خصوصی دسترسی اندکی دارند؛ آن‌ها را منتفع سازد. اما اگر اجبار، اختیار مدیرانی را نقض کند که در موقعیت بهتری برای ارزیابی منافع و هزینه‌های ناشی از افشاء قرار دارند؛ می‌تواند عواقب وخیمی نیز داشته باشد و موجب سلب اطمینان از سرمایه‌گذاران شود (ببیر و همکاران، ۲۰۱۰، ص ۳۲۱). باید توجه نمود؛ اطلاعاتی که به سادگی قابل درک بوده و واقعیت‌های اقتصادی واحد تجاری را افشاء می‌کنند؛ دقت ارزیابی سرمایه‌گذاران از جریانات نقدی آتی شرکت را افزایش دهند؛ و این سازه دقت ارزیابی‌ها است که به شفافیت گزارشگری مالی مرتبط است و تاثیر کیفیت اطلاعات بر هزینه سرمایه از کانال عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌باشد (لمبرت و همکاران، ۲۰۰۷، ص ۴۱۵)؛ لذا عدم ارتباط معنادار دو بُعد هزینه سرمایه با جزء کیفیت اطلاعات مدل محققان ممکن است نشانگر

این واقعیت باشد که عوامل کیفیت مورد استفاده در این پژوهش دقت ارزیابی‌ها را افزایش نمی‌دهند.

عامل چهارم نیز که مشتمل بر ابعاد به موقع بودن افشاء، کیفیت حسابرس و میزان تامین منابع شرکت از محل بدهی است؛ بر خلاف انتظار رابطه معناداری با هزینه سرمایه شرکت ندارد که این یافته با نتایج پژوهش بوشمن و همکاران (۲۰۰۴) مطابق نیست؛ به نظر می‌رسد؛ از آنجا که شفافیت ویژگی چند بُعدی محیط اطلاعاتی شرکت است که به صورت مستقیم قابل اندازه‌گیری نمی‌باشد؛ در اندازه‌گیری آن از شاخص‌های غیرمستقیمی استفاده می‌شود که با سازه‌های تئوریک مرتبط هستند؛ لذا، گرچه پذیرفته شده است که انتخاب یک حسابرس با کیفیت، شاخص غیرمستقیمی برای مدنظر قرار دادن شرکت‌هایی است که متعهد به ارائه اطلاعات مالی صادقانه و قابل فهم می‌باشند؛ اما انتخاب یک حسابرس با کیفیت الزاما به معنای شفافیت گزارشگری مالی نمی‌باشد. عدم تمایز بین جنبه‌های افشای اختیاری از اجباری در مدل پیشنهادی نیز ممکن است موجب عدم تاثیرگذاری سازه‌های عامل چهارم شفافیت بر هزینه سرمایه شرکت باشد؛ بهر حال نتایج کلی مطابق با نتایج پژوهش دبوکسی و گیل (۲۰۱۱) است که عنوان می‌کنند؛ از آنجا که تمامی معیارهای تک بُعدی، شاخص‌های غیرمستقیم شفافیت گزارشگری مالی هستند؛ به احتمال زیاد، شفافیت را با خطا اندازه‌گیری می‌کنند؛ مدنظر قرار دادن این شاخص‌ها به عنوان یک گروه، معیار مناسب‌تری از تعهد شرکت به افشای مالی شفاف و کیفیت کلی محیط اطلاعاتی شرکت خواهد بود و موجب افزایش توان تشریحی آزمون می‌گردد.

## ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

شفافیت یکی از مهم‌ترین عواملی است که موجب جذابیت شرکت از دیدگاه سرمایه‌گذاران می‌شود؛ اما توافقی در مورد شفافیت و اجزای تشکیل دهنده آن در ادبیات وجود ندارد؛ و در تحقیقات پیشین به ویژه در پژوهش‌های داخلی، معیار جامعی از شفافیت شرکت که منطبق با شرایط محیطی کشور باشد؛ ارائه نگردیده است که همین موضوع منجر به نتایج متفاوتی در خصوص آثار شفافیت گزارشگری مالی شده است. در حالت ایده‌آل به منظور اندازه‌گیری شفافیت گزارشگری مالی در سطح شرکت، کفایت، کیفیت و اعتبار اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌ها باید مورد ارزیابی قرار گیرد. اما با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی بین تهیه‌کنندگان اطلاعات و استفاده‌کنندگان، چنین امری تقریبا غیرممکن است. در حقیقت، یکی از مهم‌ترین اهداف اطلاعات حسابداری، کاهش این عدم تقارن اطلاعاتی است. اما یکی از روش‌های



ممکن برای سنجش شفافیت گزارشگری مالی، ارزیابی فرایند تهیه اطلاعات حسابداری است (کیم، ۲۰۰۵، ص ۱۳).

مشکل مهم ادبیات حوزه شفافیت این است که شفافیت یک متغیر انتخابی است که به صورت مشترک و به همراه طیف وسیعی از سایر متغیرها تعیین می‌گردد و بنابراین امکان سنجش رابطه علی را دشوار می‌سازد (لنگ و میفیت، ۲۰۱۱، ص ۱۲۴). مدل شفافیت گزارشگری مالی این پژوهش به مکانیسم‌هایی توجه داشته است که اطلاعات از طریق آنها به سرمایه‌گذاران انتقال می‌یابد؛ این مکانیسم‌ها مشتمل بر گزارشگری شرکت و کسب اطلاعات نهانی است و کمیت اطلاعات افشاء شده به عموم، کیفیت آنها و کسب اطلاعات نهانی را مدنظر قرار می‌دهد.

در این پژوهش با توجه به نبود داده‌های لازم بعد اطلاعات رسانه‌ای که در تحقیقات پیشین مانند بوشمن و همکاران (۲۰۰۴) و دبوکسی و گیل (۲۰۱۱) به عنوان جزئی از مدل شفافیت گزارشگری مالی مدنظر قرار گرفته است؛ از مدل مستثنی گردیده است؛ پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، این بُعد نیز مورد توجه پژوهشگران داخلی قرار گیرد.

به علاوه با توجه به افزایش نظارت سازمان بورس بر شرکت‌های بورسی و نظام‌مندتر شدن افشای شرکت‌ها با تدوین آیین‌نامه‌های متعدد در مقاطع زمانی مختلف پیشنهاد می‌گردد؛ در پژوهش‌های بعد، بررسی عواقب اقتصادی شفافیت گزارشگری مالی با مدنظر قراردادن این مقاطع زمانی به عنوان تاریخ عطفی در شفافیت انجام شود. همچنین در مدل شفافیت گزارشگری مالی این پژوهش تمایزی بین جنبه‌های افشای اختیاری و اجباری ایجاد نگردیده است؛ اجبار به افشای اطلاعات در یک قالب استاندارد، توانایی سرمایه‌گذاران را در دسترسی، تفسیر و پاسخ به اطلاعات بهبود خواهد بخشید. به علاوه، اگر نیروهای بازار به تنهایی قادر به حل مسئله اطلاعات نباشند؛ افشای اجباری می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد (هارت، ۲۰۰۹، ص ۴۴۰). ممکن است در بازارهای کم اصطکاک مانند بازارهایی که دارای مدیران قابل اعتمادی هستند؛ جریان اطلاعات در آنها اثربخش است و سرمایه‌گذاران آنها منطقی می‌باشند؛ اطلاعات خصوصی مدیران رمزگشایی شود. اما رمزگشایی این اطلاعات در بازارهایی که اصطکاک قابل توجهی دارند مانند بازارهای نوظهور به احتمال کمتری انجام می‌گیرد. از طرفی، نتیجه تحقیقات در سایر کشورهای دنیا مانند چین (هانگ و همکاران، ۲۰۱۳، ص ۱۹۳) نشان داده است که اجبار به افشا کمیت اطلاعات در دسترس عموم را افزایش می‌دهد؛ اما این افزایش، الزاما منجر به بهبود محیط اطلاعاتی سهامداران نمی‌شود؛ با توجه به تاثیر متفاوت اطلاعات اجباری و اختیاری به نظر می‌رسد تفکیک این نوع اطلاعات در مدل‌های شفافیت گزارشگری مالی نیز به بهبود اندازه‌گیری شفافیت گزارشگری مالی منجر گردد.

کتابنامه

۱. بنایی علی. (۱۳۹۰). بررسی ارتباط میان شفافیت سود، هزینه سرمایه، نقد شوندگی سهام و ارزش شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اقتصادی.
۲. بولو، قاسم؛ رحمانی مهر، مسعود. (۱۳۹۲). هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲(۸): ۵۹-۸۰.
۳. دوانی غلامحسین و محمد رضا معینی. (۱۳۸۵). مقررات افشا، عدم تقارن اطلاعات و پیامدهای اجتماعی آن. (www.hesabiran.com)
۴. کردستانی، غلامرضا؛ علوی، سید مصطفی. (۱۳۸۹). بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۳(۱۲): ۴۳-۶۱.
5. Amihud, Y and Mendelson, H (1986). The effect of beta bid-ask spread residual risk and size on stock return. *Journal of finance*, 44(2): 479-486.
6. Amihud, Y., and H. Mendelson. (2008). Liquidity, the Value of the Firm, and Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2): 32-45.
7. Andrade, Sandro C., Gennaro Bernile, Frederick M. Hood III. (2014). SOX, corporate transparency, and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 38: 145-165.
8. Ang, A., and J. Liu. (2004). How to Discount Cash flows with Time-Varying Expected Returns. *Journal of Finance* 59(2):745-2):783.
9. Barone, GJ (2003). Perception of earnings quality and their associations with the cost of equity capital. Working paper. Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
10. Barth, M.E., and K. Schipper. (2008). Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 23(2):173-190.
11. Barth, M.E., Y. Konchitchki & W.R. Landsman. (2013). Cost of Capital and Earnings Transparency. *Journal of Accounting and Economic*; 55(2013): 206-224.
12. Beyer, A., Cohen, D., Lys T., and B. Walther. (2010). the financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2010): 296-343.
13. Botosan, C.A (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review* 72(1997):323-349.
14. Bushman, R and Piotroski, J and Smith, A (2004). What determines corporate transparency? *Journal of accounting Research*, 42(2):207-252.
15. DeBoskey, David, Gillett. (2011). The impact of multi-dimensional corporate transparency on us firms' credit ratings and cost of capital. *Review of Quantitative Finance & Accounting*; Jan 2013, 40 (1): 10 .
16. Dhaliwal, D., S. Heitzman, and O.Z. Li. (2007). Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 44(4): 691-723.

17. Dhaliwal, Dan. Oliver Zhen Li, Albert Tsang, Yong George Yang.(2014).Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency, *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4): 328-355.
18. Diamond, D and Vrrucchia, R (1991). Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of finance* 46(1991):1325-1360.
19. Easley, D., Hvidkjaer, S., O'Hara, M., (2002). Is information risk a determinant of asset returns? *The Journal of Finance*, 57(5): 2185-2221.
20. Fama, E F and French, K R (1993). Common risk factors in the returns of stock and bonds. *Journal of financial economics* 33(1993):3-56.
21. Gernon H, Meeks GK (1997). Accounting an international perspective, 5th edn. Irwin McGraw-Hill, Singapore. Working paper.
22. Hamada, R.S. (1972). The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stock. *Journal of Finance* 27,(May, 1972): 435-452.
23. Hart, O. (2009). Regulation and Sarbanes-Oxley. *Journal of Accounting Research* 47 (2): 437-445.
24. Huang , Xiaobei , Mandatory vs. (2013).Voluntary Management Earnings Forecasts in China, Xi Li , Senyo Y. Tse, Jenny Wu Tucker, May 2, 2013, Mays Business School Research Paper No. 2012-82.
25. Kim, Jinbae.(2005).Accounting Transparency of Korean Firms:Measurement and Determinant Analysis. *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge \* Number 2 \* March 2005, 8(2):117-132.
26. Kothari, S.P., Li, X., & Short, J.E. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. *The Accounting Review*, 84(5): 1639-1670.
27. Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R., (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research* 45(2007):385-420.
28. Lang, M., M. Maffett. (2011). Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods. *Journal of Accounting and Economics* 52 (2011): 101-125.
29. Leuz, C., and R.E. Verrecchia. (2000). the Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research* 38(2000): 91-124.
30. Massa, M., U. Peyer, and Z. Tong. (2005). Limits of Arbitrage and Corporate Financial Policy.Working paper, INSEAD.
31. Mohanram, P. and S. Rajgopal. (2009), Is PIN Priced? *Journal of Accounting and Economics* 47(3): 226-243.
32. Sengupta P (1998). Corporate disclosure quality and cost of debt. *The Accounting Review* 73(4):459-474.
33. Wysocki, P., (2008). Assessing earnings and accruals quality: U.S. and international evidence. Working Paper, MIT.

34. Yan li and Holly Yang (2011). Disclosure and the cost of equity capital: An Analysis at the market level. Working paper. Available at URL:<http://www.ssrn.com>.