

بررسی تاثیر ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

* سعید اله بخشی

** پرویز پیری

*** مهدی حیدری

چکیده

هدف این مقاله بررسی اثر ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه می باشد . جهت نیل به این هدف ، نمونه ای مشتمل بر ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ با روش حذف سیستماتیک انتخاب گردید و اطلاعات آنها با استفاده از روش همبستگی و الگوی داده های ترکیبی با استفاده از نرم افزارهای *E-views* و *Stata* مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته های پژوهش نشان می دهد با افزایش کیفیت افشا، هزینه سرمایه کاهش می یابد و مالکیت دولتی نیز دارای اثر مثبت و معنادار و مالکیت خصوصی دارای اثر منفی و معنادار بر هزینه سرمایه می باشد. همچنین یافته های پژوهش حاکی از آن است که مالکیت دولتی به عنوان متغیر تعدیلی دارای اثر مثبت و معنی دار و مالکیت خصوصی دارای اثر منفی و معنی دار بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه می باشد .

واژگان کلیدی: هزینه سرمایه، کیفیت افشا، ساختار مالکیت.

* کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه اورمیه، اورمیه، ایران

** دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه اورمیه، اورمیه، ایران (نویسنده مسئول)

p.piri@urmia.ac.ir

*** استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه اورمیه، اورمیه، ایران

تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۲/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۳/۲۴

مقدمه

هدف این مقاله، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشا با هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. هزینه سرمایه از اهمیت بالایی برای مدیران شرکت ها برخوردار است، چرا که یکی از عناصر اساسی در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری می باشد و با کاهش آن، ارزش افزوده اقتصادی شرکتها افزایش می یابد. از آنجا که هزینه سرمایه مبنای مقایسه در ارزیابی فرصت های سرمایه-گذاری قرار می گیرد، شرکت ها ناگزیر از حفظ هزینه سرمایه خود در سطح معقولی هستند، چرا که در صورت بالا بودن هزینه سرمایه، شرکت ناگزیر به کنارگذاری بسیاری از پروژه های سرمایه گذاری بالقوه خود خواهد گردید. هزینه سرمایه شرکت میانگین موزون نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران و نرخ تامین مالی از طریق بدهی می باشد به بیان دیگر، هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه گذاران و تامین کنندگان سرمایه شرکت برآورد گردد (پور حیدری و همکاران ۱۳۹۳).

هزینه سرمایه از دو بعد (درون سازمانی و برون سازمانی) دارای اهمیت است: از بعد برون سازمانی هزینه سرمایه در ارزیابی عملکرد شرکت ها و ارزشیابی اوراق بهادار مورد استفاده قرار می گیرد، از بعد درون سازمانی نیز، سرمایه گذاری وجوه توسط شرکت، تعیین اولویت های سرمایه گذاری، ساختار بهینه سرمایه و ارزیابی عملکرد بهینه بخش ها بدون مشخص بودن هزینه سرمایه عملی نخواهد بود. (کردستانی و مجدی ۱۳۸۶)

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران ممکن است به گونه ای عمل نمایند یا تصمیم هایی را اتخاذ کنند که لزوما در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. مطابق این تئوری، باید ساز و کارهای کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت از سهامداران در مقابل تضاد منافع ایجاد شود. موضوع شفافیت صورتهای مالی و کیفیت افشای اطلاعات ارائه شده در آن به عنوان یک راهکار عملی مورد توجه قرار گرفته است. جریان شفاف و باکیفیت اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود (کرمنو و وافیس، ۲۰۰۵).

عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مساله انتخاب نادرست را در پی دارد و اوراق بهادار مواجه با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند (ماتاوسی و همکاران ۲۰۰۴) و هزینه داد و ستد آنها در زمان خرید و فروش بیشتر است، بنابراین خریداران تمایل کمتری به خرید آنها دارند. سرمایه گذاران برای اضافه هزینه معاملاتی

پرداخت شده، پاداش بیشتری مطالبه می کنند. با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشا، شرکت ها میتوانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه سرمایه را کاهش دهند (آمیهولد و مندلسون ۱۹۸۶، اسپینوسا و ترومبتا ۲۰۰۷).

با توجه به آنچه که به اختصار بیان شد و با توجه به سابقه موضوع می توان گفت، این پژوهش به دنبال آن است که بررسی نماید آیا ساختارهای مالکیت متفاوت تاثیری بر هزینه سرمایه شرکت ها دارد؟ و اینکه این ساختارهای مالکیت متفاوت چه تاثیری می تواند بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه داشته باشد؟

۲. مبانی نظری و مروری بر مطالعات گذشته

ادبیات نظری پیرامون رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه، وسیع بوده اما همچنان در حال رشد است. به نظر میرسد که افشای بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و در نتیجه، باعث کاهش صرف ریسک مستتر در هزینه سرمایه می شود. اما تحقیقات چند دهه اخیر، نتوانسته اند پاسخ قطعی در مورد این موضوع فراهم آورند (چیانگ و هو، ۲۰۱۴).

براون و هایلجیست (۲۰۰۷) معتقدند که کیفیت افشا به دو طریق می تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از طرقی که کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می دهد، تغییر رفتار مبادلاتی سرمایه گذاران ناآگاه و بی اطلاع است. بر اساس فرضیه شناخت سرمایه گذار، چنین سرمایه گذارانی تمایل بیشتری به سرمایه گذاری و مبادله در سهام شرکت هایی دارند که به خوبی شناخته شده اند یا به شکل مساعد و مطلوب مورد قضاوت قرار می گیرند. اگر کیفیت افشای بالاتر، پدیداری یا قابلیت رؤیت یک شرکت را افزایش و یا هزینه های پردازش اطلاعات عمومی شرکت را کاهش دهد، این کیفیت بالاتر باعث انجام مبادلات بیشتری بر روی سهام شرکت توسط سرمایه گذاران ناآگاه خواهد شد. در حالی که افزایش میزان معاملات غیر آگاهانه، باعث کاهش احتمال انجام مبادله با سرمایه گذاران ناآگاه با اطلاعات خصوصی می شود، پژوهش های گذشته نشان می دهند که مبادله غیر آگاهانه بیشتر، سرمایه گذاران ناآگاه را بیشتر جذب می کند.

دومین طریقی که کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می دهد، تغییر دادن انگیزه جستجو برای اطلاعات خصوصی است (براون و هایلجیست ۲۰۰۷). نتایج پژوهش ورچیا (۱۹۸۲) حاکی از آن است که اطلاعات عمومی که توسط شرکت افشا می شوند، جایگزین کاملی برای اطلاعات خصوصی است و به طور کلی، میزان تمایل

سرمایه گذاران به تحصیل اطلاعات خصوصی هزینه بر، با افزایش میزان اطلاعات عمومی افشا شده شرکت، کاهش پیدا می کند. دیاموند (۱۹۸۵) نیز به این نتیجه رسید که انگیزه های سرمایه گذاران برای تحصیل اطلاعات خصوصی با افزایش افشای اطلاعات عمومی توسط شرکت ها، کاهش می یابد به طور کلی، احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت هایی با کیفیت افشای بالا، اطلاعات عمومی با اهمیت را به موقع افشا کنند و همچنین اطلاعات آتی را ارائه کنند. بنابراین، انتظار می رود که کیفیت افشای بیشتر، انگیزه جستجو برای اطلاعات خصوصی را کاهش دهد.

پژوهش های تجربی نیز نشان می دهند که کیفیت افشا به صورت معکوس به فراوانی رویدادهای اطلاعاتی خصوصی مرتبط است. گلب و زاروین (۲۰۰۲) و لندلم و مایرز (۲۰۰۲) به این نتیجه رسیدند، زمانی که کیفیت افشا بالاتر است، بازده جاری سهام اطلاعات بیشتری درباره سودهای آتی، فراهم می کند. این نتایج نشان می دهد که افشای آگاه کننده بیشتر، کل مجموعه اطلاعات مربوط به سودهای آتی را که به صورت خصوصی می تواند درباره شرکت کشف شود، کاهش می دهد. چون اطلاعات کمتری برای کشف باقی می ماند و همچنین با توجه به کاهش انگیزه های جستجو، انتظار می رود که فراوانی رویدادهای مبتنی بر اطلاعات خصوصی، با بهبود کیفیت افشا، کاهش یابد. بنابراین، ادعا می شود که کیفیت افشای اطلاعات عمومی به صورت معکوسی با عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط است.

عدم نقدشوندگی سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، هزینه های اضافی مبادلاتی را به سرمایه گذاران تحمیل می کند. بنابراین، نرخ بازده مورد مطالبه سهام افزایش می یابد (آمیپولد و مندلسون ۱۹۸۶). افزون بر این، انتخاب نادرست می تواند تصمیمات مبادلاتی سرمایه گذاران را تحریف نموده، به تخصیص ناکارای دارایی ها منجر شود. گارلیانو و پدرسن (۲۰۰۴) نشان دادند که در حالت تعادل، سرمایه گذاران برای هزینه های مرتبط با تخصیص ناکارای اوراق بهادار در اقتصاد، خواستار پاداش هستند، که این موضوع مجدداً نرخ بازده مورد مطالبه یا هزینه سرمایه را افزایش می دهد. افزون بر این، در زمان انتشار سهام توسط شرکت، سرمایه گذاران پیش بینی می کنند که در زمان فروش سهام در آینده با کاهش قیمت ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی مواجه خواهند شد. در واکنش به این موضوع، سرمایه گذاران قیمت اوراق را به مقداری که تمایل به خرید آنها دارند، کاهش می دهند که آن نیز به نوبه خود ارزش شرکت را کاهش می دهد. این اثر

ایجاب می کند که شرکت سهام بیشتری منتشر کند تا یک مبلغ ثابت از سرمایه را افزایش دهد. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی به صورت هزینه سرمایه بیشتر نمود پیدا می کند (لویز و ویسوکا، ۲۰۰۶).

(کور و همکاران، ۲۰۱۵) نیز نشان می دهند که افشای بهتر (با کیفیت تر)، پیش بینی - های سرمایه گذاران درباره جریان های نقدی آتی را بهبود می بخشد. از آنجایی که تحقق مقدار زیادی از جریان های نقدی آتی قطعی و مسلم است، کوواریانس بین جریان های نقدی شرکت و جریان های نقدی سهام در پرتفوی بازار، کمتر می شود، که به نوبه خود، باعث کاهش ریسک و هزینه سرمایه شرکت می شود. برخی دیگر از پژوهشگران نیز معتقدند که افشای بیشتر، ریسک برآوردی مربوط به ارزیابی سرمایه گذاران از پارامترهای توزیع بازده یک دارایی را کاهش می دهد، سرمایه گذاران پارامترهای توزیع بازده اوراق بهادار را بر اساس اطلاعات موجود مربوط به شرکت، برآورد می کنند (بوتوسان و پلامپل، ۲۰۰۲).

شواهدی دال بر این وجود دارد که در مورد شرکت هایی با مالکیت دولتی به دلیل منطق نادرست انتخاب مدیران شایسته، ضعف دانش مالی و پنهان کاری در حساب ها توسط مدیران و نیز عدم ایفای مسئولیت پاسخگویی باعث می گردد تا سیستم حسابداری بدرستی به اجرا در نیامده و نتواند به اهداف مشخص شده اش که مهم ترین آنها ارائه صادقانه اطلاعات مالی به استفاده کنندگان است، دست پیدا کند. بر همین اساس انتظار بر این است تا رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه نیز تحت تاثیر ساختار مالکیت قرار گیرد.

مطالعات پیشین

در جداول ۱ و ۲ پیشینه پژوهش های مرتبط با موضوع تحقیق حاضر ارائه گردیده است.

جدول ۱: خلاصه ای از نتایج بدست آمده توسط پژوهش های خارجی

پژوهشگران	موضوع پژوهش	نتایج بدست آمده
آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶)	قیمت گذاری دارایی و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش	با افشای اطلاعات خصوصی شرکت ها، می توان انتخاب های نامناسبی که منجر به تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می شوند را کاهش داد و از این طریق، هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش داد
بوتوسان (۱۹۹۷)	بررسی تاثیر پیگیری تحلیلگران بر رابطه بین میزان افشا و هزینه سرمایه شرکت	در شرکت هایی که پیگیری تحلیلگران در آنها پایین است، افزایش افشا باعث کاهش هزینه سرمایه می شود، اما برای شرکت هایی که پیگیری تحلیلگران بالاست رابطه

بین میزان افشا و هزینه سرمایه وجود ندارد	های آمریکایی	
افزایش میزان افشا باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه سهام می گردد	تاثیر افشا بر هزینه سهام عادی در انتشار اولیه سهام	اسکراند و ورچیا (۲۰۰۵)
بین افشا و هزینه سرمایه رابطه ای منفی و معناداری وجود دارد. البته، این رابطه فقط برای شرکت هایی معنادار است که سیاست های جسورانه حسابداری را اتخاذ می کنند	بررسی رابطه بین افشا و هزینه سرمایه شرکتهای بورس اوراق بهادار لندن	گیتزمن و آیرلند (۲۰۰۵)
شرکتهایی که اکثر سهام آنها در اختیار نهادهای دولتی است، بیشتر در معرض عدم سلامت مالی قرار گیرند.	ساختار مالکیت و بحران مالی: شواهدی از شرکت های چینی	دنگ و ونگ (۲۰۰۶)
بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و هزینه سرمایه در شرکت های کوچک رابطه ای معکوس وجود دارد	تاثیر اطلاعات محیطی بر رابطه کیفیت افشای اطلاعات مالی و هزینه سرمایه	ژو (۲۰۰۹)
کیفیت افشای اطلاعات حسابداری تابعی از عوامل مختلف شامل ساختار سرمایه، نوع مالکیت، رشد فروش، اندازه شرکت می باشند	توسعه کیفیت حسابداری در IAS و IFRS در طول زمان: مطالعه موردی آلمان	پانانن و لین (۲۰۰۹)
شواهد حاکی از وجود رابطه ای معکوس بین سطح محافظه کاری و هزینه سرمایه در نمونه ی انتخابی بود و این ارتباط در محیط هایی با افشای بالا تقلیل می یابد	بررسی اثر محافظه کاری حسابداری و افشا را به صورت انفرادی و مشترک، بر هزینه سرمایه	آرتیانچ و کلارسن (۲۰۱۴)
مالکیت و شفافیت بیشتر دارای پتانسیل لازم جهت هماهنگ کردن انگیزه بین مدیران و سرمایه گذاران و در نتیجه کاهش ریسک سیستماتیک و هزینه سرمایه میباشند.	بررسی تاثیر مالکیت داخلی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه	کور و همکاران (۲۰۱۵)
وجود ارتباط منفی بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه در محیط های با افشای ضعیف، همچنین این پژوهش ارتباط بین انواع مختلف مالکیت و هزینه سرمایه را تایید می کند	تاثیر ویژگی های منحصر به فرد حقوقی و فرهنگی مصر بر افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه	خلیف و همکاران (۲۰۱۵)

جدول ۲: خلاصه ای از نتایج بدست آمده توسط پژوهش های داخلی

نتایج بدست آمده	موضوع پژوهش	پژوهشگران
افزایش میزان افشا موجب کاهش هزینه سرمایه می شود	بررسی تاثیر افزایش میزان افشا بر هزینه سهام عادی	دستگیر و برازاده (۱۳۸۲)
یک رابطه معکوس و معنادار بین ویژگیهای کیفی سود	بررسی رابطه بین	کردستانی و مجدی

(پایداری، قابلیت پیش بینی، مربوط بودن سود، به موقع بودن سود) و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد	ویژگیهای کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی	(۱۳۸۶)
هزینه سرمایه شرکتهای با کیفیت اقلام تعهدی پایین از هزینه سرمایه شرکتهای با کیفیت اقلام تعهدی بالا، بیشتر است. همچنین طبق یافته های این تحقیق تاثیر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری بر هزینه سرمایه بیشتر از تاثیر کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری (ذاتی) بر هزینه سرمایه شرکتهای است.	کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه	محمد عرب مازار یزدی و طالبیان (۱۳۸۸)
در شرکتهای پذیرفته شده در بورس که ساختار مالکیت آنها خصوصی تر است، کیفیت اطلاعات بیشتر است.	تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی	اعتمادی و همکاران (۱۳۸۸)
کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت دارد. همچنین یافته های پژوهش حاکی از وجود اثر مثبت قابل اتکا بودن افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام میباشد.	اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	مراد زاده فرد و ابو حمزه (۱۳۸۹)
یک عامل مهم در کاهش افشا به موقع اطلاعات، دولتی بودن شرکتهاست. بنابراین یکی از راه های بهبود کیفیت افشا، واگذاری مالکیت دولتی به بخش خصوصی است	بررسی عوامل موثر بر رتبه بندی شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ کیفیت افشاء و به موقع بودن	بنی مهد و محسنی شریف (۱۳۸۹)
بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد	بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه	ملکیان و همکاران (۱۳۹۰)
رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه سهام عادی جاری و آتی شرکت وجود دارد.	تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه	ستایش و همکاران (۱۳۹۰)
مالکیت دولتی رابطه منفی و معناداری با کیفیت افشای شرکتی دارد و مالکیت شرکت های خصوصی نیز تاثیر منفی بر کیفیت افشای شرکتی دارد.	در پایان نامه خود به بررسی تاثیر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر کیفیت افشا پرداخت	خواجه نصیری (۱۳۹۱)
رابطه منفی و معنی داری بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام، برای شرکت های بزرگ وجود دارد اما همچنین رابطه ای برای شرکت های کوچکتر از میانگین قابل مشاهده نیست	تاثیر اندازه شرکت بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام	مشایخی و فرهادی (۱۳۹۲)

<p>نتایج بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی اختصاصی و کیفیت افشا و رابطه منفی و معنادار بین مالکیت نهادی گذرا و کیفیت افشا است؛ اما رابطه معناداری بین کیفیت افشا و مالکیت نهادی شبه شاخصی مشاهده نشد</p>	<p>رابطه بین نوع مالکیت نهادی و کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران.</p>	<p>ستایش و ابراهیمی میمند (۱۳۹۳)</p>
<p>رابطه منفی و معنادار بین افشا و هزینه سرمایه شرکت های بزرگ وجود دارد، در حالی که رابطه مزبور برای شرکتهای کوچک معنادار نیست</p>	<p>تأثیر اندازه شرکت بر رابطه بین افشا و هزینه سرمایه شرکت</p>	<p>پور حیدری و همکاران (۱۳۹۳)</p>
<p>نتایج این تحقیق بیانگر این است که رابطه منفی معنی داری بین مالکیت نهادی، دولتی و تعداد اعضای هیئت مدیره با هزینه سرمایه و بین مالکیت خصوصی و هزینه سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد</p>	<p>رابطه بین ساختار مالکیت بر هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران</p>	<p>ذوالپیرانی و ایزدی (۱۳۹۳)</p>
<p>نتایج حاصل از پژوهش، تأثیرپذیری عملکرد از مالکیت مدیریتی را مورد تأیید قرار نداده است. بنابراین، یافته‌های پژوهش، این گزاره که افزایش مالکیت مدیریتی به دلیل همسو شدن منافع مدیریت و سهامداران باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش منافع سهامداران می‌شود، مورد تأیید قرار نمی‌دهد.</p>	<p>بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)</p>	<p>خواجه‌جوی و شکرالهی (۱۳۹۶)</p>

در پژوهش‌های قبلی بیشتر به ارتباط کیفیت افشا و هزینه سرمایه و کیفیت افشا با ساختار مالکیت پرداخته شده است و به رابطه بین ساختار مالکیت با هزینه سرمایه و تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه کیفیت افشا و هزینه سرمایه پرداخته نشده است. پژوهش حاضر به طرح ارتباط بین ساختار مالکیت با هزینه سرمایه و تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه و روابط احتمالی بین مولفه‌های مذکور پرداخته است.

فرضیات تحقیق

با عنایت به مبانی نظری مطرح شده و پیشینه پژوهش فرضیه‌های تحقیق به ترتیب زیر صورت بندی گردید:

فرضیه اول: کیفیت افشا تاثیر منفی و معناداری بر هزینه سرمایه دارد.

فرضیه دوم: ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) تاثیر معناداری بر هزینه سرمایه دارد.

فرضیه سوم: ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) به عنوان متغیر تعدیلگر تاثیر معناداری

بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت ها دارند.

روش پژوهش

این پژوهش درصدد بررسی ارتباط کیفیت افشا بر هزینه سرمایه شرکت ها با در نظر گرفتن اثر تعدیلی ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) بر روی این ارتباط می باشد. این تحقیق براساس هدف از نوع کاربردی و از لحاظ روش گردآوری اطلاعات از نوع تحقیقات غیرآزمایشی و توصیفی بوده و از نوع همبستگی می باشد، هدف اصلی آن تعیین وجود، میزان و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است. اطلاعات گردآوری شده مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت هاست. در این پژوهش اطلاعات به صورت مستقیم از صورت های مالی، پایگاه دادهای ره‌آورد نوین و سایت سازمان بورس استخراج شده است. جامعه آماری متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه از روش غربالگری استفاده شده، بدین ترتیب که نخست تمام شرکت‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ انتخاب شدند، سپس از بین شرکت‌های موجود، شرکت‌های فاقد هر یک از شرایط زیر، از نمونه خارج شدند:

۱. قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته شده باشند.
۲. سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
۳. شرکت ها نباید سال مالی خود را تغییر داده باشند.
۴. جزء شرکت های مالی همچون بانک ها و کلیه شرکت های سرمایه‌گذاری و هلدینگ نباشند، زیرا ماهیت فعالیت این گونه شرکت ها متفاوت می باشد.
۵. اطلاعات آنها در دسترس باشد.

با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق، در نهایت ۱۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای نمونه انتخاب گردید. سپس جهت خلاصه کردن اطلاعات از نرم افزار صفحه گسترده اکسل استفاده شده است، و در نهایت با استفاده از نرم افزار ایویوز و استیتا آزمون فرضیه ها صورت گرفته است.

روش آزمون فرضیه ها

با توجه به مطالب بالا برای آزمون هر یک از فرضیه ها از مدل های آماری زیر استفاده می

شود:

فرضیه اول) برای بررسی رابطه بین کیفیت افشا بر هزینه سرمایه از مدل رگرسیون زیر استفاده می شود:

$$cost = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم) برای بررسی رابطه بین ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) بر هزینه سرمایه از روابط زیر استفاده می شود:

برای بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و هزینه سرمایه از مدل رگرسیون زیر استفاده می شود:

$$cost = \beta_0 + \beta_1 Gov. Own_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی رابطه بین مالکیت خصوصی و هزینه سرمایه از مدل رگرسیون زیر استفاده

می شود:

$$cost = \beta_0 + \beta_1 Pri. Own_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه سوم) برای بررسی رابطه بین کیفیت افشا با هزینه سرمایه با اثر تعدیلی ساختار مالکیت (دولتی و خصوصی) از روابط زیر استفاده می شود:

برای بررسی تاثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه از مدل رگرسیون زیر استفاده می شود:

$$cost = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 Gov. Own_{it} + \beta_3 Gov. Own_{it} \times DQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای بررسی تاثیر مالکیت خصوصی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه از مدل زیر استفاده می شود:

$$cost = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 Pri. Own_{it} + \beta_3 Pri. Own_{it} \times DQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر های پژوهش

با توجه به فرضیات تحقیق، متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیل کننده و کنترلی به شرح زیر می باشد:

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	روش اندازه گیری
متغیر وابسته	هزینه سرمایه	cost	میانگین موزون هزینه منابع تأمین شده از محل بدهی ها و حقوق صاحبان سهام است. به منظور اندازه گیری هزینه بدهی طبق تحقیق حجازی و همکاران (۱۳۹۱)، از تقسیم هزینه های مالی بر کل بدهی های شرکت استفاده شده است و به منظور اندازه گیری هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل ارزش گذاری گوردون طبق تحقیق مشایخی و فرهادی (۱۳۹۲) استفاده گردیده است .
متغیر مستقل	کیفیت افشا	DQ	رتبه بندی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران ، که توسط سازمان بورس اوراق بهادار اندازه گیری شده و منتشر می شود
متغیر تعدیلی	مالکیت دولتی	Gov.Own	درصد مالکیت سهامداران دولتی
متغیر تعدیلی	مالکیت خصوصی	Pri.Own	درصد مالکیت اشخاص حقوقی غیر دولتی و اشخاص حقیقی
متغیر کنترلی	اهرم مالی	Lev	بدهی های بلند مدت $Lev = \frac{\text{بدهی های بلند مدت}}{\text{دارایی ها}}$
متغیر کنترلی	ریسک سیستماتیک	Beta	$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)}$
متغیر کنترلی	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل توصیفی داده ها در جدول شماره ۱ آمده است. همان طور که مشاهده می شود میانگین هزینه سرمایه ۰,۱۵۲۳۶۵ می باشد. همچنین حداقل میزان هزینه سرمایه ۰,۰۱۸۹۱۳ و بیشترین آن ۰,۹۱۵۱۱۱ به دست آمده است. میزان اختلاف بین میانگین و میانه متغیر هزینه سرمایه نیز نشان دهنده توزیع غیر نرمال این متغیر است. همچنین میانگین کیفیت افشا در شرکت های مورد بررسی ۶۲٪ می باشد. با توجه به مقادیر بدست آمده می توان گفت به طور میانگین مالکیت دولتی در شرکت ها ۶۰/۱۲٪ و مالکیت خصوصی ۳۹/۸۸٪ می باشد.

جدول ۳، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
هزینه سرمایه	۰,۱۵۲۳۶۵	۰,۱۴۰۳۳۶	۰,۹۱۵۱۱۱	۰,۰۱۸۹۱۳	۰,۰۷۸۳۷۹
کیفیت افشا	۶۱,۸۸۳۱۸	۶۴,۰۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰۰	-۱۳,۰۰۰۰	۲۳,۱۹۸۴۲
مالکیت دولتی	۰,۶۰۱۹۷۲	۰,۷۱۶۲۰۰	۰,۹۹۰۹۰۰	۰,۰۰۰۳۰۰	۰,۳۱۳۹۵۲
مالکیت خصوصی	۰,۳۹۸۸۳۴	۰,۲۸۷۴۵۰	۰,۹۹۹۷۰۰	۰,۰۰۰۹۱۰۰	۰,۳۱۳۶۰۱
اندازه شرکت	۲۷,۰۰۹۰۵	۲۶,۹۲۱۹۵	۳۲,۲۴۳۰۹	۲۳,۳۸۵۸۰	۱,۵۳۷۸۸۶
اهرم مالی	۰,۰۷۲۱۷۶	۰,۰۴۵۲۰۲	۰,۹۳۹۳۸۳	۰,۰۰۰۰۲۱۹	۰,۰۸۴۹۰۰
بتا	۰,۵۹۷۸۵۳	۰,۴۶۴۴۸۴	۸,۵۵۷۱۶۲	-۵,۷۰۲۱۱۷	۱,۰۶۳۰۷۲

آمار استنباطی

برای اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرض‌های زیربنایی رگرسیون بکار رفته در این پژوهش بررسی شد. بدین منظور ابتدا پایایی متغیرهای پژوهش با اجرای آزمون‌های لوین لین چوی و ایم، پسران بررسی شد. نتایج آزمون‌ها در جدول شماره ۴ آمده است.

جدول ۴. آزمون‌های مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آزمون لوین لین چوی			آزمون ایم، پسران		
	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه
هزینه سرمایه	-۱۲,۲۶۰۹	۰,۰۰۰۰	عدم رد	-۴,۱۲۱۹	۰,۰۰۰۰	عدم رد
کیفیت افشا	-۱۶,۲۵۶۹	۰,۰۰۰۰	عدم رد	-۴,۸۶۵۵۳	۰,۰۰۰۰	عدم رد
مالکیت دولتی	-۴,۱۸۲۳۱	۰,۰۰۰۰	عدم رد	-۸,۶۳۲۷۴	۰,۰۰۰۰	عدم رد
مالکیت خصوصی	-۱,۸۰۳۰۳	۰,۰۳۵۷	عدم رد	-۷,۸۰۰۱۴	۰,۰۰۰۰	عدم رد
بتا	-۲۵,۲۷۰۵	۰,۰۰۰۰	عدم رد	-۹,۱۲۷۳۶	۰,۰۰۰۰	عدم رد
اندازه شرکت	۳,۹۶۱۴۲	۱,۰۰	رد مانایی	۴,۷۰۱۹۳	۱,۰۰	رد مانایی
اهرم مالی	-۴۱,۰۷۹۹	۰,۰۰۰۰	عدم رد	-۴,۳۵۱۵۷	۰,۰۰۰۰	عدم رد

چنانچه متغیرها در یک مدل رگرسیون، نامانا باشند، برآورد ضرایب به یک رگرسیون کاذب می‌انجامد. از آنجا که متغیرهای مدل بر طبق آزمون‌های مانایی جواب یکسانی در مورد مانایی متغیرها گزارش نمی‌دهند، برای پرهیز از وجود مشکل رگرسیون ساختگی در تخمین‌ها، بایستی هم‌انباشتگی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل مورد بررسی قرار گیرد. به منظور بررسی هم‌انباشتگی و رابطه تعادلی بلندمدت از آزمون هم‌انباشتگی کائو استفاده شد. فرض صفر این آزمون مبین عدم وجود مانایی و فرض یک، مبین وجود مانایی بلند

مدت بین متغیرها می باشد.

جدول ۵. آزمون هم انباشتگی

آزمون کائو		
نتیجه	احتمال آماره	مقدار آماره
عدم رد مانایی	۰,۰۰۰۰	-۶,۹۷۶۷۶۴

با توجه به نتیجه آزمون کائو رابطه بلند مدت میان متغیرهای مدل برقرار می باشد.

جدول ۶. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس ها و خود همبستگی

آزمون خود همبستگی		آزمون ناهمسانی واریانس ها			مدل پژوهش	
نتیجه آزمون	احتمال آماره	مقدار آماره	نتیجه آزمون	احتمال آماره	مقدار آماره	
خود همبستگی دارد	۰,۰۰۲۸	۹,۳۷۷	ناهمسانی دارد	۰,۰۰۰	۵۴۲,۵۴	فرضیه اول
خود همبستگی دارد	۰,۰۰۳۰	۹,۲۱۳	ناهمسانی دارد	۰,۰۰۰	۵۴۱,۰۷	مالکیت دولتی
خود همبستگی دارد	۰,۰۰۳۰	۹,۲۳۱	ناهمسانی دارد	۰,۰۰۰	۵۴۰,۷۸	مالکیت خصوصی
خود همبستگی دارد	۰,۰۰۲۹	۹,۲۸۴	ناهمسانی دارد	۰,۰۰۰	۵۴۳,۸۳	مالکیت دولتی
خود همبستگی دارد	۰,۰۰۲۹	۹,۲۸۵	ناهمسانی دارد	۰,۰۰۰	۵۴۳,۴۵	مالکیت خصوصی

یکی دیگر از مراحل پانل دیتا قبل از آزمون نهایی فرضیه ها ، بررسی ناهمسانی واریانس ها و خود همبستگی مدل های طراحی شده است. جهت بررسی موارد فوق از نرم افزار استتا استفاده شده، که نتایج آن در جدول شماره ۶ وجود ناهمسانی واریانس و وجود خود همبستگی را برای آزمون هر سه فرضیه پژوهش تایید می کند . برای رفع مشکل ناهمسانی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) و برای مشکل خود همبستگی از پارامتر $AR(1)$ و $AR(2)$ استفاده کرده ایم .

بررسی نوع الگوی داده های ترکیبی

هنگامی که از داده های ترکیبی برای تخمین و آزمون فرضیه ها استفاده می شود، قبل از

هر کار به انجام آزمون F لیمر برای تشخیص نوع و روش و نحوه برآورد نیاز است. اگر نتیجه آزمون، استفاده از داده های تلفیقی باشد، تخمین مدل انجام می شود و اگر نتیجه بیانگر استفاده از داده تابلویی بود، از آزمون هاسمن برای انتخاب یکی از دو الگوی اثرات ثابت یا تصادفی استفاده می شود. نتایج حاصل از این دو آزمون در جدول شماره ۷ قابل مشاهده است.

جدول شماره ۷. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون F لیمر			مدل پژوهش	
نتیجه آزمون	احتمال آماره	مقدار آماره	نتیجه آزمون	احتمال آماره	مقدار آماره		
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۰	۳۶,۳۰۲۸	پانلی	۰,۰۰۰۰	۸,۲۷۳۶۶۱	فرضیه اول	
اثرات ثابت	۰,۰۳۹۷	۱۰,۰۴۱۲۱	پانلی	۰,۰۰۰۰	۹,۱۰۰۰۶۹	مالکیت دولتی	فرضیه دوم
اثرات ثابت	۰,۰۳۹۶	۱۰,۰۵۱۵۲۷	پانلی	۰,۰۰۰۰	۹,۰۹۸۰۶۵	مالکیت خصوصی	
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۰	۳۴,۶۰۹۲۴۲	پانلی	۰,۰۰۰۰	۸,۲۱۴۹۱۳	مالکیت دولتی	فرضیه سوم
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۰	۳۴,۵۸۳۲۲۹	پانلی	۰,۰۰۰۰	۸,۲۱۵۹۸۴	مالکیت خصوصی	

با توجه با نتایج بدست آمده در جدول ۷ روش آزمون تمام فرضیه ها روش اثرات ثابت می باشد. با مشخص شدن نوع داده ها با استفاده از آزمون F لیمر و هاسمن، بر اساس مدل های ارائه شده، آزمون فرضیه ها صورت می گیرد. نتایج مربوط به آزمون فرضیه های پژوهش در جداول زیر ارائه شده است.

نتایج آزمون فرضیه یک

در بررسی معنادار بودن این مدل، با توجه به اینکه احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر است، معنادار بودن کل مدل تایید می شود. معناداری ضریب کیفیت افشا (۰,۰۱۱۶) و منفی بودن آن نشان می دهد که کیفیت افشا با هزینه سرمایه رابطه معکوس و معناداری دارد، توضیحی که می توان در خصوص این رابطه منفی بین افشا و هزینه سرمایه ارائه داد چنین است که با افزایش افشا عدم تقارن اطلاعات کاهش یافته و نهایتاً منجر می شود که هزینه

مبادلات و یاریسک برآورد کاهش یافته و در نتیجه هزینه سرمایه کاهش یابد

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه یک

$cost = \beta_0 + \beta_1 DQ_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$			نام متغیر
روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS)			
احتمال آماره	آماره t	ضرایب	
۰,۰۱۱۶	-۲,۵۲۸۷۹۶	-۰,۰۰۰۱۷۶	کیفیت افشا
۰,۰۰۱۵	۳,۱۷۶۲۸۷	۰,۰۰۳۱۵۱	بتا
۰,۰۰۰۳	-۳,۶۰۴۰۴	-۰,۰۶۹۵۸۷	اهرم مالی
۰,۰۰۰۰	۵,۰۹۷۹۷۶	۰,۰۱۰۶۴۲	اندازه شرکت
۰,۰۳۲۸	-۲,۱۳۷۶۳۹	-۰,۱۱۷۶۲۳	مقدار ثابت
۰,۰۰۰۰	۴,۶۲۶۲۳۰	۰,۱۴۲۰۴۲	AR(1)
۲۰,۲۲۳۳۰	F آماره	۰,۷۲۵۱۱۰	ضریب تعیین
۰,۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره F	۰,۶۸۹۲۵۵	ضریب تعیین تعدیل شده
ماخذ : یافته های پژوهش			آماره دوربین-واتسون
			۱,۸۸۰۸۶۹

نتایج آزمون فرضیه دوم:

با توجه به جدول شماره ۹، اثر مالکیت دولتی، با توجه به اینکه احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد، معنادار بودن کلیت مدل تایید می شود. معناداری ضریب مالکیت دولتی (۰,۰۲) و مثبت بودن آن نشان می دهد که مالکیت دولتی با هزینه سرمایه رابطه مثبت و معناداری دارد، همچنین اثر مالکیت خصوصی، نیز معناداری کلیت مدل تایید می شود. معناداری ضریب مالکیت خصوصی (۰,۰۱۶۶) و منفی بودن آن نشان می دهد که مالکیت خصوصی با هزینه سرمایه رابطه معکوس و معناداری دارد، با توجه به نتایج بدست آمده می توان نتیجه گرفت که در شرکت هایی که مالکیت دولتی است هزینه سرمایه نسبت به شرکت های خصوصی تر بالاتر خواهد بود. تفاوت در انگیزه های مدیریتی و نظارتی، اهداف سیاسی و تعهدات اجتماعی واحدهای دولتی عمدتاً باعث می شود که انتظار رود واحد های مزبور عملکرد پایین تری نسبت به موسسات مشابه داشته باشند.

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه دوم

روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS)							
تأثیر مالکیت خصوصی بر هزینه سرمایه				تأثیر مالکیت دولتی بر هزینه سرمایه			
$cost = \beta_0 + \beta_1 Pri.Own_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$				$cost = \beta_0 + \beta_1 Gov.Own_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$			
احتمال آماره	آماره t	ضرایب	نام متغیر	احتمال آماره	آماره t	ضرایب	نام متغیر
۰,۰۱۶۶	-۲,۴۰۰۹۳۸	-۰,۰۳۱۸۷۵	مالکیت خصوصی	۰,۰۲۰۰	۲,۳۳۱۲۱۴	۰,۰۳۱۰۰۸	مالکیت دولتی
۰,۰۰۳۳	۲,۹۴۶۹۵۳	۰,۰۰۲۹۳۵	بنا	۰,۰۰۳۵	۲,۹۲۴۳۵۸	۰,۰۰۲۹۱۹	بنا
۰,۰۰۰۴	-۳,۵۳۸۶۳۰	-۰,۰۶۶۲۹۵	اهرم مالی	۰,۰۰۰۴	-۳,۵۵۰۱۹۰	-۰,۰۶۶۵۸۶	اهرم مالی
۰,۰۰۰۰	۴,۶۶۰۰۵۷	۰,۰۰۹۰۹۴	اندازه شرکت	۰,۰۰۰۰	۴,۶۶۲۹۲۷	۰,۰۰۹۱۰۷	اندازه شرکت
۰,۱۵۸۱	-۱,۴۱۲۶۵۵	-۰,۰۷۴۳۶۲	مقدار ثابت (C)	۰,۰۴۸۸	-۱,۹۷۳۵۷۶	-۰,۱۰۶۰۵۵	مقدار ثابت (C)
۰,۰۰۰۰	۴,۲۶۵۴۹۱	۰,۱۳۰۵۹۸	AR(1)	۰,۰۰۰۰	۴,۲۷۷۹۷۴	۰,۱۳۰۹۳۳	AR(1)
۲۰,۳۶۹۸۱	F آماره	۰,۷۲۶۵۴۷	ضریب تعیین	۲۰,۳۸۷۹۵	F آماره	۰,۷۲۶۷۲۴	ضریب تعیین
۰,۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره F	۰,۶۹۰۸۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره F	۰,۶۹۱۰۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده
۱,۸۶۳۷۲۵	آماره دوربین-واتسون		ماخذ: یافته های پژوهش	۱,۸۶۳۶۲۲	آماره دوربین-واتسون		

نتایج آزمون فرضیه سوم:

شواهدی دال بر این وجود دارد که در مورد شرکت‌هایی با مالکیت دولتی به دلیل منطق نادرست انتخاب مدیران شایسته، ضعف دانش مالی و پنهان کاری در حساب‌ها توسط مدیران و نیز عدم ایفای مسئولیت پاسخگویی باعث می‌گردد تا سیستم حسابداری بدرستی به اجرا در نیامده و نتواند به اهداف مشخص شده‌اش که مهم‌ترین آنها ارائه صادقانه اطلاعات مالی به استفاده‌کنندگان است، دست پیدا کند. بر همین اساس انتظار بر این است تا رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه نیز تحت تاثیر ساختار مالکیت قرار گیرد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم در جدول ۱۰ تحقیق حاکی از آن است که ساختار مالکیت به عنوان متغیر تعدیلگر تاثیر معناداری بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه دارد و لذا فرضیه سوم تحقیق نیز تایید می‌گردد. بر مبنای این نتایج چنین استدلال می‌شود که رابطه

بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه با توجه به نوع مالکیت مالکان شرکت ها تغییر می کند. با توجه به جدول شماره ۱۰، در بررسی تاثیر مالکیت دولتی با توجه به اینکه احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می باشد، معنادار بودن کلیت مدل مورد تایید قرار می گیرد. معناداری ضریب متغیر کیفیت افشا × مالکیت دولتی (۰,۰۰۹۳) و مثبت بودن آن نشان می دهد که مالکیت دولتی به عنوان متغیر تعدیلی تاثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه دارد، همچنین در بررسی تاثیر مالکیت خصوصی نیز با توجه به جدول، معناداری کلیت مدل تایید می شود. معناداری ضریب متغیر کیفیت افشا مالکیت خصوصی (۰,۰۰۶۳) و منفی بودن آن نشان می دهد که مالکیت خصوصی به عنوان متغیر تعدیلی تاثیر معکوس و معناداری بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه می گذارد.

جدول ۱۰، نتایج آزمون فرضیه سوم

روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS)							
تاثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه				تاثیر مالکیت خصوصی بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه			
$cost = \beta_0 + \beta_1 Gov. Own_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$				$cost = \beta_0 + \beta_1 Pri. Own_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$			
نام متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال	نام متغیر	ضرایب	آماره t	احتمال
کیفیت افشا	-۰,۰۰۰۳۲۱	-۲,۱۵۳۵۰۲	۰,۰۳۱۶	کیفیت افشا	۶,۲۹E-06	۰,۰۵۰۰۴۲	۰,۹۶۰۱
مالکیت دولتی	۰,۰۱۰۸۳۵	۰,۵۶۵۱۲۷	۰,۵۷۲۲	مالکیت خصوصی	-۰,۰۰۹۰۳۰	-۰,۴۴۲۱۷۴	۰,۶۵۸۵
مالکیت دولتی × کیفیت افشا	۰,۰۰۰۳۱۷	۲,۶۰۵۹۴۹	۰,۰۰۹۳	مالکیت خصوصی × کیفیت افشا	-۰,۰۰۰۳۳۷	-۲,۷۴۱۷۶۹	۰,۰۰۶۳
بتا	۰,۰۰۲۱۰۹	۲,۴۶۳۲۷۵	۰,۰۱۴۰	بتا	۰,۰۰۲۱۲۷	۲,۴۲۹۶۰۶	۰,۰۱۵۴
اهرم مالی	-۰,۰۷۳۸۴۰	-۷,۹۶۱۵۸۶	۰,۰۰۰۰	اهرم مالی	-۰,۰۷۳۶۲۸	-۷,۸۳۰۹۵۵	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰,۰۱۰۸۰۷	۱,۸۷۶۰۱۷	۰,۰۶۱۰	اندازه شرکت	۰,۰۱۰۷۷۸	۱,۸۷۰۴۲۶	۰,۰۶۱۸
مقدار ثابت (C)	-۰,۱۳۱۳۰۵	-۰,۸۶۴۴۴۳	۰,۳۸۷۶	مقدار ثابت (C)	-۰,۱۲۰۵۹۲	-۰,۷۷۹۳۰۵	۰,۴۳۶۰
AR(2)	-۰,۰۵۷۲۳۸	-۱,۴۹۷۸۹۰	۰,۱۳۴۶	AR(2)	-۰,۰۵۷۲۰۲	-۱,۵۰۳۵۰۷	۰,۱۳۳۱
ضریب تعیین	۰,۷۵۷۹۶۱	F آماره	۲۰,۵۶۳۰۴	ضریب تعیین	۰,۷۵۷۳۹۸	F آماره	۲۰,۵۰۰۱۰

۰,۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره F	۰,۷۲۰۴۵۲	ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره F	۰,۷۲۱۱۰۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۱,۷۸۲۹۰۹	آماره دوربین - واتسون	ماخذ: یافته های پژوهش		۱,۷۸۴۳۱۹		آماره دوربین - واتسون	

نتیجه گیری و پیشنهاد

نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد که کیفیت افشا با هزینه سرمایه رابطه معکوس دارد، در توجیه این رابطه با توجه به مبانی نظری، می توان چنین بیان کرد که عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه های مختلف سرمایه گذاران به این دلیل ایجاد می شود که برخی از آنان به اطلاعات محرمانه واحد تجاری دسترسی داشته درحالی که دیگران از داشتن این اطلاعات محرومند. این موضوع می تواند موجب مسئله انتخاب معکوس شود؛ به طوریکه سرمایه گذاران برخوردار از اطلاعات محرمانه بر پایه این اطلاعات و به زیان سرمایه گذاران غیرمطلع اقدام به تصمیم گیری می نمایند. کیفیت افشا می تواند این عدم تقارن اطلاعاتی را از طریق تغییر رفتار معاملاتی سرمایه گذاران غیرمطلع تحت تأثیر قرار دهد همچنین، زمانی که کیفیت افشا افزایش می یابد، سرمایه گذاران بیشتری در معاملات سهام آن شرکت وارد میشوند. به طور کلی انتظار می رود که بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معکوس وجود داشته باشد، زیرا با افزایش کیفیت افشا، تلاش سرمایه - گذاران برای دسترسی به اطلاعات محرمانه کاهش یافته و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد. با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نقدشوندگی سهام و هزینه معاملات کاهش یافته و تقاضا برای سهام شرکت افزایش می یابد که این موضوع کاهش هزینه سرمایه شرکت را به دنبال خواهد داشت.

همچنین نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد بین مالکیت دولتی و هزینه سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین مالکیت خصوصی با هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد. با توجه به این نتایج می توان نتیجه گرفت که با خصوصی تر شدن مالکیت شرکتها هزینه سرمایه کاهش یافته و موجب حداکثر سازی منافع سهامداران می شود. در نهایت می توان گفت که مالکیت دولتی به عنوان متغیر تعدیل گر تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه دارد و مالکیت خصوصی نیز تأثیری منفی و معنادار بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه می گذارد. یافته های این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۰۸)، کور و همکاران (۲۰۱۵) و همچنین

دستگیر و براز زاده (۱۳۸۲)، ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) مطابقت دارد. نتایج این تحقیق می تواند مورد استفاده ناظران بازارهای مالی مانند بورس اوراق بهادار در مقررات گذاری پیرامون مالکیت و افشا و سرمایه گذاران در جهت تصمیم گیری برای سرمایه گذاری قرار گیرد تا به آنها در جهت تصمیم گیری آگاهانه کمک نماید، که این امر خود می تواند به کاهش رانت اطلاعاتی در بازار و کارا تر شدن بازار کمک نماید. به پژوهشگران پیشنهاد می شود برای پژوهش های آتی تاثیر انواع دیگر ساختار مالکیت و تمرکز مالکیت بر هزینه سرمایه و تاثیر انواع مختلف مالکیت و تمرکز مالکیت بر روی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه را بررسی نمایند. همچنین بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین افشا داوطلبانه و هزینه سرمایه نیز پیشنهاد می شود.

منابع

- ابراهیمی ذوالپیرانی. امیر، ایزدی. حسین (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین ساختار مالکیت بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی پژوهش های کاربردی در علوم مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه جامع علمی کاربردی، http://www.civilica.com/Paper-AMSCONF02-AMSCONF02_095.html
- اعتمادی، حسین، باباجانی جعفر، آذر. عادل، دیانتی دیلمی. زهرا(۱۳۸۸)، تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۵، ص ۸۵-۵۹.
- بنی مهد، بهمن، محسنی شریف. محسن (۱۳۸۹)، بررسی عوامل موثر بر رتبه بندی شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ کیفیت افشا و به موقع بودن، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره هفتم، ص ۵۱-۶۳.
- پورحیدری، امید، یوسف زاده، نسرین، اعظمی، زینب (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۸، ص ۹۱ - ۱۱۱.
- حجازی، رضوان، قیطاسی. روح اله، مسجد موسوی. میرسجاد(۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین مدیریت وجه نقد و هزینه بدهی، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۱۰، ص ۱۱۷-۱۳۶.
- خواجه نصیری، الهام (۱۳۹۱)، تأثیر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر کیفیت افشا پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه سیستان و بلوچستان.
- دستگیر، محسن، بزاززاده، حمیدرضا (۱۳۸۲)، تاثیر میزان افشاء بر هزینه سهام عادی، تحقیقات مالی، شماره ۱۶، ص ۸۳-۱۰۳.
- ستایش. محمد حسین، کاظم نژاد. مصطفی، ذوالفقاری. مهدی (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، ص ۷۴-۵۵.
- کردستانی. غلامرضا، مجدی. ضیاءالدین(۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود

- و هزینه سرمایه سهام عادی، فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۴۸، ص ۸۵-۱۰۴.
- مشایخی، بیتا، فرهادی، سوران(۱۳۹۲). تاثیر اندازه شرکت بر رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی- حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره ۱۹، ص ۱۰۱-۱۱۵.
- ملکیان، اسفندیار، عدیلی. مجتبی، ابراهیمیان. سید جواد، امیر پورملا، رجب (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نهمین همایش سراسری حسابداری ایران، زاهدان، دانشگاه سیستان و بلوچستان
- مradزاده فرد، مهدی ابوحمزه، مینا "اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۸، ۳۲، ۱۳۹۰، ۷۳-۱۰۲.
- عرب مازار یزدی، محمد، طالبیان، سید محمد "کیفیت گزارش مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه". مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۶، ۲۱، ۱۳۸۷، ۱-۳۰.
- محمد حسین ستایش؛ مهدی ابراهیمی میمند. "رابطه بین نوع مالکیت نهادی و کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران". مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲، ۴۸، ۱۳۹۴، ۵۳-۷۵.
- شکرا... خواجهوی؛ احمد شکرالهی "بررسی تعامل بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)". مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴، ۵۶، ۱۳۹۶، ۵۵-۸۱.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249 .
- Artiach, T. C., & Clarkson, P. M. (2014). Conservatism, disclosure and the cost of equity capital. *Australian Journal of Management*, 39(2), 293-314.
- Barry, C. B., & Brown, S. J. (1985). Differential information and security market equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(04), 407-422.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 323-349 .
- Botosan, C. A., & 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.
- Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(2-3), 443-477 .
- Chang, M., D'Anna, G., Watson, I., & Wee, M. (2008). Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry? *Australian Journal of management*, 33(2), 375-390 .
- Cheung, A., & Hu, W. (2014). Disclosure Quality, the Cost of Capital and Strategic Correlation. *CRAE Research Paper*, (02062014).
- Core, J. E., Hail, L., & Verdi, R. S. (2015). Mandatory disclosure quality, inside ownership, and cost of capital. *European Accounting Review*, 24(1), 1-29.
- Deng, X., & Wang, Z. (2006). Ownership structure and financial distress: evidence from public-listed companies in China. *International journal of management*, 23(3), 486.
- Diamond, D. W. (1985). Optimal release of information by firms. *The journal of finance*, 40(4), 1071-1094.
- Espinosa, M., & Trombetta, M. (2007). Disclosure interactions and the cost of equity capital: evidence from the Spanish continuous market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9 - 10), 1371-1392.
- Gârleanu, N., & Pedersen, L. H. (2004). Adverse selection and the required return. *Review of Financial Studies*, 17(3), 643-665.
- Gelb, D. S., & Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7(1), 33-52.
- Gietzmann, M., & Ireland, J. (2005). Cost of capital, strategic disclosures and accounting choice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3 - 4), 599-634.
- Handa, P., & Linn, S. C. (1993). Arbitrage pricing with estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(01), 81-100.
- Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting research*, 43(3), 453-486.

- Khlif, H., Samaha, K., & Azzam, I. (2015). Disclosure, ownership structure, earnings announcement lag and cost of equity capital in emerging markets: The case of the Egyptian stock exchange. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(1), 28-57.
- Leuz, C., & Wysocki, P. (2006). Capital-market effects of corporate disclosures and disclosure regulation. Research Study, Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, 183-236.
- Lundholm, R., & Myers, L. A. (2002). Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns - earnings relation. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 809-839.
- Matoussi, H., Karaa, A., & Maghraoui, R. (2004). Information asymmetry, disclosure level and securities liquidity in the BVMT. *Finance India*, 18, 547-558.
- Paananen, M., & Lin, H. (2009). The development of accounting quality of IAS and IFRS over time: The case of Germany. *Journal of International accounting research*, 8(1), 31-55.
- Schrand, C. M., & Verrecchia, R. E. (2005). Information disclosure and adverse selection explanations for IPO underpricing. Available at SSRN 316824.
- Verrecchia, R. E. (1982). The use of mathematical models in financial accounting. *Journal of Accounting Research*, 1-42.
- Xu, R. Z. (2009). Reexamination Of The Relationship Between Disclosure And Cost Of Capital. *Global Journal of Business Research*, 3(1), 15-26.