

Assessing the Role of Investor's Protection Criterion and Improvement of Financial Reporting Quality on Reduction the Cost of Equity Capital¹

Mohammad Hassani², Maryam Jabarvand Behrouz³

Received: 2021/08/03

Accepted: 2021/12/21

Research Paper

Abstract

According to theoretical foundations, it is important to determine the optimum level of capital financing in order to minimize the cost of capital. Firms' effort to decrease the information risks and focus on investor's protection aspects could lead to change in cost of capital. The main purpose of this paper is assessment the impact of investor's protection criterion and improvement of financial reporting quality on reduction the cost of equity capital. Earnings quality is measured based on the inverse index of residuals absolute values extracted from accruals model. Stockholders' expected rate of return which extracted from the capital asset pricing model is used to measure the cost of equity capital. Also, investor protection is assessed through various criteria such as separation of chairman's duty, board independence, internal audit, shareholder with vote right, ownership concentration, adjustment, disclosure of audit fee & managerial compensation. Research samples include 183 firms listed in Tehran Securities & Exchange during the period from March 2012 till March 2018. Research hypotheses analyzed through multivariate regression models using panel data which included firm-year observation and fixed effect method. Findings indicated that earnings quality had significant and negative impact on cost of equity capital; In addition, investor's protection had significant and negative impact on cost of equity capital. Other evidences documented the key role of corporate governance procedures to protect the investors & shareholders and improvement the quality of financial reporting in order to decrease the cost of equity capital.

Key Words: Cost of Equity Capital, Financial Information Quality, Investors Protection.

JEL Classification: G3, M4

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11315.1513

2. Assistant Professor, Department in Accounting, Faculty of Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (m_hassani@iau-tnb.ac.ir).

3. M.Sc. Department of Accounting, Faculty of Management, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (maryam.jabarvand@gmail.com).



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۶، زمستان ۱۴۰۰، صص ۳۴۶-۳۲۱

ارزیابی نقش سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی در کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه^۱

محمد حسنی^۲، مریم جباروند بهروز^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۱۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۳۰

مقاله پژوهشی

چکیده

طبق مبانی نظری، تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها با هدف کاهش هزینه سرمایه اهمیت دارد. تلاش برای کاهش ریسک‌های اطلاعاتی و تمرکز بر جنبه‌های محافظت از سهامداران ممکن است تغییر هزینه سرمایه را به دنبال داشته باشد. هدف مقاله ارزیابی تأثیر سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت اطلاعات مالی بر کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه است. کیفیت اطلاعات سود طبق قرینه قدر مطلق پسماندهای مدل اقلام تعهدی و هزینه سرمایه حقوق مالکانه بر اساس بازده مورد انتظار طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارزیابی شده‌اند. شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران طبق معیارهای جداسازی وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، وجود حسابرسی داخلی، وجود سهامداران با حق کنترل، مالکیت متمرکز، تعدیلات سنواتی، به موقع بودن اطلاعات، قابل اتکا بودن اطلاعات، افشای هزینه حسابرسی، افشای پاداش هیأت مدیره بررسی شده است. نمونه آماری پژوهش طبق رویه غربال‌گری شامل تعداد ۱۸۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت آزمون شده‌اند. یافته‌ها بیانگر تأثیر معنادار منفی کیفیت سود بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه است. شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران نیز تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه داشته است. شواهد تکمیلی بیانگر نقش مهم رویه‌های راهبری شرکی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و زمینه‌سازی بهبود کیفیت اطلاعات مالی به عنوان راهکارهای کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها است.

واژه‌های کلیدی: هزینه سرمایه حقوق مالکانه، کیفیت اطلاعات مالی، حمایت از سرمایه‌گذاران.

طبقه‌بندی موضوعی: G3, M4

DOI: 10.22034/JSE.2021.11315.1513

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (m_hassani@iau-tnb.ac.ir)

۲. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (maryam.jabarvand@gmail.com)

مقدمه

در تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها توجه به هزینه سرمایه اهمیت دارد. هزینه سرمایه مبتنی بر بازده مورد انتظار تأمین‌کنندگان مالی است و هزینه حقوق مالکانه بخشی از هزینه سرمایه است. مدیران باید اثر بدیل‌های تأمین مالی بر ریسک و بازده را مشخص سازند و برای کاهش هزینه مالی تلاش کنند. ارزیابی این موضوع با بررسی ریسک اطلاعاتی مرتبط است. شرکت‌ها باید نسبت به کاهش ریسک اطلاعاتی اقدام کنند و محیط شفافی برای تصمیمات گروه‌های مختلف فراهم سازند. چون هزینه سرمایه مبتنی بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک مرتبط است، سهامداران در تعیین بازده مورد انتظار بر اطلاعات مالی شرکت تکیه می‌کنند. ریسک اطلاعات از دقت پایین اطلاعات یا ناتوانی اطلاعات در برآورد بازده متظره ناشی می‌شود. در نتیجه کیفیت سود با تعدیل برآورد بازده موردنظر سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه سهام تأثیر دارد (فرانسیس^۱ و همکاران، ۲۰۰۴). کیفیت اطلاعات مالی با افزایش نقدینگی بازار، کاهش هزینه مبادله، افزایش تقاضای اوراق بهادار و کاهش ریسک اطلاعاتی، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (کیم و کای، ۲۰۱۰؛ پرساکیس و ایاتریدیس^۲، ۲۰۱۵).

با توجه به چالش‌های رخ داده در گزارشگری مالی توسط مدیران و امکان آسیب رسیدن به منافع سهامداران، باید از آن‌ها در مقابل گزارش اطلاعات حمایت شود. اثر حمایت از سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه در سالیان اخیر مورد توجه بوده است. شواهد نشان داده‌اند هر قدر حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف‌تر باشد، هزینه سرمایه افزایش می‌یابد (چابرا^۳ و همکاران، ۲۰۰۹؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۵). حمایت از سرمایه‌گذاران در چارچوب اهداف راهبری شرکتی می‌تواند موجب بهبود محیط اطلاعاتی شرکت شده و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شود (پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۵؛ آنتونی و جورج^۴، ۲۰۰۷). با توجه به مواجهه سرمایه‌گذاران با ریسک و کارکرد مکانیزم‌های راهبری شرکتی برای حفاظت ذی‌نفعان به نظر می‌رسد حمایت از سرمایه‌گذاران بتواند زمینه ساز بهبود ارتباط میان کیفیت سود و هزینه سرمایه سهام شود. در این مقاله تأثیر حمایت از سرمایه‌گذاران بر ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه مطالعه شده است. در ادامه، مبانی نظری، پیشینه‌ها، روش‌شناسی، یافته‌ها و همچنین نتایج و پیشنهادها ارائه شده‌اند.

1. Francis

2. Persakis & Iatridis

3. Chhabra

4. Anthony & George

مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاران طبق ویژگی‌های ریسکی شرکت سرمایه‌پذیر و شرایط محیطی، بازده مورد انتظار خود را تعیین می‌کنند. بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران معادل هزینه سرمایه شرکت است. هزینه سرمایه حقوق مالکانه، بخشی از هزینه سرمایه و تأمین منابع مالی است که در برآورد آن مدل‌های مختلفی مانند مدل بازده متوسط تحقق یافته، مدل بازده متوسط تحقق یافته تعدیل شده، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل رشد سود تقسیمی مطرح شده‌اند، این مدل‌ها در مقطعی از زمان و در یک یا چند بازار مالی استفاده شده‌اند. البته با تغییر مقاطع زمانی و بازارهای مالی، کارایی مدل‌ها با ابهام مواجه شده و مدل‌های دیگر جایگزین شده‌اند.

شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. طبق نظریه‌های مالی، اطلاعات مالی با کیفیت ضمن کاهش ریسک اطلاعاتی، محرک کاهش هزینه سرمایه هستند. کیفیت سود شامل ویژگی‌های مختلفی است و هر یک بیانگر ابعاد متفاوتی از کیفیت اطلاعات هستند. کیفیت سود توسط سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر اساسی ارزیابی اطلاعات ناشی از الگوهای سود مورد استفاده قرار می‌گیرد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۴). با توجه به این که ریسک اطلاعات از دقت پایین اطلاعات مالی یا ناتوانی اطلاعات مالی در برآورد بازده، ناشی می‌شود، کیفیت سود می‌تواند با تعدیل بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و تأثیر بر برداشت آن‌ها بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیرگذار باشد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵). شرکت‌های با ریسک اطلاعاتی زیاد و کیفیت ضعیف سود، هزینه سرمایه بالاتری دارند (ایسلی و اهارا^۱، ۲۰۰۴). در زمان وجود سود با کیفیت، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی شرکت‌ها کاهش یافته و با کاهش بازده مورد نظر آن‌ها به دلیل کاهش ریسک، شرکت‌ها هزینه سرمایه کمتر متحمل می‌شوند (بارس^۲ و همکاران، ۲۰۱۳).

شناسایی فرآیند بهبود کیفیت سود در رفع مشکلات نمایندگی و کاهش هزینه سرمایه امر مهم تلقی می‌شود و لازم است با اعمال رویه‌هایی از سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات ارائه شده حمایت شود. یکی از مکانیزم‌های مهم دستیابی به اهداف راهبری شرکتی برای حمایت از حقوق ذی‌نفعان است. سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (۲۰۰۴) حقوق سهامداران را به شکل

1. Easley & Ohara

2. Barth

مجموعه اجزای هفت‌گانه تعریف کرده که شامل حقوق اساسی سهامداران (نقل و انتقال سهام، دریافت اطلاعات مربوط و با اهمیت در مورد شرکت به‌طور منظم و به‌هنگام، حضور و اعمال رأی در مجامع عمومی، نصب و عزل اعضای هیأت مدیره، سهام بودن در سود شرکت)، حق شرکت در تصمیم‌های مربوط به تغییرات بنیادین در شرکت‌ها (اصلاحات اساسنامه یا دیگر اسناد حاکمیتی مشابه، تصویب انتشار سهام اضافی و مبادلات غیرعادی شامل انتقال تمام یا بخش اعظم دارایی‌ها که منجر به فروش یا واگذاری شرکت می‌شود)، حق شرکت مؤثر و رأی دادن در مجمع عمومی (قرار گرفتن اطلاعات کافی و به‌هنگام در مورد زمان، مکان و دستور جلسه مجمع عمومی، قرار دادن فرصت مناسب برای سهامداران برای طرح پرسش‌ها و خواسته‌ها از هیأت مدیره و مشارکت مؤثر سهامداران در تصمیمات کلیدی حاکمیتی مانند نامزدی و انتخاب اعضای هیأت مدیره تسهیل شود)، افشای ساختارهای سرمایه‌ای که سبب می‌شود سهامداران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند، کارآیی و شفافیت سازو کارهای انجام معاملات عمده و بلوک‌های کنترلی سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، تسهیل شرایط اعمال حقوق مالکیتی سهامداران نهادی و امکان مشورت سهامداران با یکدیگر در مورد موضوع‌های مربوط به حقوق سهامداری هستند (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۱، ۲۰۰۴). در برخی پژوهش‌ها از شاخص‌های راهبری شرکتی شامل تفکیک وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، حسابرسی داخلی، سهامداران با حق کنترل، مالکیت متمرکز و مصادیقی از افشای مناسب مانند تعدیلات سنواتی، به موقع بودن اطلاعات، قابل اتکاء بودن اطلاعات، هزینه حسابرسی، پاداش هیأت مدیره و این قبیل در ارزیابی حمایت از سرمایه‌گذاران استفاده شده‌اند (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷).

شرکت‌های با راهبری قوی، ضمن کاهش مسأله نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه کمتری دارند (بایون^۲ و همکاران، ۲۰۰۸). عواملی مانند استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، بهبود شفافیت گزارشگری مالی، کاهش هزینه جمع‌آوری اطلاعات، افزایش رقابت و کارایی بازار سرمایه با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی همراه بوده و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهند (کریستنسن^۳ و همکاران، ۲۰۱۵). از طرفی، حمایت از سرمایه‌گذاران در راستای

1. Organisation for Economic Co-operation & Development

2. Byun

3. Christensen

اهداف راهبری شرکتی می‌تواند در بهبود کیفیت سود و کاهش هزینه سرمایه نقش داشته باشد. راهبری شرکتی با هدف حمایت از سهامداران نتایج اقتصادی مثبتی در سطح ملی و در سطح شرکت‌ها دارد. چند جنبه راهبری شرکتی از جمله وضعیت هیأت مدیره، شفافیت و حقوق سهامداران از اهمیت بیشتری برخوردارند. ارزش بیشتر (کرمز و فرل^۱، ۲۰۱۴)، عملکرد بهتر شرکت‌ها (لیما و سانوینت^۲، ۲۰۱۳)، توزیع کاراتر منابع (مکلین^۳ و همکاران، ۲۰۱۲) و وجود بازار سرمایه بزرگ‌تر (دهارماپالا و خانا^۴، ۲۰۱۳) از مزایای حمایت از حقوق سهامداران هستند. برخی شواهد حاکی از آن است که در کشورهایی که نهادها حمایت کمتری از حقوق سرمایه‌گذاران دارند، کیفیت سود شرکت‌ها پایین‌تر است (بونلرت^۵ و همکاران، ۲۰۰۶؛ کاهان^۶ و همکاران، ۲۰۰۸). از طرفی، با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران، کیفیت سود شرکت‌ها افزایش یافته و پذیرش استانداردهای بین‌المللی حسابداری و انجام حسابرسی با کیفیت سبب دستیابی به کیفیت سود بالا در شرکت‌های با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران شده است (هوگ^۷ و همکاران، ۲۰۱۴؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۶). به علاوه، آثار حمایت از سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه در سال‌های اخیر مورد توجه بوده و طبق شواهد، سطوح پایین حمایت از سرمایه‌گذاران موجب کاهش نقدینگی سهام شرکت و افزایش هزینه سرمایه می‌شود (چابرا و همکاران، ۲۰۰۹). حمایت کمتر از سرمایه‌گذار، هزینه سرمایه شرکت را بالاتر می‌برد (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷). با توجه به مطالب یادشده، در این مطالعه تأثیر حمایت از سرمایه‌گذاران بر ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه بررسی شده است. در ادامه، پشتوانه پژوهش‌های تجربی موضوع ارائه شده‌اند.

پیشینه تجربی پژوهش

هیملبرگ^۸ و همکاران (۲۰۰۲) دریافتند با ضعف حمایت از سرمایه‌گذار، هزینه سرمایه افزایش یافته است. فرانسیس^۹ و همکاران (۲۰۰۴) دریافتند در شرکت‌ها با کیفیت اقلام تعهدی،

1. Cremers & Ferrell
2. Lima & Sanvicente
3. McLean
4. Dharmapala & Khana
5. Boonlert
6. Caha
7. Houqe
8. Himmelberg
9. Francis

محافظه‌کاری، پایداری، توان پیش‌بینی، یکنواختی، مربوط بودن و به موقع بودن سود پایین‌تر، هزینه سرمایه بیشتر است. کوهن^۱ (۲۰۰۸) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی و هموار بودن سود سبب کاهش هزینه سرمایه نمی‌شود. آلبو کوئرو و وانگ^۲ (۲۰۰۸) دریافتند در کشورهای با حمایت کمتر از سرمایه‌گذار، بازده موردانتظار و هزینه سرمایه شرکت‌ها بالاتر است. چابرا و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند سطح پایین‌تر حمایت از سرمایه‌گذاران سبب کاهش نقدینگی سهام و افزایش هزینه سرمایه می‌شود. گری^۳ و همکاران (۲۰۰۹) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی عامل ریسک با ارزش است و بر هزینه سرمایه اثر دارد. کیم و کای^۴ (۲۰۱۰) دریافتند بین کیفیت سود و هزینه سرمایه رابطه وجود دارد. باتاچاریا^۵ و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند هزینه سرمایه سهام تابع عکس کیفیت سود است. اپرگیس^۶ و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند در شرکت‌ها با کیفیت سود پایین، هزینه سرمایه بالاتر است. کیم و سون^۷ (۲۰۱۳) دریافتند بین هزینه سرمایه و مدیریت سود فعالیت‌های واقعی و تعهدی رابطه مثبتی وجود دارد. پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۵) دریافتند کیفیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد. بن‌نصر و الدخیل^۸ (۲۰۱۵) دریافتند شرکت‌های با کیفیت سود پایین، هزینه سرمایه بیشتری دارند. پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۶) دریافتند بعد از پذیرش استاندارد بین‌المللی در شرکت‌های با حمایت قوی‌تر از سرمایه‌گذار و کیفیت سود بالا، هزینه سرمایه کمتر است. سالوم^۹ (۲۰۱۷) نشان داد کیفیت سود سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه می‌شود. ایمهوف^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۷) دریافتند قابلیت مقایسه بالاتر سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. آنتونی و جورج (۲۰۱۷) دریافتند کیفیت سود با هزینه سرمایه رابطه منفی دارد و در شرکت‌های با حمایت از سرمایه‌گذار رابطه بیشتر است. بروئر^{۱۱} و همکاران (۲۰۱۸) دریافتند در کشورهای با حمایت قوی از سرمایه‌گذار مسئولیت اجتماعی سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. کنتریس ایندارتی^{۱۲} و همکاران (۲۰۱۹) دریافتند کیفیت سود اثر

-
1. Cohen
 2. Albuquerque & Wang
 3. Gray
 4. Kim & Qi
 5. Bhattacharya
 6. Apergis
 7. Kim & Sohn
 8. Ben-Nasr & Al-Dakheel
 9. Salloum
 10. Imhof
 11. Breuer
 12. Kentris Indarti

منفی بر عدم تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی اثر مثبت بر هزینه سرمایه دارد. هونگ^۱ و همکاران (۲۰۱۹) شواهدی از رابطه منفی کیفیت سود با هزینه سرمایه ارائه دادند. ایزت^۲ (۲۰۱۹) نشان داد کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد و با نقش تعدیلی کیفیت سود، خوانایی بیشتر محتوای گزارش هیأت مدیره با کاهش هزینه سرمایه همراه است. لستاری و راهایو^۳ (۲۰۱۹) دریافتند کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد. فلورس^۴ و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند شفافیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد.

تقفی و بولو (۱۳۸۸) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی، هموارسازی و قابلیت پیش‌بینی سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام اثر ندارند. کردستانی و علوی (۱۳۸۹) دریافتند شرکت‌های با شفافیت سود بالاتر، هزینه سرمایه کمتری تجربه می‌کنند. علوی‌طبری و همکاران (۱۳۸۹) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت اقلام تعهدی و ثبات سود با هزینه سرمایه سهام وجود دارد. نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) دریافتند کیفیت سود رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. مرادزاده‌فرد و همکاران (۱۳۹۱) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های با کیفیت بالای حسابرسی، قوی‌تر است. کرمی و همکاران (۱۳۹۲) دریافتند سطح افشا، قابلیت اتکا و به‌موقع بودن افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه سهام اثر ندارند. کردستانی و طایفه (۱۳۹۳) دریافتند بین پایداری، قابلیت پیش‌بینی، ضریب واکنش سود و ضریب واکنش سود تعدیل شده با هزینه سرمایه سهام رابطه منفی وجود دارد؛ ولی به‌هنگام بودن و مربوط بودن سود با هزینه سرمایه سهام رابطه ندارند. حسنی‌القار و بولو (۱۳۹۳) وجود رابطه بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام را تأیید نکردند. حسنی و احمدی (۱۳۹۶) دریافتند بین هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود رابطه عکس وجود دارد. عباسی و بذرافشان (۱۳۹۶) دریافتند بهبود کیفیت سود و افشای داوطلبانه شرکت‌ها سبب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. حسنی و محمدیان (۱۳۹۶) دریافتند کیفیت سود و کیفیت افشای اطلاعات سبب کاهش هزینه سرمایه سهام شده‌اند. شفیعی‌زاده و همکاران (۱۳۹۷) دریافتند قابلیت اتکا صورت‌های مالی، اثربخشی اطلاعات، تقویت محتوای گزارش‌ها، افشای مناسب، ترکیب سهامداران، تصویب قوانین و مقررات مربوط به هیأت مدیره و سیستم نظارت بر

1. Hong

2. Ezat

3. Lestari & Rahayu

4. Flores

مدیریت، تقویت رعایت الزامات معاملات با اشخاص وابسته و الزام پاسخگویی شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران سبب ارتقا حمایت از سرمایه‌گذاران می‌شود. علی‌اصف‌هانی و دارابی (۱۳۹۸) دریافتند مسئولیت اجتماعی شرکت‌های با محافظت بالا از سرمایه‌گذار سبب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. اسدی‌نهری و همکاران (۱۳۹۸) دریافتند رابطه عکس بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام با اجرای استانداردهای بین‌المللی گزارشگری افزایش می‌یابد. ترابی و همکاران (۱۳۹۹) دریافتند قابلیت مقایسه و ثبات رویه حسابداری بر هزینه سرمایه سهام تأثیر منفی دارد. عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص شدت تأثیر منفی قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام را افزایش می‌دهد.

فرضیه‌های پژوهش

طبق پیامدهای فرضیه بازار سرمایه، کیفیت سود می‌تواند هزینه سرمایه شرکت‌ها را تحت‌الشعاع قرار دهد. تحلیل‌های انجام شده نشانگر ارتباط بین کیفیت سود و هزینه سرمایه است (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۴؛ گری و همکاران، ۲۰۰۹؛ آپرگیس^۱ و همکاران، ۲۰۱۱؛ کیم و سان، ۲۰۱۳؛ بن-نصر و ال-دخیل، ۲۰۱۵؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۵؛ هوک و همکاران، ۲۰۱۷؛ سالوم، ۲۰۱۷؛ لستاری و راهیو، ۲۰۱۹؛ عزت، ۲۰۱۹؛ هونگ و همکاران، ۲۰۱۹). برای بررسی موضوع فرضیه زیر طراحی شد:

• **فرضیه اول:** کیفیت سود بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه تأثیر معنی‌داری دارد.

یکی از مکانیزم‌های نظارتی برای اعمال راهبری شرکتی، جنبه حمایت از سرمایه‌گذاران است. شواهد نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذاران در محیط‌های نهادی و قانونی از طریق بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش ناقرینگی اطلاعاتی منجر به کاهش هزینه سرمایه شده است (هیملبرگ و همکاران، ۲۰۰۲؛ آلبو کوئرو و وانگ^۲، ۲۰۰۸؛ چابرا و همکاران، ۲۰۰۹؛ آنتونی و جورج، ۲۰۱۷؛ بروئر و همکاران، ۲۰۱۸). برای بررسی موضوع فرضیه زیر طراحی شد:

• **فرضیه دوم:** حمایت از سرمایه‌گذار بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه تأثیر معنی‌داری دارد.

1. Apergis

2. Albuquerque & Wang

نتایج پژوهش‌ها بیانگر این است که در شرکت‌های با حمایت قوی از سرمایه‌گذار، کیفیت سود افزایش و مدیریت سود کاهش می‌یابد؛ از طرفی، مدیران کشورهای با حمایت ضعیف از سرمایه‌گذار، هموارسازی سود بیشتر دارند (کاهان و همکاران، ۲۰۰۸؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ پرساکیس و ایاتریدیس، ۲۰۱۶). از طرفی، بهبود کیفیت سود با کاهش هزینه سرمایه همراه است. همچنین کیفیت بالای سود و حمایت از سرمایه‌گذاران در اجرای نظام‌مند ساز و کارهای راهبری شرکتی سبب کاهش هزینه سرمایه شده است (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ عزت، ۲۰۱۹؛ لستاری و راهایو^۱، ۲۰۱۹). برای بررسی موضوع فرضیه زیر طراحی شد:

• **فرضیه سوم:** حمایت از سرمایه‌گذار بر رابطه کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه تأثیر دارد.

روش پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون زیر به پشتوانه مطالعات پیشین استفاده شده است:

مدل فرضیه اول:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FL_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 ST_{i,t} + \beta_7 BR_{i,t} + \beta_8 GDP_{k,t} + \beta_9 INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 IP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FL_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GR_{i,t} + \beta_6 ST_{i,t} + \beta_7 BR_{i,t} + \beta_8 GDP_{k,t} + \beta_9 INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه سوم:

$$COEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 IP_{i,t} + \beta_3 EQ_{i,t} * IP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 FL_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 ST_{i,t} + \beta_9 BR_{i,t} + \beta_{10} GDP_{k,t} + \beta_{11} INF_{k,t} + \varepsilon_{i,t}$$

• متغیر وابسته

هزینه سرمایه حقوق مالکانه ($COEC_{it}$): طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی معادل هزینه سرمایه حقوق مالکانه به شرح زیر است:

$$ER_{i,t} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

ER_{it} نرخ بازده مورد انتظار سهامداران معادل هزینه سرمایه حقوق مالکانه، R_m نرخ بازده بازار، R_f نرخ بازده بدون ریسک و β ریسک سیستماتیک که حساسیت بازده سهام به بازده بازار را نشان می‌دهد.

• متغیر مستقل

کیفیت سود (EQ_{it}): طبق قرینه قدر مطلق مقادیر خطای مدل زیر بر حسب رگرسیون‌های چند دوره‌ای به شکل چرخشی استخراج شد (دجو^۱ و همکاران، ۱۹۹۵):

$$TACC_{i,t} = \alpha + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$TACC_{it}$ نسبت اقلام تعهدی به دارایی‌های اول دوره، ΔREV_{it} نسبت تغییر درآمدها به دارایی‌های اول دوره، ΔREC_{it} نسبت تغییر دریافتی‌ها به دارایی‌های اول دوره، PPE_{it} نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دارایی‌های اول دوره و ε_{it} خطای مدل که بیانگر اقلام تعهدی اختیاری است. در نتیجه کیفیت سود طبق قرینه قدر مطلق میانگین چند دوره‌ای خطاهای مدل ارزیابی شد.

• متغیر مستقل و تعدیل‌کننده

حمایت از سرمایه‌گذاران (IP_{it}): پس از مشخص شدن متغیرها و ارزش آن‌ها با معیارهای صفر و یک طبق نسبت حالات ممکن، شاخص به شرح زیر ارزیابی شده است (آنتونی و جورج، ۲۰۱۷):

$$IP_{i,t} = \sum_{j=1}^m d_j / \sum_{j=1}^n h_j$$

Σd_j بیانگر مواردی با امتیاز یک و Σh_j بیانگر جمع مواردی با ارزش صفر یا یک و تعداد حالات ممکن است. معیارهای استخراج شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به شرح زیر هستند:

تفکیک وظیفه مدیرعامل (SEP_{it}): اگر مدیر عامل شرکت از رئیس یا نائب رئیس هیأت‌مدیره متفاوت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد. نسبت اعضای غیرموظف (IND_{it}): اگر نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت بیشتر از نسبت متناظر در صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

وجود سهامداران با حق کنترل ($CORII_{it}$): اگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد. مالکیت متمرکز ($CONOWN_{it}$): اگر تمرکز مالکیت شرکت طبق شاخص هرفیندال-هیرشمن بالاتر از میانگین صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

واحد حسابرسی داخلی ($INAU_{it}$): وجود حسابرس داخلی، یک در غیر این صورت صفر است.

تعدیلات سنواتی ($PADJ_{it}$): وجود تعدیل سنواتی، عدد یک و در غیر این صورت صفر است. به موقع بودن ($TIME_{it}$): اگر امتیاز به موقع بودن افشای شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شد.

قابل اتکاء بودن ($RELT_{it}$): در صورت بالاتر بودن قابلیت اتکاء اطلاعات شرکت از میانگین صنعت، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

هزینه حسابرسی ($AUFEE_{it}$): افشای حق‌الزحمه حسابرسی، یک و در غیر این صورت صفر؛ پاداش هیأت‌مدیره ($BONUS_{it}$): افشای پاداش هیأت مدیره، یک و در غیر این صورت صفر؛

• متغیرهای کنترل

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): لگاریتم طبیعی درآمد فروش؛

اهرم مالی (FL_{it}): نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها؛

بازده دارایی‌ها (ROA_{it}): نسبت سود عملیاتی خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها؛

رشد بازاری (GR_{it}): نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛
 گردش معاملات سهام (ST_{it}): نسبت تعداد سهام معامله شده به کل تعداد سهام
 منتشره؛
 ریسک سیستماتیک (BR_{it}): بتای سهام با سنجش حساسیت بازده سهام به بازده بازار؛
 رشد تولید ناخالص داخلی (GDP_{kt}): تغییر نسبی دوره‌ای تولید ناخالص داخلی از سایت
 بانک مرکزی؛
 نرخ تورم (INF_{kt}): تغییر نسبی دوره‌ای شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی از سایت بانک
 مرکزی؛

جامعه آماری پژوهش و شرایط غربال آن

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است. البته برای برازش مدل کیفیت سود طبق رگرسیون‌های چرخشی ۵ ساله در سطح شرکت‌ها، نیاز به داده‌های سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ است. برخی ویژگی‌ها به روش حذفی در انتخاب شرکت‌ها در نظر گرفته شده‌اند. شیوه غربال شرکت‌های جامعه آماری پژوهش به همراه معیارهای حذفی در جدول ۱ بیان شده است. از این رو، تعداد ۱۸۳ شرکت طی ۷ سال گزینش شده‌اند.

جدول ۱. نحوه غربال شرکت‌های جامعه آماری پژوهش

تعداد شرکت‌ها	شرح
۵۰۵	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان دوره زمانی پژوهش
(۱۷۶)	شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده یا از بورس خارج شده‌اند.
(۶۹)	شرکت‌هایی که بعد از شروع دوره زمانی پژوهش در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۴۶)	شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، بیمه‌ها و لیزینگ‌ها بوده‌اند.
(۳۱)	شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند.
(۳۲۲)	شرکت‌های حذف شده از نمونه پژوهش
۱۸۳	تعداد شرکت‌های انتخابی غربال شده از جامعه آماری پژوهش

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده‌اند. داده‌های مورد بررسی شامل ۱۲۸۱ مشاهده شرکت-سال است. هزینه سرمایه حقوق مالکانه به طور میانگین ۲۸ درصد است. کیفیت سود مشاهده‌ها به طور میانگین ۵/۹۰۶ درصد دارایی‌های اول دوره بر حسب قرینه قدرمطلق چند دوره‌ای اقلام تعهدی اختیاری است. همچنین میانگین شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران حدود ۶۰ درصد است. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی نیز در جدول مشهود است.

جدول ۲. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	چولگی	کشیدگی	مشاهده‌ها
$EQ_{i,t}$	۰.۵۹/-۰	۰.۴۶/-۰	۰.۵۱/۰	۰.۰۰۷/-۰	۴۴۹/-۰	۷۹۲/-۲	۶۳۳/۱۵	۱۲۸۱
$IP_{i,t}$	۶۱۵/۰	۶۰۰/۰	۱۷۲/۰	۰۰۰/۱	۱۰۰/۰	۱۴۲/-۰	۶۴۱/۲	۱۲۸۱
$COEC_{i,t}$	۲۸۰/۰	۲۱۰/۰	۵۱۲/۰	۹۱۹/۲	۲۷۸/-۲	۱۰۲/۱	۵۴۶/۸	۱۲۸۱
$SIZE_{i,t}$	۴۷۹/۲۷	۴۶۷/۲۷	۵۸۳/۰	۳۸/۳۳	۱۶۸/۲۲	۲۵۷/۰	۰۹۳/۴	۱۲۸۱
$FL_{i,t}$	۶۱۶/۰	۶۰۷/۰	۲۷۵/۰	۰۰۳/۴	۰۷۲/۰	۷۹۵/۲	۲۴۲/۲۶	۱۲۸۱
$ROA_{i,t}$	۱۲۴/۰	۱۰۷/۰	۱۳۹/۰	۶۳۶/۰	۷۸۱/-۰	۰۰۸/-۰	۹۸۲/۵	۱۲۸۱
$GR_{i,t}$	۴۶۲/۲	۰۷۱/۲	۲۱۷/۰	۵۱/۱۲۱	۳۳۸/-۷۹	۷۷۹/۴	۶۵/۱۶۹	۱۲۸۱
$ST_{i,t}$	۴۵۹/۰	۲۲۵/۰	۶۰۷/۰	۳۱۶/۵	۰۰۰۰۱/۰	۷۳۲/۲	۱۴۸/۱۴	۱۲۸۱
$BETA_{i,t}$	۵۹۶/۰	۵۲۸/۰	۹۴۸/۰	۹۴۲/۵	۷۸۵/-۳	۳۸۲/۰	۵۲۵/۵	۱۲۸۱
GDP_{kt}	۱۸۷/۰	۱۹۰/۰	۰۸۹/۰	۳۰۱/۰	۰۳۷/۰	۳۱۷/-۰	۷۹۹/۱	۱۲۸۱
INF_{kt}	۱۸۹/۰	۱۵۶/۰	۰۹۵/۰	۳۴۷/۰	۰۹۰/۰	۵۳۴/۰	۷۱۹/۱	۱۲۸۱

فراوانی سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک اجزای آن (مجموع مشاهده‌های صفر و یک) در جدول ۳ و به تفکیک ارزش آن (نسبت تعداد مشاهده‌های صفر و یک به مجموع مشاهده‌ها) در جدول ۴ ارائه شده‌اند.

جدول ۳. فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک اجزا

متغیر	معیارها	مقدار صفر		مقدار یک		کل مشاهده‌ها	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
IP _{i,t}	SEP _{i,t}	۳۹۳	۸۷/۲۲	۹۸۸	۱۳/۷۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	IND _{i,t}	۶۶۷	۰۷/۵۲	۶۱۴	۹۳/۴۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	INAU _{i,t}	۴۰۰	۲۳/۳۱	۸۸۱	۷۷/۶۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	CORII _{i,t}	۶۵۴	۰۵/۵۱	۶۲۷	۹۵/۴۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	CONOWN _{i,t}	۶۷۰	۳۰/۵۲	۶۱۱	۷۰/۴۷	۱۲۸۱	۱۰۰
	PADJ _{i,t}	۳۵۹	۰۲/۲۸	۹۲۲	۹۸/۷۱	۱۲۸۱	۱۰۰
	TIME _{i,t}	۵۳۵	۷۶/۴۱	۷۴۶	۲۴/۵۸	۱۲۸۱	۱۰۰
	RELY _{i,t}	۵۹۷	۶۰/۴۶	۶۸۴	۴۰/۵۳	۱۲۸۱	۱۰۰
	AUDFEE _{i,t}	۳۶۴	۴۲/۲۸	۹۱۷	۵۸/۷۱	۱۲۸۱	۱۰۰
	BONUS _{i,t}	۳۹۱	۵۲/۳۰	۸۹۰	۴۸/۶۹	۱۲۸۱	۱۰۰

جدول ۴. فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران به تفکیک ارزش

متغیر	شرح		ارزش	تعداد	درصد
IP _{i,t}	وجود یک مورد از معیارهای ده گانه		۱/۰	۵	۳۹/۰
	وجود دو مورد از معیارهای ده گانه		۲/۰	۹	۷۰/۰
	وجود سه مورد از معیارهای ده گانه		۳/۰	۷۶	۹۳/۵
	وجود چهار مورد از معیارهای ده گانه		۴/۰	۱۳۵	۵۴/۱۰
	وجود پنج مورد از معیارهای ده گانه		۵/۰	۲۱۹	۱۰/۱۷
	وجود شش مورد از معیارهای ده گانه		۶/۰	۲۸۲	۰۱/۲۲
	وجود هفت مورد از معیارهای ده گانه		۷/۰	۲۶۰	۳۰/۲۰
	وجود هشت مورد از معیارهای ده گانه		۸/۰	۱۹۶	۳۰/۱۵
	وجود نه مورد از معیارهای ده گانه		۹/۰	۷۶	۹۳/۵
	وجود ده مورد از معیارهای ده گانه		۱	۲۳	۸۰/۱
	کل			۱۲۸۱	۱۰۰

نتایج آزمون مانایی و نرمالیتی متغیرها در جدول ۵ ارائه شده‌اند. احتمال آماره تی آزمون لوین، لین و چو متغیرها کمتر از خطای ۵ درصد است. میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس بین سال‌های مختلف ثابت بوده‌اند و متغیرها در مقیاس سطح، مانا هستند. احتمال آماره جاک-برا متغیر وابسته بیشتر از خطای ۵ درصد است و این متغیر توزیع نرمال دارد؛ اما سایر متغیرها توزیع نرمال ندارند.

جدول ۵. آزمون مانایی و نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیرها	آماره تی	احتمال	جاک-برا	احتمال	مشاهده‌ها
$COEC_{i,t}$	۱۰۱/-۳۳	۰۰۰/۰	۰۵۴/۲	۳۵۸/۰	۱۲۸۱
$EQ_{i,t}$	۱۰۵/-۱۷	۰۰۰/۰	۸۳/۱۰۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$IP_{i,t}$	۶۰۲/-۱۹	۰۰۰/۰	۱۶۴/۱۱	۰۰۴/۰	۱۲۸۱
$SIZE_{i,t}$	۱۵۸/-۲۵	۰۰۰/۰	۸۱۷/۷۷	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$FL_{i,t}$	۲۸۲/-۱۴	۰۰۰/۰	۱۹/۳۰۵	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$ROA_{i,t}$	۶۷۷/-۱۶	۰۰۰/۰	۷۱/۰۴۷۴	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$GR_{i,t}$	۱۵۹/-۸۳	۰۰۰/۰	۷۲/۱۴۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$ST_{i,t}$	۷۰۳/-۳۵	۰۰۰/۰	۵/۰۸۲۳۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
$BETA_{i,t}$	۳۷۳/-۲۴	۰۰۰/۰	۰۸/۳۷۱	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
GDP_{kt}	۳۹۵/-۱۱	۰۰۰/۰	۳۶۹/۹۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱
INF_{kt}	۰۶۴۰/-۴	۰۰۰/۰	۴۷/۰۱۴۸	۰۰۰/۰	۱۲۸۱

نتایج همبستگی در جدول ۶ ارائه شده‌اند. بین برخی متغیرها طبق معناداری آماره تی در سطح ۵ درصد، همبستگی معنادار وجود دارد. اما، همبستگی‌ها شدید نیستند و هم‌خطی رخ نداده است.

جدول ۶. همبستگی متغیرهای پژوهش

ضرایب آماره تی احتمال	EQi,t	IPi,t	SIZEi,t	FLi,t	ROAi,t	GRIi,t	STi,t	BETAi,t	GDPkt	INFkt
EQi,t	...									
IPi,t	...	...								
SIZEi,t	...	...	...							
FLi,t	...	...	...	...						
ROAi,t	...	...	...	...	...					
GRIi,t	...	...	...	...	...	...				
STi,t	...	...	...	...	...	...	...			
BETAi,t	...	...	...	...	...	...	...	...		
GDPkt	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
INFkt	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

نتایج مدل‌های رگرسیون در جداول ۷، ۸ و ۹ ارائه شده‌اند. چون معناداری آماره‌های اف لیمر آزمون چاو کمتر از خطای ۵ درصد است؛ باید عرض از مبدأهای مختلفی در برآورد لحاظ شده و از داده‌های ترکیبی استفاده شود. معناداری آماره‌های کای دو آزمون هاسمن کمتر از

خطای ۵ درصد است؛ در نتیجه بین جزء اخلاص و متغیرهای توضیحی تورش وجود دارد و از اثرات ثابت استفاده شد. معناداری آماره‌های درست‌نمایی کمتر از خطای ۵ درصد است و برای رفع ناهمسانی واریانس پسماندها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. معناداری ضرایب لاگرانژ آزمون برنوش-پاگان کمتر از ۵ درصد است و جهت رفع خودهمبستگی پسماندها از وقفه اول متغیر وابسته در نقش توضیحی استفاده شد. معنادار آماره فیشر در سطح خطای ۵ درصد بیانگر روابط معنادار مدل است. آماره دوربین-واتسون بیانگر عدم وجود خودهمبستگی پسماندها است. عامل تورم واریانس کمتر از ۵ و بیانگر عدم هم‌خطی بین متغیرها است. ضرایب تعیین تعدیل شده بیانگر توان توضیحی ۵۴ درصدی متغیرهای مدل است.

جدول ۷. بررسی نتایج مدل فرضیه اول پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۲۴۳/-۷	۷۹۹/۰	۰۵۶/-۹	۰۰۰/۰	-
$EQ_{i,t}$	۸۲۵/-۰	۳۳۵/۰	۴۶۱/-۲	۰۱۴/۰	۰۲۹/۱
$SIZE_{i,t}$	۲۵۵/۰	۰۲۹/۰	۸۹۵/۸	۰۰۰/۰	۳۰۲/۱
$FL_{i,t}$	۰۵۱/-۰	۰۴۸/۰	۰۵۷/-۱	۲۹۱/۰	۴۵۱/۱
$ROA_{i,t}$	۵۹۸/-۰	۰۹۳/۰	۴۱۵/-۶	۰۰۰/۰	۷۰۳/۱
$GR_{i,t}$	۰۰۴/۰	۰۰۲/۰	۸۶۰/۱	۰۶۳/۰	۰۲۰/۱
$ST_{i,t}$	۱۶۵/۰	۰۲۵/۰	۶۳۴/۶	۰۰۰/۰	۱۴۶/۱
$BETA_{i,t}$	۰۳۱/۰	۰۱۴/۰	۲۳۱/۲	۰۲۶/۰	۱۱۵/۱
GDP_{kt}	۰۴۵/-۰	۱۸۲/۰	۲۵۰/-۰	۸۰۳/۰	۹۰۹/۱
$INF_{k,t}$	۰۳۳/۰	۰۰۲/۰	۱۰۶/۱۷	۰۰۰/۰	۰۲۲/۲
$COEC_{i,t-1}$	۳۱۰/-۰	۰۲۱/۰	۴۰۱/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۳۵/۰		آماره دوربین-واتسون	۴۱۲/۲	
آماره فیشر	۵۶۱/۷		معناداری آماره فیشر	۰۰۰/۰	
آماره اف لیمر	۴۱۷/۱		معناداری آماره اف لیمر	۰۰۱/۰	
آماره کای دو	۱۱/۲۵۷		معناداری آماره کای دو	۰۰۰/۰	
آماره درست‌نمایی	۲۲/۵۱۳		معناداری آماره درست‌نمایی	۰۰۰/۰	
آماره لاگرانژ	۲/۴۴۳۴۶		معناداری آماره لاگرانژ	۰۰۰/۰	

طبق نتایج جدول ۷، کیفیت سود در سطح خطای ۵ درصد تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه اول پژوهش تأیید شده است. هنگامی که کیفیت سود شرکت‌ها بهبود یابد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه کاهش می‌یابد، اما کاهش کیفیت سود سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود. این موضوع بیانگر نقش مؤثر بهبود کیفیت سود در کاهش بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی است. از طرفی، نقصان در کیفیت گزارش سود، انتظار صاحبان سهام در کسب بازده را افزایش داده و سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

جدول ۸. بررسی نتایج مدل فرضیه دوم پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{it}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۹۹۳/-۶	۸۰۲/۰	۷۲۵/-۸	۰۰۰/۰	-
IP_{it}	۱۸۷/-۰	۰۸۵/۰	۲۰۳/-۲	۰۲۸/۰	۱۱۹/۰۱
$SIZE_{it}$	۲۴۸/۰	۰۲۹/۰	۶۷۴/۸	۰۰۰/۰	۲۸۵/۰۱
FL_{it}	۰۶۸/-۰	۰۴۶/۰	۴۸۹/-۱	۱۳۷/۰	۴۵۱/۰۱
ROA_{it}	۶۱۰/-۰	۰۸۹/۰	۷۹۱/-۶	۰۰۰/۰	۷۲۰/۰۱
GR_{it}	۰۰۴/۰	۰۰۲/۰	۷۷۷/۱	۰۷۸/۰	۰۲۱/۰۱
ST_{it}	۱۶۹/۰	۰۲۵/۰	۶۹۲/۶	۰۰۰/۰	۱۷۰/۰۱
$BETA_{it}$	۰۲۹/۰	۰۱۴/۰	۱۲۳/۲	۰۳۴/۰	۱۱۶/۰۱
GDP_{kt}	۰۰۱/-۰	۱۸۵/۰	۰۰۷/-۰	۹۹۴/۰	۹۱۳/۰۱
INF_{kt}	۰۳۴/۰	۰۰۲/۰	۸۴۹/۱۶	۰۰۰/۰	۰۳۷/۰۲
$COEC_{it-1}$	۳۱۷/-۰	۰۲۲/۰	۶۴۶/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۳۸/۰		آماره دوربین-واتسون	۳۹۵/۲	
آماره فیشر	۶۵۵/۷		معناداری آماره فیشر	۰۰۰/۰	
آماره اف لیمر	۳۹۹/۱		معناداری آماره اف لیمر	۰۰۱/۰	
آماره کای دو	۷۸/۲۵۳		معناداری آماره کای دو	۰۰۰/۰	
آماره درست‌نمایی	۶۵/۵۱۳		معناداری آماره درست‌نمایی	۰۰۰/۰	
آماره لاگرانژ	۴/۴۴۲۷۵		معناداری آماره لاگرانژ	۰۰۰/۰	

طبق نتایج جدول ۸، حمایت از سرمایه‌گذاران سطح خطای ۵ درصد تأثیر معنادار منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید شده است. وقتی جهت اجرای

جوانب راهبری شرکتی تلاش می‌شود از حقوق گروه‌های مختلف به ویژه سرمایه‌گذاران حمایت شود و منافع این گروه‌ها تأمین گردد، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد، اما کاهش حمایت از سرمایه‌گذاران منجر به افزایش سطح بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی شده و این موضوع سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

طبق نتایج جدول ۹، معناداری آماره تی حاصل ضرب حمایت از سرمایه‌گذار و کیفیت سود کمتر از خطای ۵ درصد و ضریب آن منفی است. به این ترتیب، حمایت از سرمایه‌گذار تأثیر معنادار بر رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه سوم پژوهش تأیید شده است. وقتی در راستای اجرای اهداف راهبری شرکتی تلاش شود از حقوق سهامداران حمایت شود و از طرفی سود دارای کیفیت مطلوب باشد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها کاهش می‌یابد؛ در حالی که کاهش حمایت از سرمایه‌گذاران و کاهش کیفیت سود سبب نااطمینانی سهامداران شده و این موضوع ضمن افزایش سطح بازده مورد انتظار صاحبان سهام عادی، سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

جدول ۹. بررسی نتایج مدل فرضیه سوم پژوهش

متغیر وابسته: $COEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	۷۹۴/-۶	۷۳۱/۰	۲۹۹/-۹	۰۰۰/۰	-
$EQ_{i,t}$	۲۷۲/-۱	۴۵۸/۰	۷۸۱/-۲	۰۰۵/۰	۵۷۹/۲
$IP_{i,t}$	۲۹۱/-۰	۱۱۱/۰	۶۲۲/-۲	۰۰۹/۰	۸۱۲/۱
$EQ_{i,t} * IP_{i,t}$	۹۱۱/-۱	۹۳۵/۰	۰۴۴/-۲	۰۴۱/۰	۲۷۶/۳
$SIZE_{i,t}$	۲۴۲/۰	۰۲۶/۰	۳۳۰/۹	۰۰۰/۰	۳۰۷/۱
$FL_{i,t}$	۰۴۶/-۰	۰۴۸/۰	۹۴۱/-۰	۳۴۷/۰	۴۷۳/۱
$ROA_{i,t}$	۵۸۷/-۰	۰۹۴/۰	۲۵۸/-۶	۰۰۰/۰	۷۳۸/۱
$GR_{i,t}$	۰۰۴/۰	۰۲۰/۰	۹۳۱/۱	۰۵۱/۰	۰۲۴/۱
$ST_{i,t}$	۱۶۹/۰	۰۲۵/۰	۸۱۷/۶	۰۰۰/۰	۱۷۴/۱
$BETA_{i,t}$	۰۳۰/۰	۰۱۴/۰	۱۶۵/۲	۰۳۱/۰	۱۱۷/۱
GDP_{kt}	۰۰۷/۰	۱۸۳/۰	۰۳۸/۰	۹۶۹/۰	۹۱۸/۱
$INF_{k,t}$	۰۳۳/۰	۰۰۲/۰	۹۹/۱۶	۰۰۰/۰	۰۴۳/۲
$COEC_{i,t-1}$	۳۱۹/-۰	۰۲۲/۰	۶۱۷/-۱۴	۰۰۰/۰	۰۸۴/۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۳۷/۰	آماره دورین - واتسون	۳۹۵/۲		
آماره فیشر	۵۵۷/۷	معناداری آماره فیشر	۰۰۰/۰		
آماره اف لیمر	۴۱۸/۱	معناداری آماره اف لیمر	۰۰۱/۰		
آماره کای دو	۴۵۲/۵۲	معناداری آماره کای دو	۰۰۰/۰		
آماره درست‌نمایی	۷۲/۵۱۳	معناداری آماره درست‌نمایی	۰۰۰/۰		
آماره لاگرانژ	۷/۴۴۰۶۵	معناداری آماره لاگرانژ	۰۰۰/۰		

شواهد مربوط به نقش متغیرهای کنترلی بیانگر این است که اندازه، گردش معاملات سهام، ریسک سیستماتیک و نرخ تورم تأثیر مثبت، اما بازده دارایی‌ها تأثیر منفی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام داشته‌اند. به این ترتیب، افزایش (کاهش) هزینه سرمایه حقوق مالکانه صاحبان سهام تابعی از افزایش (کاهش) اندازه، گردش معاملات سهام، ریسک سیستماتیک و نرخ تورم و همچنین تابعی از کاهش (افزایش) بازده دارایی‌ها است. بنابراین در شرکت‌های بزرگ‌تر، دارای سودآوری کمتر، دارای گردش سهام بالاتر، با ریسک سیستماتیک بیشتر و در شرایط محیط اقتصادی با نرخ تورم بالاتر، هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها افزایش یافته است. البته طبق بررسی‌های پژوهش، شواهد معنادار از تأثیر اهرم مالی، رشد شرکت و رشد تولید ناخالص داخلی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه یافت نشده است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

در این مقاله اثر سنجه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران و کیفیت اطلاعات مالی بر کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه ارزیابی شده است. طبق پیامدهای فرضیه بازار سرمایه، جنبه‌های کیفیت سود می‌توانند بر هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر بگذارند. شواهد مقاله حاضر نشان داده‌اند کیفیت سود تأثیر منفی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام دارد. در انطباق با مبانی نظری و شواهد تجربی، با افزایش کیفیت اطلاعات مالی از طریق گزارش سود با کیفیت، ریسک اطلاعاتی کاهش یافته و این امر سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه شده است. اما ضعف در گزارشگری سود به ویژه از طریق اعمال اختیار مدیران و انتخاب رویه‌های حسابداری سبب کاهش کیفیت اطلاعات مالی شده و به این دلیل ریسک اطلاعاتی افزایش یافته است. افزایش ریسک اطلاعاتی نیز افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه حقوق مالکانه را به دنبال دارد. این نتایج سازگار با نتایج پژوهش فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴)، گری و همکاران (۲۰۰۹)، کیم و کای (۲۰۱۰)، باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۱)، آپرگیس و همکاران (۲۰۱۱)، بارث^۱ و همکاران (۲۰۱۳)، کیم و سان (۲۰۱۳)، خلیف^۲ و همکاران (۲۰۱۵)، بن‌نصر و الدخیل (۲۰۱۵)، پرساکیس و یاتریدیس (۲۰۱۵)، الیوا^۳ و همکاران (۲۰۱۶)، آنتونی و جورج (۲۰۱۷)، سالوم (۲۰۱۷)، هونگ و همکاران (۲۰۱۹)، ایزت (۲۰۱۹)، کنتریس ایندارتی و همکاران (۲۰۱۹)،

1. Barth

2. Khlif

3. Eliwa

لستاری و راهایو (۲۰۱۹)، علوی طبری و همکاران (۱۳۸۹)، نیکومرام و امینی (۱۳۹۰)، مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۹۱)، حسنی و احمدی (۱۳۹۶)، عباسی و بذرافشان (۱۳۹۶)، حسنی و محمدیان (۱۳۹۶)، اسدی نهاری و همکاران (۱۳۹۸) است. البته این نتایج با نتایج مطالعات کوهن (۲۰۰۸)، ثقفی و بولو (۱۳۸۸)، بولو و حسنی القار (۱۳۹۳) ناسازگاری دارد.

یکی از مکانیزم‌های نظارتی اعمالی در کشورها در راستای اهداف راهبری شرکتی، جنبه حمایت از سرمایه‌گذاران است. شواهدی نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذار در محیط‌های نهادی و قانونی منجر به بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه شده است. شواهد پژوهش حاضر نشان داده‌اند حمایت از سرمایه‌گذار تأثیر معنی‌دار منفی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام داشته است. در انطباق با مبانی نظری و پیشینه‌های تجربی، وقتی رویه‌های راهبری شرکتی برای افزایش نظارت بر شرکت‌ها اعمال شوند، شفافیت اطلاعاتی بهبود یافته و به واسطه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی کاهش می‌یابد، این امر در نهایت سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه صاحبان سهام شده است، اما سطوح ضعیف حمایت از سرمایه‌گذاران به دلیل افزایش عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شده است. این نتایج سازگار با نتایج پژوهش‌های هیملبِرگ و همکاران (۲۰۰۲)، آلبوکوثر و وانگ (۲۰۰۸)، چاپرا و همکاران (۲۰۰۹)، چنگ و همکاران (۲۰۰۹)، آنتونی و جورج (۲۰۱۷) و بروئر و همکاران (۲۰۱۸) است.

طبق شواهد پژوهشی، کیفیت بالای سود و همزمان اعمال حمایت از سرمایه‌گذاران در چارچوب راهبری شرکتی سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود (آنتونی و جرج، ۲۰۱۷). نتایج پژوهش حاضر نشان دادند تعامل همزمان کیفیت سود و حمایت از سرمایه‌گذاران تأثیر منفی بر هزینه حقوق مالکانه داشته است. در واقع، تعامل بهبود کیفیت سود به همراه بهبود محیط حمایت از سرمایه‌گذاران با ایجاد محیط اطلاعاتی مناسب سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شده است.

با توجه به نتایج پژوهش به گروه‌های مختلف که خواهان ارزیابی هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام هستند، پیشنهاد می‌شود بحث کیفیت سود در گزارشگری مالی را به طور دقیق مورد توجه قرار دهند. همچنین لازم است به اثربخشی سازوکارهای راهبری شرکتی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران توجه کنند. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تلاش کنند با ارائه اطلاعات شفاف مالی زمینه لازم برای کاهش هزینه سرمایه فراهم سازند، زیرا این موضوع

در نهایت افزایش ارزش شرکت را به همراه دارد. همچنین طبق شواهد پژوهش، سنجه‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از عوامل کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه هستند. چون دستیابی به فضای حمایت از سرمایه‌گذاران مستلزم رعایت حقوق ذی‌نفعان در چارچوب راهبری شرکتی و اجرای رویه‌های مناسب نظارتی است، از این رو به مکانیزم‌های راهبری شرکتی شامل سازمان بورس، سازمان حسابرسی، هیأت مدیره‌ها، کمیته‌های حسابرسی، حسابرسان مستقل، حسابرسان داخلی و ارکان مربوطه پیشنهاد می‌شود اهداف راهبری شرکتی را در امور نظارتی رعایت کنند تا شاهد کاهش ریسک اطلاعاتی و کاهش هزینه سرمایه در شرکت‌ها باشیم. دستیابی به این هدف، زمینه‌ساز افزایش ارزش شرکت‌ها است که می‌تواند رضایت گروه‌های مختلف از جمله سهامداران و سرمایه‌گذاران را تأمین کند. به علاوه، طبق شواهد پژوهش حاضر هم کمیت سودها و هم کیفیت سودها از عوامل کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه هستند. از این رو، به گروه‌های استفاده‌کننده اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود به این موضوع توجه داشته باشند. شرکت‌ها با افشای اطلاعات شفاف سود می‌توانند سبب افزایش شفافیت بازار سرمایه، کاهش ریسک اطلاعاتی، سرمایه‌گذاری بیشتر، کارایی بازار، تخصیص بهینه منابع و رشد و شکوفایی اقتصادی شوند. افزایش ابهام اطلاعات مالی به ویژه سود، هزینه سرمایه را افزایش داده و مبادلات بازار سهام را کاهش می‌دهد. از این رو به سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سهام پیشنهاد می‌شود با آگاهی از عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه، تصمیم‌های مناسبی گرفته شود. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود جهت تمرکز بر برخی جنبه‌های با اهمیت مطالعاتی، موضوع به صورت مقایسه‌ای از طریق تمرکز بر جنبه‌های مختلف تأمین مالی (هزینه بدهی، هزینه سرمایه و میانگین موزون هزینه سرمایه) بررسی شود. به علاوه، بررسی موضوع به صورت مقایسه‌ای از طریق تمرکز بر جنبه‌های مختلف کیفیت اطلاعات مالی (مدیریت سود، هموارسازی سود، پایداری سود، محافظه‌کاری سود و محتوای اطلاعاتی سود) می‌تواند مورد توجه پژوهشگران قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود نقش محیط رقابتی فعالیت شرکت‌ها در صنایع مختلف (شرایط رقابتی و انحصاری)، نقش محیط رقابتی معاملات بازار سهام، نقش گرم و سرد بودن بازار سهام (بازار پررونق و بازار راکد)، نقش چرخه‌های اقتصادی کشور (دوره‌های رکود و رونق)، نقش چرخه عمر شرکت‌ها (مراحل ظهور، رشد، بلوغ و افول)، نقش محیط اطلاعاتی شرکت‌ها (عدم تقارن اطلاعاتی) و عدم اطمینان (محیطی، سیاسی، اقتصادی، بازار و شرکت) در ارزیابی دقیق‌تر موضوع بررسی شوند.

منابع

- اسدی‌نهری، نادر؛ طالب‌نبا، قدرت‌اله؛ وکیلی‌فرد، حمیدرضا و رویانی، رمضانعلی. (۱۳۹۸). نقش تعدیل‌کننده پذیرش استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی بر رابطه میان کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. ۸ (۳۰): ۱۵-۲۶.
- بولو، قاسم و حسنی‌القار، مسعود. (۱۳۹۳). ارتباط میان کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام. *دانش حسابداری*. ۵ (۱۷): ۴۹-۷۵.
- ترابی، ایرج؛ دستگیر، محسن و کیانی، غلامحسین. (۱۳۹۹). اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*. ۱۲ (۲): ۱-۲۲.
- ثقفی، علی و بولو، قاسم. (۱۳۸۸). هزینه حقوق صاحبان سهام و کیفیت سود. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*. ۱ (۲): ۴-۲۹.
- حسنی، محمد و احمدی، ندا. (۱۳۹۶). تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام. *مقالات کنفرانس بین‌المللی فرصت‌ها و چالش‌های مدیریت، اقتصاد و حسابداری*، ژنو، سوئیس.
- حسنی، محمد و محمدیان، مژگان. (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و کیفیت سود. *پایان‌نامه ارشد*. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
- شفیع‌زاده، بهاره؛ حسینی، سیدعلی؛ رحمانی، علی و سلطانی، محمد. (۱۳۹۷). نقش گزارشگری مالی، شفافیت و راهبری شرکتی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، *بورس اوراق بهادار*. ۱۱ (۴۲)، ۷۴-۹۵.
- عباسی، ابراهیم و بذرافشان، محسن. (۱۳۹۶). بررسی رابطه کیفیت سود، افشای داوطلبانه و رفتار نامتقارن اطلاعاتی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*. ۷ (۱): ۴۱-۶۰.
- علی‌اصفهانی، یاسمن و دارابی، رویا. (۱۳۹۸). بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با هزینه‌های حقوق صاحبان سهام با در نظر گرفتن محافظت از سرمایه‌گذاران. *سیاست‌های مالی و اقتصادی*. ۷ (۲۶): ۲۱۳-۲۳۴.
- علوی‌طبری، سیدحسین؛ مشایخ، شهناز و نوبهاری، مریم. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و ثبات سود با هزینه سرمایه سهام عادی. *مجله توسعه و سرمایه*. ۳ (۲): ۵۷-۷۶.
- کردستانی، غلامرضا و طایفه، سیامک. (۱۳۹۲). ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام. *تحقیقات مالی*. ۱۵ (۱): ۷۵-۹۴.

- کردستانی، غلامرضا و علوی، سیدمصطفی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، بورس اوراق بهادار، ۳ (۱۲)، ۴۳-۶۱.
- کرمی، علامرضا؛ حسینی، سیدعلی و رضوانی فرد، سعید. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین سطح افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بورس اوراق بهادار، ۶ (۲۱)، ۴۷-۷۱.
- مرادزاده فرد، مهدی؛ عدیلی، مجتبی و ابراهیمیان، سیدجواد. (۱۳۹۱). کیفیت حسابرسی، کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۴ (۱۴): ۹۱-۱۱۰.
- نیکومرام، هاشم و امینی، پیمان. (۱۳۹۰). کیفیت سود و هزینه سرمایه. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۴ (۲): ۱۸۳-۲۱۵.
- Albuquerque, R., Wang, N. (2008). Agency conflicts, investment and asset pricing. *The Journal of finance*. 63(1): 1-40.
- Anthony, P., George, I. E. (2017). The joint effect of investor protection, IFRS and earnings quality on cost of capital: An international study. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 46: 1-29.
- Apergis, N., Artikis, G., Eleftheriou, S., Sorros, J. (2011). Accounting information and cost of capital: A theoretical approach. *Modern Economy*. 2: 589-596.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*. 55 (2-3): 206-224.
- Ben-Nasr, H., Al-Dakheel, A.M. (2015). The impact of earnings quality on the cost of equity: Evidence from privatized firms. *International Journal of Financial Research*. 6(1): 68-78.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., Schipper, K. (2011). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry and the cost of equity. *The Accounting Review*. 87 (2): 449-482.
- Boonlert-U-Thai, K., Meek, G. K., Nabar, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting*. 41(4): 327-357.
- Breuer, W., Müller, T., Rosenbach, D., Salzmann, A. (2018). Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance*. 96 (Nov): 34-55.
- Byun, H.Y., Kwak, S.K., Hwang, L.S. (2008). The implied cost of equity capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 37 (1): 139-184.
- Cahan, S.F., Liu, G., Sun, J. (2008). Investor protection, income smoothing, & earnings informativeness. *Journal of International Accounting Research*. 7 (1): 1-24.
- Chang, H., Ferando, G. D., Liao, W. (2009). Sarbanes oxley act, perceived earnings quality & cost of capital. *Review of Accounting and Finance*. 8(3): 216-231.
- Chhabra, M., Ferris, S. P., Sen, N. (2009). Investor protection effects on corporate liquidity and the cost of capital. *Applied Economics Letters*. 16 (8): 819-826.

- Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M., Zeng, C. (2015). Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? *European Accounting Review*. 24 (1): 31-61.
- Cohen, D. (2008). Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*. 15(2): 69-90.
- Cremers, M., Ferrell, A. (2014). Thirty years of shareholder rights and firm valuation. *Journal of Finance*. 69 (3): 1167-1196.
- Dharmapala, D., Khanna, V. (2013). Corporate governance, enforcement, and firm value: Evidence from India. *Journal of Law, Economics, and Organization*. 29 (5): 1056-1084.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*. 70 (2): 193-225.
- Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*. 59 (4): 1553-1583.
- Ezat, A. (2019). The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. 9 (3): 366-385.
- Flores, E., Sampaio, J.O., Beiruth, A.X., & da Silva, A.F. (2020). Earnings Transparency, Cost of Debt & Cost of Equity: A Cross-Country Examination. *International Business Research*, 13 (10): 115-129.
- Francis, Jere R., Khurana, I. K., Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the World. *The Accounting Review*. 80 (4): 1125-1162.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2004). Costs of capital and earnings attributes. *The Accounting Review*. 79 (4): 967-1010.
- Gray, P., Koh, P. S., Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*. 36 (1-2): 51-72.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., Love, I. (2002). Investor protection, ownership and the cost of capital. *World Bank Policy Research*. Working Paper. No 2834.
- Hong, P. K., Ma, T., Zhang, G. (2019). Accruals quality and cost of capital: Evidence from the Chinese stock market. *Journal of International Accounting Research*. 18 (1): 71-95.
- Houqe, M. N., Ahmed, K., Van Zijl, T. (2017). Audit quality, earnings management and cost of equity capital: Evidence from India. *International Journal of Auditing*. 21(2): 177-189.
- Houqe, M. N., Easton, S., Van Zijl, T. (2014). Does mandatory IFRS adoption improve information quality in low investor protection countries?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 23 (2), 87-07.
- Huang, H. H., Wang, W., Zhou, J. (2013). Shareholder rights, insider ownership and earnings management. *Abacus*. 49 (1): 46-73.
- Imhof, M. J., Seavey, S. E., Smith, D. B. (2017). Comparability and cost of equity capital. *Accounting Horizons*. 31(2): 125-138.
- Kentris Indarti, M. G., Puteri, I. T., Sudarsi, S. (2019). Earning quality, information asymmetry and cost of equity capital in manufacturing companies. *Advances in Economics, Business and Management Research*. 86: 155-158.

- Kim, D., Qi, Y. (2010). Accruals quality, stock returns and macroeconomic conditions. *The Accounting Review*. 85(3): 937-978.
- Kim, J. B., Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*. 32(6): 518-543.
- Lestari, N., Rahayu, U. (2019). Influence earnings quality and liquidity on cost of capital. *Journal of Applied Managerial Accounting*. 1 (1): 62-69.
- Lima, B. F., Sanvicente, A. Z. (2013). Quality of corporate governance and cost of equity in Brazil. *Journal of Applied Corporate Finance*. 25 (1): 72-80.
- McLean, R. D., Zhang, T., Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance and growth. *The Journal of Finance*. 67 (1): 313-350.
- Persakis, A., Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38: 3-24.
- Persakis, A., Iatridis, G. E. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 41(C): 73-101.
- Salloum, A. (2017). The relationship between earnings quality and cost of capital in the light of agency theory: A case study of Jordan. *Journal of Advances in Social Science and Humanities*. 3(4).

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.