

## نقش تعدیلی مالکیت نهادی در رابطه با کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه

### سرمایه

#### علیرضا شمشیری پورمنفرد

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ادیبان، گروه حسابداری، گرمسار، ایران.  
Alirezashamshiri99@gmail.com

#### دکتر سیده محبوبه جعفری

مدرس گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ادیبان، گرمسار، ایران.  
jafari.mahboobeh@gmail.com

#### سارا شفیعی

عضو هیات علمی گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی ادیبان، گرمسار، ایران. (نویسنده مسئول).  
Shafiee\_sm@yahoo.com

شماره ۱۴ / پاییز ۱۳۹۸ (جلد سوم) / صص ۳۱-۴۱  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

### چکیده

هدف از پژوهش بررسی نقش تعدیلی مالکیت نهادی در رابطه با کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه می باشد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش شناسی از نوع همبستگی است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۲۲ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب و دوره زمانی آن بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ است. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج نشان داد. مالکیت نهادی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری با هزینه سرمایه تاثیر دارد. این پژوهش به مدیران کمک خواهد کرد تا سیاست‌های موثر مربوط به نوسانات شرکت‌ها که برای دستیابی به ساختار سرمایه بهتر آن‌ها در بلند مدت لازم است را توسعه دهند.

**واژگان کلیدی:** مالکیت نهادی، کیفیت اطلاعات حسابداری، هزینه سرمایه.

### مقدمه

نیل به اهداف بلندمدت اقتصادی در گرو عملکرد مناسب بازارهای مالی است و عملکرد مناسب بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه در گرو وجود اطلاعاتی با کیفیت بالا است. افشای کارای اطلاعات برای استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی به روشی قابل اتکا و به موقع بر عهده گزارشگری مالی است. اطلاعات باکیفیت علاوه بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت شرکت و سرمایه‌گذاران بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی بین معامله‌گران بازار را نیز کاهش می‌دهد و احتمال اینکه سهام‌داران بتوانند در زمان مورد نظر و با قیمت منطقی روی سهام شرکت عملیات لازم را انجام دهند، افزایش می‌یابد؛ بنابراین افشای اطلاعات می‌تواند ناکارایی اطلاعاتی را کم کرده و از این طریق بر بهبود شرایط بازار و افزایش نقد شوندگی سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد. آگاهی از اینکه کیفیت اطلاعات حسابداری چه اثری بر سایر متغیرهای بازار از جمله نقد شوندگی سهام و همچنین هزینه سرمایه دارد، حائز اهمیت است (مرادزاده فرد و ابوحمزه، ۱۳۹۰). در بازار سرمایه مهم‌ترین اطلاعات حسابداری اطلاعاتی است که به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های آگاهانه کمک نماید. این اطلاعات شامل اطلاعات

مربوط، به موقع، دقیق و قابل مقایسه است. امروزه صورت‌های مالی به عنوان مهم‌ترین منبع اطلاعاتی برای انعکاس نتایج عملکرد و وضعیت مالی و جریان‌های نقدی واحدهای تجاری شناخته شده است و به همین دلیل مبانی تهیهی صورت‌های مالی که همان استانداردهای حسابداری هستند از اهمیت بسیار زیادی برخوردار می‌باشند و یکی از مهم‌ترین الزامات تهیه و ارائه‌ی اطلاعات مالی با کیفیت مطلوب، وضع و تدوین اصول و استانداردهای حسابداری و رعایت آنها در عمل است (هیئت استانداردهای حسابداری مالی، ۲۰۰۹). با نگاهی کوتاه به هدف اصلی شرکت که افزایش ثروت سهام‌داران می‌باشد، مشخص می‌شود که بررسی تأثیر پذیرش استانداردهای حسابداری بر هزینه سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار است (وردی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). تا از طریق تعیین میزان تأثیر پذیرش استانداردها بر هزینه سرمایه، مدیران سعی کنند با بهبود کیفیت گزارشگری به هدف اصلی خود دست یابند حال موضوعی که وجود دارد این است که با پذیرش استانداردها این انتظار وجود دارد که شفافیت در افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها بیشتر شود و بنابراین این فرضیه به وجود می‌آید که افزایش شفافیت در افشای اطلاعات به کاهش هزینه سرمایه منجر شود. در کشور ما به دلیل وجود سهام شرکت‌ها در اختیار دولت و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی و خصوصی‌سازی، شاهد حضور سازمان‌ها و مؤسساتی هستیم که در فرآیند انتقال مالکیت با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی شناخته شده و در قالب مالکان و صاحبان سهام جدید، سهم بیشتری از سهام شرکت‌های در حال انتقال را به خود اختصاص می‌دهند. بخشی از این شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی را شرکت‌های بیمه‌ای اعم از سازمان‌های تأمین اجتماعی، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه بازرگانی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهند. مالکان نهادی، به دلیل قابلیت قابل ملاحظه در انجام تجزیه و تحلیل‌های مالی، حرفه‌ای از سایر سرمایه‌گذاران تفکیک می‌شوند. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران نهادی بیش از سایر سرمایه‌گذاران، به کیفیت اطلاعات حسابداری اهمیت می‌دهند و به آن نیازمندند (رحیمیان و دیگران، ۱۳۹۰). سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به ویژگی‌های ذاتی خود دارای نفوذ خاصی می‌باشند و می‌توانند از آن برای نظارت و هم جهت ساختن عملکرد مدیریت در راستای منافع سهامداران استفاده نمایند. حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت بر نحوه نظارت عملیات بنگاه مؤثر است، در راستای اعمال نظارت مؤثر، کیفیت بالای حسابرسی از عوامل مهم به شمار می‌آید. مطالعات قبلی نشان می‌دهند که گزارش حسابرسی و کیفیت ارائه صورت‌های مالی نشانه مهمی از سلامت و عملکرد شرکت می‌باشد. به همین دلیل سرمایه‌گذاران نهادی سعی در استفاده از خدمات با کیفیت دارند (ازیبی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰).

معمولاً افراد مصرف‌کنونی را به مصرف در آینده ترجیح می‌دهند؛ بنابراین، برای تشویق افراد در به تعویق انداختن مصرف فعلی می‌بایستی انتظار کسب پاداش از سرمایه‌گذاری را برای آنان ایجاد کرد. در واقع انتظار کسب بازده یا پاداش سرمایه‌گذاری موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران مصرف در آینده را به مصرف فعلی ترجیح دهند. اغلب از بازده در جهت معرفی بازده سرمایه‌گذاری در یک دارایی در طول یک دوره زمانی که به آن بازده دوره نگهداری می‌گویند استفاده می‌شود و آن عبارت است از تغییرات قیمت و جریان‌های نقدی حاصل از آن دارایی طی دوره سرمایه‌گذاری. این میزان تغییرات را برحسب درصد بیان می‌کنند که نشان‌دهنده درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری است و به آن نرخ بازده سرمایه‌گذاری می‌گویند. نرخ بازده عامل بسیار مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی جهت سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود (ابزری و همکاران، ۱۳۹۳). تأمین مالی از طریق بدهی به علت صرفه جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهام‌داران، راه‌حل مطلوب‌تری برای تأمین مالی محسوب می‌شود؛ اما آنچه برای اعتباردهندگان در خصوص اعطای وام و اعتبار اهمیت دارد، توان پرداخت اصل

<sup>1</sup> Verdi et al

<sup>2</sup> Azibi and et al

و بهره وام و اعتبارات پرداختی توسط وام گیرنده می باشد. عموماً یکی از راهکارهایی که اعتباردهندگان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام به آن توجه می کنند بررسی صورت های مالی شرکت ها است (امیری و محمدی، ۱۳۹۱). در این پژوهش به طور کلی آن چه در این تحقیق مدنظر قرار خواهد گرفت سنجش رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه با نقش تعدیل گر مالکیت نهادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

### پیشینه تجربی پژوهش

حیدرپور و نظری (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر هزینه نمایندگی در رابطه نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه سهام پرداختند. الگوهای منتخب برای آزمون فرضیه های این پژوهش، از الگوهای رگرسیون چندمتغیره پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۱) برگرفته شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ و شامل ۱۴۰ شرکت است. نتایج پژوهش نشان می دهد بین نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه سهام، رابطه معکوس وجود دارد؛ یعنی شرکت ها هر چه نظام حاکمیت بهتری داشته باشند، هزینه تأمین مالی کمتری متحمل خواهند شد و سرمایه گذاران، بازده کمتری از آنها مطالبه می کنند. در واقع، هر چه هزینه نمایندگی کمتر باشد، سرمایه گذار اطمینان بیشتری می کند و در نتیجه، سرمایه مالی بیشتری برای شرکت ها مهیا می شود. هزینه نمایندگی و فرصت های سرمایه گذاری در رابطه نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه نیز سهام تأثیر می گذارد.

باغومیان و همکاران (۱۳۹۷) بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه افشای اختیاری و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا تعداد ۶۱۰ مشاهده سال - شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در این بورس طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳، از طریق شیوه حذف نظام مند به عنوان نمونه انتخاب گردید و داده های آنها از منابعی نظیر کدال، بانک مرکزی، سازمان بورس، نرم افزار تی اس ای کلاینت و مرکز آمار ایران گردآوری شد. پس از گردآوری داده ها فرضیه های تحقیق با استفاده از هفت مدل رگرسیونی مورد آزمون قرار گرفت. شواهد حاصله ضمن تایید وجود رابطه معنی دار متغیرهای افشای اختیاری، پراکندگی مالکیت، مالکیت مدیریتی و مالکیت دولتی با هزینه سرمایه، نشان داد که ویژگی های ساختار مالکیت رابطه معکوس بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه را متاثر می سازد. به طوری که افزایش پراکندگی مالکیت و مالکیت مدیریتی، موجب تشدید و افزایش مالکیت دولتی، موجب تضعیف رابطه یادشده می شوند.

صالحی و همکاران (۱۳۹۶) به الگویابی معادلات ساختاری برای بررسی تأثیر عوامل مؤثر در هزینه سرمایه سهام پرداختند. برای تحلیل داده ها دوره پژوهش، از روش حداقل مربعات جزئی (PLS) و از نرم افزار Smart PLS استفاده شده است. براساس اجرای آزمون های مختلف، الگوهای اندازه گیری، پایایی، روایی همگرا و روایی واگرایی مناسبی دارند. براساس معیار Z، تمام مسیرهای مربوط به الگوی ساختاری به غیر از مسیر ساختار صنعت به هزینه سرمایه و مسیر کیفیت گزارشگری به عملکرد مالی معنادار هستند. معیار  $R^2$  نشان دهنده برازش قوی الگوی ساختاری، معیار  $Q^2$  نشان دهنده قدرت پیش بینی متوسط رو به قوی الگو و معیار GOF نشان دهنده برازش قوی الگوی کلی است. نتیجه پژوهش نشان دهنده تأثیر مستقیم و غیرمستقیم معنادار راهبری شرکتی و تأثیر غیرمستقیم معنادار ساختار رقابتی صنعت بر هزینه سرمایه است، به گونه ای که تأثیر مستقیم راهبری شرکتی قوی تر از تأثیر غیرمستقیم آن است. تأثیر مستقیم ساختار صنعت بر هزینه سرمایه معنادار نیست.

مانگینا و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر سرمایه فکری و افشای مالی به طور مشترک بر هزینه سرمایه شرکتها پرداختند. آنها با استفاده از داده های ۲۵ شرکت انگلستان، رابطه منفی بین هزینه سرمایه سهام و افشای اطلاعات مالی و سرمایه فکری

پیدا کردند. همچنین رابطه بین افشای اطلاعات مالی و هزینه سرمایه به هنگام میانجی‌گری سرمایه فکری افزایش می‌یابد. علاوه بر این سرمایه فکری و افشای اطلاعات مالی در شکل دادن به تأثیرات آنها بر هزینه سرمایه سهام تعامل دارند. بارس و همکاران (۲۰۱۳) تأثیر شفافیت اطلاعات حسابداری را بر هزینه سرمایه مورد مطالعه قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش در شفافیت اطلاعات حسابداری منجر به کاهش در هزینه سرمایه می‌شود. رابطه منفی یافت شده در این پژوهش بین هزینه سرمایه و شفافیت اطلاعات حسابداری بسیار معنادارتر از پژوهش‌های مشابه انجام شده در این زمینه است.

سوانسون (۲۰۱۱) طی پژوهشی ارتباط میان هزینه سرمایه مورد انتظار سرمایه‌گذاران با بازده دارایی‌ها را مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نشان داد که چه در حالتی که دارایی‌ها به صورت کلی در نظر گرفته شوند و چه در حالتی که دارایی‌ها به دو گروه دارایی‌های عملیاتی و مالی تفکیک شوند، ارتباط میان بازده هر گروه از دارایی‌ها و هزینه سرمایه مورد انتظار سرمایه‌گذاران، به صورت معنی‌دار و مثبت خواهد بود.

ساینی و هرمان (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین افشای بخش‌ها و هزینه سرمایه پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه معکوس و معناداری میان سطح افشا و هزینه سرمایه وجود دارد. به طور کلی نتایج این تحقیق نشان داد که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، ارتباط بین سطح افشا و هزینه سرمایه قوی‌تر می‌شود.

### روش‌شناسی پژوهش

نوع روش تحقیق از آن‌جا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) می‌پردازد و با توجه به آن که قضاوت‌های ارزشی در این تحقیق کم‌رنگ است، پژوهش حاضر در زمره تحقیقات کمی در محیط بازار سرمایه و جزء تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. به علاوه با توجه به این‌که از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده شده، از نظر بعد زمانی گذشته‌نگر و از نظر طرح تحقیق شبه تجربی و پس‌رویدادی، بر اساس شیوه جمع‌آوری داده‌ها، آرشویی (داده‌های مشاهده شده) و توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود؛ به عبارت دیگر نوشته پیش رو به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه کتابخانه‌ای می‌باشد. بر این اساس نوع تحقیق بر اساس هدف کاربردی و بر اساس روش توصیفی از نوع همبستگی می‌باشد.

### فرضیه پژوهش

مالکیت نهادی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری با هزینه سرمایه تأثیر دارد.

### جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق، تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ هست؛ که تعداد این شرکت‌ها ۵۲۰ است. لازم به یادآوری هست که انتخاب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری بدین لحاظ است که تقریباً در دسترس‌ترین اطلاعات در خصوص شرکت‌های ایرانی، در این نهاد قرار دارد.

روش نمونه‌گیری: ابتدا شرکت‌ها به‌روش حذف سیستماتیک بشرح زیر انتخاب می‌شوند:

✓ شرکت‌هایی که اطلاعات صورت‌های مالی آن‌ها در دسترس باشد.

✓ سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم شده باشد.  
✓ در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.  
با توجه به شرایط انتخاب شده منجر به انتخاب ۱۲۲ شرکت به عنوان نمونه آماری این تحقیق شد.

### تعریف عملیاتی متغیرها متغیر وابسته

**هزینه سرمایه (WACC):** به محاسبه هزینه سرمایه شرکت بر اساس وزن هر یک از اقلام تشکیل دهنده آن (حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها) در ترازنامه گویند. هزینه انواع سرمایه از جمله سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه و بدهی‌های بلندمدت در محاسبات هزینه سرمایه لحاظ خواهد شد و همان‌طور که اشاره شد درجه تأثیرگذاری هر یک از آن‌ها به مقدار وزن آن‌ها به جمع کل سرمایه است. در محاسبات ارزیابی دارایی نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه معمولاً به عنوان نرخ تنزیل مورد استفاده قرار می‌گیرد. میانگین موزون هزینه سرمایه مساوی است با وزن هر یک از اقلام سرمایه ضربدر نرخ هزینه آن:

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_E + \frac{D}{V} \times R_D \times (1 - T_C)$$

❖  $R_E$ : نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام

❖  $R_D$ : نرخ هزینه بدهی

❖  $E$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

❖  $D$ : ارزش بازار بدهی شرکت

❖  $T_C$ : نرخ مالیات شرکت (۲۲,۵٪)

❖  $V = E + D$

به‌طور خلاصه میانگین هزینه سرمایه معادل مبلغی است که شرکت باید برای تأمین مالی خود از منابع مختلف (آورده نقدی صاحبان شرکت و یا تسهیلات دریافتی) پرداخت نماید. شایان‌ذکر است که میانگین موزون هزینه سرمایه حداقل نرخ سود مورد انتظار شرکت نیز می‌باشد چراکه سود حاصله کمتر از آن پاسخگوی هزینه منابع نهاد نخواهد بود و شرکت متعاقباً متضرر خواهد بود.

### متغیر مستقل

**کیفیت اطلاعات حسابداری (InfoQuality):** در این پژوهش برای محاسبه کیفیت اطلاعات حسابداری از پژوهش (راهان، ۲۰۱۷) پیروی کرده و کیفیت اطلاعات حسابداری از حاصل ضرب شاخص سنجش افشای اطلاعات در صورت‌های مالی (Index) و امتیاز کل تعدیلی شرکت‌ها (RanReax) به دست می‌آید و نحوه محاسبه آن به صورت زیر می‌باشد:

$$Index_x = y = \frac{\sum B}{\sum A}$$

به طوری که:

**Y:** نمره افشای کافی برای صورت‌های مالی که شامل امتیاز افشاء برای هر شرکت نمونه تقسیم بر مجموع امتیازات قابل حصول می‌باشد.

$\sum B$  : جمع نمرات کسب‌شده افشاء برای یک شرکت.

$\sum A$  : جمع نمرات قابل کسب افشاء برای یک شرکت.

همچنین در ادامه اقدام به گردآوری داده در مورد امتیاز کل تعدیلی شرکت‌ها نمودیم؛ پس از محاسبه فرمول فوق برای هر شرکت یک ضریب محاسبه می‌شود، سپس با مرتب کردن آن برای شرکت بر اساس بیشترین ضریب، اولین رتبه و رتبه‌های بعدی محاسبه می‌شود شرکت‌هایی که رتبه طبقه آنها زیر میانگین شاخص کل صنایع مورد بررسی باشد، به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی طبقه‌بندی شدند (کوره‌ن و همکاران، ۲۰۱۷).

### متغیر تعدیلگر

**مالکیت نهادی (IOWN):** برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها.

### متغیرهای کنترلی

**اندازه شرکت (SMB):** تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ است که به آن عامل اندازه می‌گویند و با SMB نشان داده خواهد شد؛ به عبارت دیگر SMB عبارت است از تفاوت بین میانگین بازده ماهیانه سه پرتفوی با اندازه کوچک و میانگین بازده ماهیانه سه پرتفوی با اندازه بزرگ است. برای محاسبه SMB شرکت‌ها را بر اساس اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در شش پرتفوی طبقه‌بندی و بازده ماهیانه هر یک از شرکت‌ها استخراج خواهد شد. آنگاه میانگین بازده ماهیانه هر یک از پرتفوی‌ها محاسبه خواهد گردید، سپس تفاوت میانگین بازده ماهیانه پرتفوی‌های کوچک از پرتفوی‌های بزرگ طبق فرمول زیر به دست خواهد آمد

$$\frac{(S/L+S/M+S/H)}{3} - \frac{(B/L+B/M+B/H)}{3}$$

SMB =

**نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت (HML):** برای محاسبه متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار از پژوهش دچو و تانگ (۲۰۰۹) به صورت زیر پیروی می‌کنیم: تفاوت بین میانگین بازده ماهانه پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام بالا و میانگین بازده ماهانه پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام پایین است؛ به عبارت دیگر تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین است که عموماً به آن عامل ارزش می‌گویند و با HML نشان داده شده است.

$$HML = \frac{(S/H+B/H)}{2} - \frac{(S/L+B/L)}{2}$$

نوسانات بازار (MKT): در این پژوهش نوسانات بازار شرکت طبق پژوهش ژانگ (۲۰۰۶) صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$IMV = \frac{(1/L/S+I/M/S+I/H/S+I/L/B+I/M/B+I/H/B)}{6} - \frac{(V/L/S+V/M/S+V/H/S+V/L/B+V/M/B+V/H/B)}{6}$$

در این فرمول شرکت‌ها از نظر اندازه به کوچک (S) و بزرگ (B) و از نظر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن‌ها به سه گروه ارزش پایین و متوسط و بالا (H,M,L) و از نظر درجه نقد شوندگی به دو گروه عدم نقد شونده (I) و بسیار نقد شونده (V) تقسیم می‌شوند.

اهرم مالی (LEV): این نسبت، رابطه منابع مالی مورد استفاده واحد تجاری را از لحاظ بدهی‌ها یا حقوق صاحبان سهام تعیین و ارزیابی می‌کند و در واقع نحوه ترکیب آن‌ها را بررسی می‌نماید. این نسبت به صورت کل بدهی به کل دارایی محاسبه می‌شود.

### نتایج و یافته‌های پژوهش

هنگامی که توده‌ای از اطلاعات کمی برای تحقیق گرد آوری می‌شود، ابتدا سازماندهی و خلاصه کردن آنها به طریقی که به صورت معنی داری قابل درک و ارتباط باشند، ضروری است. روش‌های آمار توصیفی به همین منظور به کار برده می‌شوند. غالباً مفیدترین و در عین حال اولین قدم در سازماندهی داده‌ها مرتب کردن داده‌ها بر اساس یک ملاک منطقی است و سپس استخراج شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد. در یک جمع بندی با استفاده مناسب از روش‌های آمار توصیفی می‌توان دقیقاً ویژگی‌های یک دسته از اطلاعات را بیان کرد. آمار توصیفی همیشه برای تعیین و بیان ویژگی‌های اطلاعات پژوهش‌ها به کار برده می‌شوند. اکنون آمار توصیفی متغیرها را مورد بررسی قرار می‌دهیم. در ابتدا جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها، آماره‌های توصیفی داده‌ها محاسبه می‌گردد.

جدول (۱): توصیف یافته‌های تحقیق

نام متغیر	میانگین	کمینه	بیشینه	متوسط	انحراف معیار
هزینه سرمایه	۰/۲۷۶	۰/۰۱۴	۰/۷۴۱	۰/۰۹۶	۰/۲۱۴
کیفیت اطلاعات حسابداری	۰/۳۱۱	۰/۰۱۹	۰/۱۸۷	۰/۱۱۲	۰/۲۴۹
مالکیت نهادی	۰/۴۱۵	۰/۱۰۶	۰/۳۸۴	۰/۲۹۴	۰/۱۷۴
ارزش بازار	۰/۵۶۱۴	۰/۵۴۵	۰/۷۸۳	۰/۳۲۶	۰/۶۴۱
اندازه شرکت	۱۵/۱۴	۹/۱۸	۱۳/۱۷	۱۰/۱۱	۱/۵۴
اهرم مالی	۰/۳۴۹	۰/۲۷۱	۰/۷۴۱	۰/۵۹۱	۰/۶۴۷

بر مبنای نتایج مندرج در جدول شماره (۱) در ارتباط با توصیف یافته‌ها ملاحظه می‌شود که:

هزینه سرمایه در شرکت‌های نمونه به‌طور نسبی اقلماً ۰/۰۱۴ و حداکثر ۰/۷۴۱ بوده است. متوسط هزینه سرمایه ۰/۰۱۹۶ با انحراف معیار ۰/۲۱۴ بوده است.

مالکیت نهادی در شرکت‌های نمونه به‌طور نسبی اقلماً ۰/۱۰۶ و حداکثر برابر ۰/۳۸۴ بوده است. مقدار متوسط آن ۰/۲۹۴ با انحراف معیار ۰/۱۷۴ بوده است.

کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌های نمونه به‌طور نسبی اقلماً ۰/۰۱۹ و حداکثر برابر ۰/۱۸۷ بوده است. مقدار متوسط آن ۰/۱۱۲ با انحراف معیار ۰/۲۴۹ بوده است.

ارزش بازار در بین شرکت‌های نمونه اقلماً ۰/۵۴۵ و حداکثر برابر ۰/۷۸۳ بوده است. مقدار متوسط آن در بین شرکت‌ها ۰/۳۲۶ با انحراف معیار ۰/۶۴۱ بوده است.

اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی شرکت، در شرکت‌های نمونه اقلماً ۹/۱۸ و حداکثر برابر ۱۳/۱۷ بوده است. مقدار متوسط آن در بین شرکت‌ها ۱۰/۱۱ با انحراف معیار ۱/۱۵۴ بوده است.

اهرم مالی در شرکت‌های نمونه به‌طور نسبی اقلماً ۰/۲۷۱ و حداکثر برابر ۰/۷۴۱ بوده است. مقدار متوسط آن در بین شرکت‌ها ۰/۵۹۱ با انحراف معیار ۰/۶۴۷ بوده است.

### بررسی پایایی متغیرها

پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به این منظور، از آزمون‌هایی نظیر لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین و آزمون دیکی فولر می‌توان استفاده نمود. به‌منظور انجام این تحلیل، از آزمون ایم، پسران و شین استفاده می‌شود. نتیجه این آزمون در جدول شماره (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): آزمون ایم، پسران و شین

متغیر	آماره	احتمال
هزینه سرمایه	-۱۰/۴۳۹	۰/۰۰۰
کیفیت اطلاعات حسابداری	-۲۰/۸۹۷	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	-۸/۰۲۷	۰/۰۰۰
ارزش بازار	-۱۱/۲۸۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۱۳/۵۵۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۱۰/۲۷۸	۰/۰۰۰

با توجه به جدول شماره (۲)، مقدار سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است و بنابراین، همگی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند. سپس، به شناسایی روش مناسب برای تحلیل داده‌ها پرداخته می‌شود.



### آزمون فرضیه پژوهش

H0: بین کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه با نقش تعدیلگری مالکیت نهادی رابطه معناداری وجود ندارد.

H1: بین کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه با نقش تعدیلگری مالکیت نهادی رابطه معناداری وجود دارد.

$$WACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{InfoQuality}_{i,t} + \beta_2 \text{IOWN}_{i,t} + \beta_3 \text{InfoQuality}_{i,t} * \text{IOWN}_{i,t} + \beta_4 \text{SMB}_{i,t} + \beta_5 \text{HML}_{i,t} + \beta_6 \text{MKT}_{i,t} + \beta_7 \text{LEV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۳): آزمون نهایی

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۷۵	۰/۰۶۱	۱۲/۲۶۵	۰/۰۰۰
کیفیت اطلاعات حسابداری	۰/۰۳۳	۰/۰۱۷	۲/۷۵۱	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۰۷۴	۰/۰۱۳	۵/۶۹۲	۰/۰۰۰۰
مالکیت نهادی * کیفیت اطلاعات حسابداری	۰/۰۳۸	۰/۰۱۴	۲/۷۱	۰/۰۰۶
اهرم مالی	۰/۰۵۴	۰/۰۱۸	۳/۱۲۹	۰/۰۱۴
ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت	۰/۰۸۳	۰/۰۲۸	۲/۹۶۴	۰/۰۴۱
اندازه شرکت	۰/۰۱۸	۰/۰۰۹	۲/۴۷۶	۰/۰۰۰
آماره F	۷۴/۲۱۸		ضریب تعیین	۰/۸۳۵
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۲۹
روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین - واتسون	۱/۷۹۶

از آنجا که آماره t متغیر مالکیت نهادی بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار و مستقیم بین مالکیت نهادی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار است. علاوه بر این، از آنجا که آماره t متغیر مالکیت نهادی \* کیفیت اطلاعات حسابداری بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار و مستقیم بین مالکیت نهادی \* کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برقرار است که به این ترتیب، می‌توان استدلال نمود که مالکیت نهادی موجب تقویت ارتباط مستقیم کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه می‌گردد. لذا فرضیه اصلی مطالعه حاضر مبنی بر این که " بین کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه با نقش تعدیلگری مالکیت نهادی رابطه معناداری وجود دارد." مورد تأیید قرار می‌گیرد. گفتمانی است متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت رابطه معکوس و معنادار با متغیر وابسته دارند. آماره دوربین - واتسون مدل نیز ۱/۷۹۶ است که بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز ۰/۰۰۰ است که پایین‌تر از ۰/۰۵ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره (۳)، ضریب تعیین تعدیل شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل مورد استفاده حدود ۸۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۸۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی و همچنین تصحیح وایت دیاگنوال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است.

## پیشنهادات بر اساس یافته های پژوهش

پیشنهادات بر اساس فرضیه پژوهش

به طور کلی مالکیت شرکت بخشی مهمی را در شرکت تشکیل می دهد که برای پیاده سازی روش های راهبری شرکتی حیاتی محسوب می شود. یکی از مهمترین وظایف کیفیت اطلاعات شرکت بر نظارت عملکرد حسابرسان داخلی و مستقل خارجی و ارائه مشاوره به هیات مدیره در موارد خاص می باشد. اصول راهبری شرکتی تاکید می کند اعضای این کمیته در بهبود فرآیند گزارشگری مالی مشارکت نمایند. برای تحلیل گران، اعتبار گزارش کمیته حسابرسی تابعی از تخصص حرفه ای اعضا می باشد که در برگیرنده گستره وسیعی از مهارتها، استانداردهای اخلاق حرفه ای و سطح دانش آنها از حسابداری و حسابرسی است.

## پیشنهادات کاربردی

با توجه به اهمیت ساختار مالکیت و کاربرد آن در مدیریت سازمان، انجام پژوهش های بیشتر و کاملتر در آینده می تواند بسیار جذاب و جالب باشد. بنابراین با توجه به نتایجی که از این پژوهش استنباط شده است پیشنهادات زیر ارائه می گردد:  
با توجه به نتایج تحقیق، سهامداران باید در انتخاب های سرمایه گذاری خود به ترکیب سهامداری شرکت ها توجه نمایند. اگر هدف آنها از سرمایه گذاری، به صورت کوتاه مدت بوده و خواهان دریافت سود نقدی می باشند، در شرکت هایی سرمایه گذاری نمایند که دارای ترکیب سهامداری نهادی باشند.  
با توجه به نتایج تحقیق، سرمایه گذارانی که به دنبال کسب بازدهی بالاتری از سرمایه گذاری خود می باشند، باید در انتخاب سرمایه گذاری خود به نوع حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره، اندازه شرکت و ..) و نیز چگونگی پراکندگی یا تمرکز سهامداران توجه نموده و سرمایه گذاری خود را در سهام شرکت هایی انجام دهند که لایه های مالکیت دولتی در آن کمتر اما تمرکز مالکیت در آن بالاتر است.

## پیشنهادات برای پژوهش های آتی

برای ادامه پژوهش های آتی در مورد این مهم و ادای وظیفه و تکلیف پژوهش و پژوهشگران، پیشنهادهای زیر برای ادامه راه پژوهش های بعدی ارائه می شود:  
در این تحقیق برای سنجش ارزش بازار و متغیرهای تاثیر گذار بر آن از متغیرهای کیفیت اطلاعات حسابداری و مالکیت نهادی استفاده گردیده است، پیشنهاد می شود از متغیرهای دیگری مانند نوع مالکیت و تمرکز مالکیت نیز استفاده شود.

## منابع

- ✓ امیری، هادی، محمدی خورزوقی، هاجر، (۱۳۹۱)، تحلیل ارتباط بین تامین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، سال چهارم، شماره ۱۶، صص ۶۱-۸۱.
- ✓ باغومیان، رافیک، غلامی حسن کیاده، فرید، امین پور آریا، کریم پور، سارا، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه مالکانه، دانش حسابداری، دوره ۱۸، شماره ۷۲، صص ۹۷-۱۲۴.
- ✓ حیدرپور، فرزانه، نظری طجر، محمود، (۱۳۹۷)، تأثیر هزینه نمایندگی در رابطه نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه سهام، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۶، شماره ۲، صص ۸۵-۹۸.

- ✓ صالحی، حمید؛ سجادی، سید حسین؛ خدادادی، ولی؛ راسخ، عبدالرحمن. (۱۳۹۶)، الگویابی عوامل مؤثر در هزینه سرمایه سهام عادی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره ۱۷، صص ۱۶۷-۱۸۴.
- ✓ رحیمیان، نظام الدین، رضاپور، نرگس، اختری، حسین، (۱۳۹۰)، نقش مالکان نهادی در کیفیت حسابرسی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، سال یازدهم، شماره ۴۵، صص ۶۸-۸۱.
- ✓ مرادزاده فرد، بهمن، ابوحمزه، مینا، (۱۳۹۰)، اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال نهم، شماره ۳۲، صص ۷۳-۱۰۲.
- ✓ Azibi, J., Tondeur, H. and Rajhi, M., (2010). "Auditor choice and institutional investor characteristics after the Enron scandal in the French context", *Crises et nouvelles problématiques de la Valeur*, Nice: France.
- ✓ Barth M.Y, Konchitchki R, Landsman W.R.(2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55: 206-224.
- ✓ Mangena, M., Li, J., & Tauringana, V. (2016). Disentangling the Effects of Corporate Disclosure on the Cost of Equity Capital: A Study of the Role of Intellectual Capital Disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(1), 3-27. <https://doi.org/10.1177/0148558X14541443>.
- ✓ Saini J, Hermann D .(2011). Cost of Capital, Information Asymmetry, And Segment Disclosure. *Journal of Business Accounting Research* , 48: 285-325.
- ✓ Swanson, Z. (2010). " Does the Weighted Cost of Capital Associate with Returns on Operation and Financial Assets with Investor Anticipation or Reaction?". *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol. 15, No.3.