



The Moderating Role of Institutional Investors and Product Market Competition on the Effect of Financial Report Readability on the Cost of Capital

Dr. Shokrollah Khajavi^{1*}, Soraya Weysihesar², Ali Ghayouri Moghaddam³

1. Professor of Accounting, Faculty of Commerce and Trade, University of Tehran, Iran.
skhajavi@ut.ac.ir
2. MSc. of Accounting, KAR Higher Education Institute, Qazvin, Iran.
soraiaweysihsar@yahoo.com
3. Assistant Professor of Accounting, Persian Gulf University, Bushehr, Iran. ali.ghayouri@pgu.ac.ir

ARTICLE INF	ABSTRACT
Received: 2024-01-21 Last Revision: 2024-06-23 Accepted: 2024-07-03	The cost of capital is one of the most critical concepts in financial and management decisions, playing a significant role for company managers and being influenced by various factors. Recent studies have shown that lower readability of financial reports reduces investors' ability to process and interpret annual reports, increases information risk, and consequently raises the cost of capital. Additionally, the relationship between the readability of financial reports and the cost of capital is affected by the ownership level of institutional investors and the degree of competition in the product market. This study aims to investigate the relationship between financial report readability and the cost of capital, considering the moderating role of institutional investors and competition in the product market. To achieve this, 105 companies listed on the Tehran Stock Exchange were examined between 2015 and 2021. Data evaluation and analysis were conducted using EViews software, and regression analysis with combined data was employed to estimate the patterns. The results indicate a positive and significant relationship between financial report unreadability and the cost of capital. Furthermore, institutional investors have a mitigating moderating effect on the relationship between financial report unreadability and the cost of capital. Lastly, competition in the product market also has a mitigating moderating effect on this relationship.
* Corresponding author: Dr. Shokrollah Khajavi Professor of Accounting, Faculty of Commerce and Trade, University of Tehran, Iran. Email: skhajavi@ut.ac.ir	

1. Introduction

The cost of capital is one of the most important concepts in financial and management decisions, playing a crucial role for company managers. Recent studies have shown that the language features of annual reports are a significant factor affecting the cost of equity capital. Lower readability of financial reports and complex disclosures increase information asymmetry, reduce investors' ability to assess a company's future performance, and hinder their ability to interpret annual financial reports. Consequently, from the perspective of investors, companies with difficult-to-read financial reports face higher information risk, which leads to a higher cost of capital.

Since the readability of financial reports is linked to investors' information processing costs, its impact is weaker for experienced investors. Advanced institutional investors—who are highly skilled and knowledgeable—have an inherent advantage in processing corporate information and possess better access to information than other investors. Institutional investors, acting as financial intermediaries, can reduce information asymmetry caused by poor financial report readability. Thus, the negative effect of unreadable financial reports on the cost of equity capital is expected to decrease as institutional investor ownership increases, suggesting that institutional investors are less affected by complex reports.

Additionally, research suggests that the effect of the information environment on the cost of equity capital is influenced by market competition. Competition in the product market plays a pivotal role in shaping the company's information environment, helping managers reduce agency problems and improve economic and informational efficiency. In fact, market competition enhances transparency by improving financial report readability, reducing information asymmetry, and lowering capital costs.

Given these considerations, the purpose of this research is to examine the relationship between the readability of financial reports and the cost of capital, emphasizing the moderating roles of institutional investors and product market competition.

2. Research Questions and Hypotheses

Based on theoretical foundations, the following research hypotheses have been developed:

- **H1:** There is a positive and significant relationship between the unreadability of financial reports and the cost of capital for companies.
- **H2:** Institutional investors have a mitigating moderating effect on the relationship between financial report unreadability and the cost of capital for companies.
- **H3:** Competition in the product market has a mitigating moderating effect on the relationship between financial report unreadability and the cost of capital for companies.

3. Methods

This research is applied, meaning its results are intended for practical use. It is analytical, quasi-experimental, and correlational, and retrospective in nature, analyzing past events.

To achieve the research objectives, 105 companies listed on the Tehran Stock Exchange were examined for the period 2015–2021. Data was collected from the Rahavard Novin database and reports published on the Codal website. For data analysis, EViews software was used, and regression analysis with combined data was employed to estimate the research models.

4. Results

The findings indicate that as the readability of financial reports decreases, the cost of capital increases. Moreover, the impact of financial report unreadability on the cost of capital decreases with the ownership level of institutional investors. Finally, the effect of financial report unreadability on the cost of capital also decreases as the level of competition in the product market increases.

5. Discussion and Conclusion

The research findings, in line with theoretical foundations, suggest that lower financial report readability contributes to higher information asymmetry, likely reducing the ability of investors and creditors to make accurate predictions about a company's future performance. This, in turn,

increases investors' risk perception, leading to higher required risk returns, thereby raising the cost of capital for companies.

Furthermore, institutional investors have a relative advantage in collecting and processing information, actively monitor managerial performance, and possess superior knowledge compared to individual investors due to access to diverse sources of information. Their expertise and skills allow them to understand and interpret company-specific financial data, regardless of report readability. As a result, institutional investors are less affected by complex financial reports.

Finally, greater product market competition serves as a regulatory mechanism within the financial reporting process, enhancing financial report readability, reducing information asymmetry, and lowering the cost of capital. These results align with the findings of Rjiba et al. (2021).

Keywords: Readability of Financial Reports, Product Market Competition, Information Risk, Institutional Investors, Cost of Capital





نقش تعدیل‌کنندگی سرمایه‌گذاران نهادی و رقابت در بازار محصول بر اثر خوانایی

گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه

شکراله خواجه‌وی^{۱*}، ثریا ویسی‌حصار^۲، علی غیوری‌مقدم^۳

چکیده: هزینه سرمایه از مهمترین و کلیدی‌ترین مفاهیم در بسیاری از تصمیم‌گیریهای مالی و مدیریتی است و از اهمیت بالایی برای مدیران شرکت‌ها برخوردار است که از عوامل متعددی اثر می‌پذیرد. پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند خوانایی کمتر گزارش‌های مالی، توانایی سرمایه‌گذاران برای پردازش و تفسیر گزارش‌های سالانه را کاهش، ریسک اطلاعات و در نتیجه هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. همچنین، رابطه بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه به سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درجه رقابت در بازار محصول نیز بستگی دارد. بنابراین، این پژوهش درصدد است رابطه بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه را با نقش تعدیل‌کنندگی سرمایه‌گذاران نهادی و رقابت در بازار محصول بررسی نماید. در این راستا، ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ بررسی شدند. برای بررسی و تحلیل داده‌ها، از نرم‌افزار ایویوز و برای برآورد الگوها، از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده کاهشی دارد. در نهایت، رقابت در بازار محصول بر رابطه بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده کاهشی دارد.

واژه‌های کلیدی: خوانایی گزارش‌های مالی، رقابت در بازار محصول، ریسک اطلاعات، سرمایه‌گذاران نهادی، هزینه سرمایه.

skhajavi@ut.ac.ir

۱- استاد حسابداری، دانشکده تجارت و بازرگانی، دانشگاه تهران، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)

soraiaweysihsar@yahoo.com

۲- کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی کار، قزوین، ایران

ali.ghayouri@pgu.ac.ir

۳- استادیار حسابداری، دانشگاه خلیج فارس، بوشهر، ایران

پذیرش: ۱۴۰۳/۰۴/۱۳

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۳/۰۴/۰۳

دریافت: ۱۴۰۲/۱۱/۰۱

۱. مقدمه

در مورد قیمت‌گذاری ریسک اطلاعات در هر دو سطح نظری و تجربی بحث‌های فراوانی شده است. در تئوری، مدل‌های سنتی قیمت‌گذاری دارایی نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران تنها در مقابل پذیرش ریسک‌های بازار می‌توانند انتظار پاداش داشته باشند. بنابراین، ریسک اطلاعات نباید قیمت‌گذاری شود، زیرا فرض می‌شود که تمام اطلاعات مرتبط همیشه در قیمت سهام منعکس می‌شود. با اینحال، این دیدگاه ایستا از کارایی بازار با پویایی ورود اطلاعات جدید سازگار نیست (ایزلی و همکاران^۱، ۲۰۰۲) بر مبنای بیانیه ایزلی و اوهارا^۲ (۲۰۰۴)، کیفیت اطلاعات یک عامل تعیین کننده بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و یا به عبارتی هزینه سرمایه شرکت است. آنها عدم تقارن اطلاعاتی را دلیل بروز ریسک اطلاعات و در نتیجه عامل هزینه سرمایه تعیین کردند. سرمایه‌گذارانی که از اطلاعات کمتری برخوردارند نسبت به سرمایه‌گذارانی که آگاهی بیشتری دارند با سطح بالاتری از ریسک اطلاعاتی روبه رو می‌شوند. به عبارت دیگر، این ریسک اطلاعاتی غیرقابل تنوع، سرمایه‌گذاران کماطلاع را وادار به تقاضای بازده‌های بالاتر سهام با اطلاعات خصوصی بیشتر می‌کند (رضایی و ویسی حصار، ۱۳۹۲) از دیدگاه قانون‌گذاران و تنظیم‌کنندگان استاندارد نیز اطلاعات در تعیین بازده‌های مورد انتظار مهم هستند. اطلاعات بیشتر همیشه با عدم اطمینان کمتر برابری می‌کند و واضح است که مردم برای اطمینان بیشتر هزینه می‌کنند. عدم اطمینان کمتر به ریسک کمتر و در نتیجه تقاضای بازده کمتر منجر می‌شود. در زمینه اطلاعات مالی، نتیجه نهایی این است که افشای بهتر به کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود (فاستر^۳، ۲۰۰۳). با این حال و مشابه ادبیات نظری، پژوهش‌های تجربی در خصوص تأثیر کیفیت اطلاعات بر هزینه سرمایه سهام نیز نتایج یکسان و پایداری را نشان نداده است و قادر به ارائه شواهد قطعی در این مورد نیست (برای مثال، لیو و وایسوک^۴، ۲۰۱۷؛ ایقول و همکاران^۵، ۲۰۱۳؛ ایزلی و همکاران، ۲۰۱۰؛ دوآرته و یونگ^۶، ۲۰۰۹؛ گرای و همکاران^۷، ۲۰۰۹؛ کوهن^۸، ۲۰۰۸؛ فرانسیس و همکاران^۹، ۲۰۰۵؛ ناظمی و نصیری، ۱۳۹۳؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰؛ رحمانی و فلاح‌نژاد، ۱۳۸۹) بنابراین، فقدان اجماع در ادبیات نشان می‌دهد که تأثیر کیفیت اطلاعات بر هزینه سرمایه سهام شرکت یک سؤال تجربی باقی مانده است.

مطالعه حاضر با استفاده از معیارهای کیفیت اطلاعات که ریشه در ادبیات رو به رشد افشای متنی دارد به این بحث کمک میکند. ویژگی مشترک مطالعات تجربی قبلی این است که آنها عمدتاً بر اطلاعات کمی در ارزیابی خود از کیفیت افشا متمرکز هستند و مؤلفه کلیدی گزارشگری شرکت،

یعنی افشای روایت را نادیده گرفته اند. فراتر از اعداد صورت‌های مالی، افشای روایت یک ویژگی فراگیر در محیط گزارشگری مدیریت است و به عنوان یک مخزن غنی از اطلاعات مرتبط با توسط سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر تصمیم‌گیری افزایش ارزش در نظر گرفته می‌شود که می‌تواند برای تأمین کنندگان سرمایه مورد استفاده قرار گیرد. چنین روایت‌هایی می‌توانند محیط مفیدی برای درک فرآیند تولید داده‌های مالی عددی فراهم کنند (لی^{۱۰}، ۲۰۱۰) و روشی امیدوارکننده برای سنجش کیفیت گزارش‌گری مالی شرکت‌ها ارائه دهند (به عنوان مثال، برگر^{۱۱}، ۲۰۱۱؛ بیر و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۰؛ کور^{۱۳}، ۲۰۰۱) پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند ویژگی‌های زبانی گزارش‌های سالانه یکی از عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه سهام است (رجیبا و همکاران^{۱۴}، ۲۰۲۱) بر اساس فرضیه مدیریت مبهم، انگیزه مدیران می‌تواند موجب مبهم سازی و پنهان کردن اطلاعات از طریق افشاهای با شفافیت کمتر شود. مدیران می‌توانند اطلاعاتی را که به افشای آنها تمایلی ندارند، پنهان کرده و موجب دشواری درک گزارش‌های مالی برای سرمایه‌گذاران شوند (کاظمی علوم و همکاران، ۱۴۰۱). بدین ترتیب، خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و افشای پیچیده تر شرکت‌ها سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و نقصان آگاهی سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت می‌گردد و موجب بازماندن توانایی سرمایه‌گذاران از تفسیر گزارش‌های مالی سالانه می‌شود. لذا، شرکت‌هایی که خوانایی گزارش‌های مالی آنها دشوارتر است از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی بالاتری دارند که در نهایت به افزایش هزینه‌های سرمایه آنها منجر می‌شود.

از آنجایی که خوانایی گزارش‌های مالی معمولاً به هزینه‌های پردازش اطلاعات سرمایه‌گذاران مربوط می‌شود، بنابراین تأثیر ضعیف تری بر هزینه کسب اطلاعات سرمایه‌گذاران با تجربه خواهد داشت. سرمایه‌گذاران نهادی پیشرفته (خبره و ماهر) از مزیت ذاتی پردازش اطلاعات در مورد شرکت‌ها برخوردار هستند و نسبت به سایر سرمایه‌گذاران از اطلاعات بهتری برخوردار هستند (وانگ و وی^{۱۵}، ۲۰۲۱؛ خواجهی و همکاران، ۱۴۰۰). در نتیجه، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با نقش خود به عنوان واسطه‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از خوانایی ضعیف گزارش‌های مالی را کاهش دهند (لی^{۱۶}، ۲۰۱۲؛ لیهاوی و همکاران^{۱۷}، ۲۰۱۱). بنابراین، انتظار می‌رود اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه با سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی کاهش یابد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی کمتر تحت تأثیر گزارش‌های با خوانایی دشوار قرار می‌گیرند.

علاوه بر این، پژوهش‌ها نشان می‌دهد که تأثیر محیط اطلاعاتی بر هزینه سرمایه سهام به درجه رقابت بازار بستگی دارد. لامبرت و همکاران^{۱۸}، ۲۰۱۲) و (آرمسترانگ و همکاران^{۱۹}، ۲۰۱۱)

نشان دادند اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه سهام زمانی آشکارتر است که سهام شرکت‌ها در بازارهایی با رقابت ناقص معامله شوند. پیامد اقتصادی محیط اطلاعاتی نامتقارن، علاوه بر کوچک کردن بازارهای مالی، مخاطراتی مثل افزایش هزینه سرمایه آنها را به دنبال دارد (سهمانی اصل و همکاران، ۱۴۰۰). در ادبیات رقابتی بیان می‌شود که رقابت فشرده بازار محصول سبب ایجاد انگیزه در مدیران برای عملکرد کارا می‌شود (آلن و گاله^{۲۰}، ۲۰۰۰). در همین زمینه، کیوز^{۲۱}، ۱۹۸۰ بیان میکند که رقابت، مدیران را به سمت ارتباط بیشتر با سهامداران (رحیمی و فروغی، ۱۳۹۸) و افزایش کارایی سوق می‌دهد (اکبری و همکاران، ۱۳۹۸). در واقع، بر اساس دیدگاه اثربخشی افشای اطلاعات، وجود رقابت در بازار سبب افزایش شفافیت به واسطه افزایش خوانایی گزارش‌های مالی (کاظمی علوم و همکاران، ۱۴۰۱) و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه و ریسک ورشکستگی می‌شود. زیرا اطلاعات مشابه و قابل مقایسه را می‌توان از سایر رقبای فعال در بازار کسب کرد و از آنها برای بررسی درستی ادعاها و اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت شرکت استفاده کرد (چن و همکاران^{۲۲}، ۲۰۱۴؛ سلیمانخان و پورزمانی، ۱۳۹۶).

با توجه به مطالب پیشگفته، این پرسش‌ها مطرح می‌شود که آیا خوانایی گزارش‌های مالی می‌تواند عامل مهمی در هزینه سرمایه شرکت‌ها باشد؟ آیا سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند ارتباط بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها را تحت الشعاع قرار دهند؟ همچنین، آیا رقابت در بازار محصول می‌تواند ارتباط بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد؟ بر این اساس، هدف اصلی پژوهش حاضر، فراهم کردن شواهدی برای پاسخگویی به پرسش‌های مطرح شده درباره نقش تعدیل‌کنندگی سرمایه‌گذاران نهادی و رقابت در بازار محصول بر ارتباط بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. مفهوم هزینه سرمایه نه تنها یک معیار سرمایه‌گذاری است، بلکه در ارزیابی عملکرد مالی مدیریت نیز استفاده می‌شود. آشنایی با عوامل تأثیرگذار بر هزینه سرمایه می‌تواند مدیریت را در افزایش ارزش سهام شرکت یاری رساند. در عصری که شرکت‌ها برای بقا در بازارهای رقابتی با چالش‌های فراوانی روبه رو هستند، شناسایی عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه شرکت‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است و میتواند دینفعان سازمانها را در امر برنامه ریزی یاری رساند. مروری بر پژوهش‌های تجربی صورت گرفته نشان می‌دهد که هرچند مطالعاتی در زمینه خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه در کشورهای دیگر انجام گرفته است اما شواهد مربوط در یک اقتصاد توسعه یافته را نمیتوان به راحتی به بازارهای در حال توسعه مانند ایران که ساختار

بازار محصول، مفروضات بازارها و درجه رقابت و سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در آنها ممکن است متفاوت باشد؛ تعمیم داد.

در ادامه، ابتدا ادبیات و پیشینه پژوهش بیان شده است، سپس فرضیه‌ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده توضیح داده شده است و در نهایت، پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته شده است.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱. خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه

خوانایی به احتمال موفقیت خواننده در خواندن و درک یک متن یا نوشته اشاره دارد. خوانایی گزارشگری مالی "شفافیت متن و موفقیت در فهم پذیر بودن اطلاعات مالی" تعریف شده است که کمک شایانی به درک اعداد و ارقام مندرج در صورت‌های مالی می‌کند و از اهمیت بسزایی برخوردار است (رضائی پسته نوئی و صفری گرایلی، ۱۳۹۷). پژوهش‌های پیشین چنین استدلال می‌نمایند که خوانایی گزارش‌های سالانه از طریق دو کانال بر هزینه سرمایه سهام شرکت تأثیرگذار است (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱). اول، شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه پیچیده تری (یعنی، طولانی تر و دشوارتر برای خواندن) را افشا می‌کنند، احتمالاً از مشکلات شدید عدم تقارن اطلاعاتی رنج می‌برند. فرض اصلی این استدلال آن است که مدیران این شرکت‌ها تمایل دارند تا به طور استراتژیک گزارش‌های سالانه را ساختاربندی کنند (برای نمونه، استفاده از نشر غیرطبیعی) تا عملکرد ضعیف خود را مبهم کرده یا اخبار بد را از سرمایه‌گذاران پنهان کنند (به عنوان مثال، چاکرابارتی و همکاران^{۲۳}، ۲۰۱۸؛ ارطغرول و همکاران^{۲۴}، ۲۰۱۷؛ لو و همکاران^{۲۵}، ۲۰۱۷؛ لی، ۲۰۰۸).

دوم، روایت‌های پیچیده تر درک استفاده کنندگان از عملکرد آینده شرکت را تغییر می‌دهند و قضاوت‌های آنها را منحرف می‌کنند. در نتیجه، عدم اطمینان بیشتری در مورد پارامترهای اساسی توزیع بازده سهام شرکت ایجاد می‌شود و اختلاف نظر بین سرمایه‌گذاران در مورد چگونگی تفسیر سیگنال‌های عمومی افزایش می‌یابد. واگرایی عقاید، دقت باورهای سرمایه‌گذار در مورد بازده‌های آتی سهام را کاهش می‌دهد و به هزینه سرمایه سهام بالاتر منجر می‌شود (بلومفیلد و فیشر^{۲۶}، ۲۰۱۱). رنکمپ^{۲۷}، ۲۰۱۲ نشان داد خوانایی کمتر گزارش‌های سالانه، باور سرمایه‌گذاران مبنی بر اینکه آنها می‌توانند به اطلاعات افشا شده تکیه کنند را کاهش می‌دهد که این امر بر قضاوت‌ها و

تصمیمات بعدی آنها تأثیر می‌گذارد. در همین راستا، الیوت و همکاران^{۲۸}، ۲۰۱۵ دریافتند که استفاده از زبان عینی (مشخص) که توسط قانون افشای ساده انگلیسی کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا توصیه می‌شود، احساس راحتی سرمایه‌گذاران را در خصوص توانایی آنها برای ارزیابی یک سرمایه‌گذاری افزایش می‌دهد.

یافته‌های رجیبا و همکاران (۲۰۲۱) بیانگر آن است که گزارش‌های متنی پیچیده و ناخوانا، توانایی سرمایه‌گذاران برای پردازش و تفسیر گزارش‌های سالانه را کاهش می‌دهد و به ریسک اطلاعات بیشتر و در نتیجه هزینه بالاتر تأمین مالی سهام منجر می‌شود. نتایج پژوهش آتاناساکو و همکاران^{۲۹}، (۲۰۲۰) حاکی از رابطه غیرخطی (U شکل) بین هزینه حقوق صاحبان سهام و سطح افشا در روایت‌های گزارش سالانه است. گارل و همکاران^{۳۰} (۲۰۱۹) و آجینا و همکاران^{۳۱} (۲۰۱۶) نیز نشان دادند شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه با خوانایی کمتری منتشر میکنند با هزینه بیشتری برای تأمین مالی سهام مواجه هستند. نتایج پژوهش دریائی و ایمنی (۱۴۰۲) با استفاده از رگرسیون لاجیت نشان می‌دهد که خوانایی گزارشگری مالی رابطه معناداری با هزینه سرمایه بالا ندارد. همچنین، خوانایی گزارشگری مالی رابطه غیرخطی معناداری با هزینه سرمایه بالا ندارد. یافته‌های داداشی و نوروژی (۱۳۹۹) حاکی از آن است که خوانایی گزارشگری مالی اثر میانجی کامل بر رابطه بین مدیریت سود و هزینه سرمایه دارد.

در مجموع، بر اساس استدلال‌های بالا انتظار می‌رود شرکت‌هایی که خوانایی گزارش‌های مالی آنها دشوارتر است هزینه سرمایه بالاتری را متحمل شوند. بنابراین، فرضیه اول پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه اول: بین ناخوانایی گزارش‌های مالی^۱ و هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۲-۲. نقش سرمایه‌گذاران نهادی

نتایج پژوهش‌های پیشین به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم حاکی از آن است که خوانایی گزارش‌های مالی یکی از عوامل مهم اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است (لاورنس^{۳۲}، ۲۰۱۳؛

۱- طبق تعریف عملیاتی متغیر، ارتباط بین شاخص فوگ و سطح خوانایی گزارش‌های مالی معکوس است. هرچه شاخص فوگ بالاتر باشد نمایانگر خوانایی پایین‌تر گزارش‌های مالی و ناخوانا بودن متن است. در نتیجه، در بررسی فرضیه‌ها "ناخوانایی" عنوان شده است.

میلر^{۳۳}، ۲۰۱۰؛ یو و ژانگ^{۳۴}، ۲۰۰۹) هرچه خوانایی گزارش‌های مالی کمتر باشد، تجزیه و تحلیل آن برای سرمایه‌گذاران سخت‌تر خواهد بود و کمتر به آن توجه می‌کنند. گزارش‌های مالی پیچیده به زمان و تلاش بیشتری برای استخراج اطلاعات مربوط از آن نیاز دارد و همین موضوع پردازش آن را برای سرمایه‌گذاران، غیراقتصادی کرده است (یوباکر و همکاران^{۳۵}، ۲۰۱۹؛ لی، ۲۰۱۲؛ بلومفیلد، ۲۰۰۲). پژوهش‌ها نشان داده است سرمایه‌گذاران نهادی دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند، در نظارت بر عملکرد مدیران فعال‌تر بوده و به دلیل دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه‌تر از سایر سرمایه‌گذاران هستند (باقری ازغندی و همکاران، ۱۳۹۷). مزیت اطلاعاتی و مهارتی سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان استفاده‌کنندگان حرفه‌ای، به آنها کمک می‌کند تا اطلاعات خاص شرکتی گنجانده شده در گزارش‌های مالی را بدون توجه به سطح خوانایی آن درک و پردازش کنند (باغومیان و همکاران، ۱۴۰۰). سرمایه‌گذاران نهادی زمان کمتری را به جست‌وجوی اطلاعات موردنظرشان اختصاص می‌دهند. اگرچه برای این گروه از سرمایه‌گذاران کیفیت گزارش‌های مالی جذاب است، اما با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها (جعفری و همکاران، ۱۳۹۹)، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردارند و می‌توانند به اطلاعات محرمانه دسترسی پیدا کنند. بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با نقش خود به عنوان واسطه‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از خوانایی ضعیف گزارش‌های مالی را کاهش دهند (لی، ۲۰۱۲؛ لیهاوی و همکاران، ۲۰۱۱، رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱) در پژوهش خود نشان دادند اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه سهام با سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی کاهش می‌یابد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی کمتر تحت تأثیر گزارش‌های با خوانایی دشوار قرار می‌گیرند.

یافته‌های باغومیان و همکاران (۱۴۰۰) بیانگر آن است که بین ناخوانایی گزارش مالی و همزمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی به ترتیب رابطه مذکور را کاهش و افزایش می‌دهند. باقری ازغندی و همکاران (۱۳۹۷) نیز نشان دادند که بین خوانایی صورت‌های مالی و میزان حساسیت سرمایه‌گذاران به استفاده از اطلاعات حسابداری رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش خوانایی حساسیت سرمایه‌گذاران یا سایر استفاده‌کنندگان بر اطلاعات متن صورت‌های مالی بیشتر و بر ارقام و اعداد حسابداری ارائه شده در صورت‌های مالی کمتر می‌شود. همچنین، حساسیت یاد شده برای شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و عمده بیشتری هستند، پایین‌تر است.

به طور کلی، بر اساس مباحث فوق انتظار می‌رود اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه

سرمایه تا حد زیادی با افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی محدود شود. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده کاهشی دارد.

۳-۲. نقش رقابت در بازار محصول

پژوهش‌ها نشان می‌دهد تأثیر محیط اطلاعاتی بر هزینه سرمایه سهام به شدت رقابت بازار بستگی دارد. در واقع، اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه سهام زمانی آشکارتر است که سهام شرکت‌ها در بازارهایی با رقابت ناقص معامله شوند (لامبرت و همکاران، ۲۰۱۲؛ آرمسترانگ و همکاران، ۲۰۱۱). محیط اطلاعاتی نامتقارن، علاوه بر کوچک کردن بازارهای مالی، افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها را نیز به دنبال دارد (سهامانی اصل و همکاران، ۱۴۰۰). رقابت در بازار محصول نقش مهمی در شکل‌گیری محیط اطلاعاتی شرکت ایفا کرده و به مدیران برای کاهش مشکلات نمایندگی و افزایش کارایی اقتصادی و اطلاعاتی کمک می‌کند (دهالیوال و همکاران، ۲۰۱۴؛ گیرود و مولر^{۳۷}، ۲۰۱۰؛ شلیفر و ویشنی^{۳۸}، ۱۹۹۷). یکی از دلایل چنین استدلالی این است که نیروهای انضباطی و نظم‌دهنده رقابت باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای رفتار کارا می‌شود و مدیران ناکارآمد را به سرعت از بازار حذف می‌کند. رقابت در بازار محصول، از یک سو شرکت‌های موجود در صنایع مشابه را مجبور می‌کند به دنبال اطلاعات رقبا باشند و از سویی دیگر اطلاعات خودشان را برای داشتن مزیت رقابتی پنهان کنند. به اعتقاد لی (۲۰۱۰) رقابت در بازار منجر به بهبود کیفیت افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها خواهد شد که نه تنها شرکت‌ها را وابسته به مزیت رقابتی برون سازمانی می‌کند، بلکه مالکان را نیز تشویق به تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی درون سازمانی می‌کند و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش می‌دهد (احمدپور و فرمانبردار، ۱۳۹۴). بنابراین، با افزایش رقابت در بازار محصول به عنوان یکی از سازوکارهای نظم‌دهنده فرآیند گزارشگری مالی (نمازی و همکاران، ۱۳۹۳؛ بالاکریشن و کوهن^{۳۹}، ۲۰۱۱)، خوانایی گزارش‌های مالی افزایش و عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. کاظمی علوم و همکاران (۱۴۰۱) نشان دادند که رقابت در بازار محصول تأثیر مثبت و معناداری بر خوانایی گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار داشته است. یافته‌های رجیبا و همکاران (۲۰۲۱) بیانگر آن است که اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه سهام تنها در شرایط

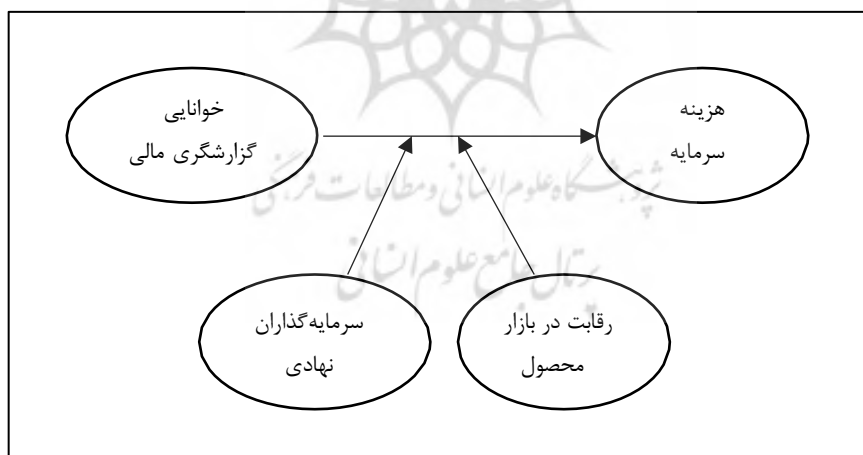
رقابت ناقص بازار معنادار است. نتایج سپاسی و همکاران (۱۳۹۶)، شمس و همکاران (۱۳۹۶) و چن و همکاران (۲۰۱۴) حاکی از آن است که با افزایش رقابت در بازار محصول، هزینه سرمایه شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

به طور خلاصه، بر اساس مطالعات فوق انتظار می‌رود اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه تا حد زیادی با افزایش رقابت در بازار محصول محدود شود. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه سوم: رقابت در بازار محصول بر رابطه بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده کاهش می‌دهد.

۳. الگوی مفهومی پژوهش

در شکل ۱، الگوی مفهومی پژوهش ترسیم شده است. در این الگو، خوانایی گزارشگری مالی به عنوان متغیر مستقل و هزینه سرمایه شرکت به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درجه رقابت در بازار محصول نیز متغیرهای تعدیل‌کننده پژوهش هستند.



شکل ۱: الگوی مفهومی پژوهش

۴. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع کاربردی است و به روش

پس رویدادی انجام شده است. جامعه آماری پژوهش، همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال بوده اند. از آنجا که برای اندازه گیری بعضی از متغیرهای پژوهش از اطلاعات چند سال قبل از سال مورد بررسی استفاده شده است، به این اطلاعات از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ نیاز است. در انتخاب شرکت‌ها شرایط زیر در نظر گرفته شده است: با هدف کنترل اثر زمانی و به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ به منظور همگن سازی جامعه آماری، شرکت‌ها در دوره مدنظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند؛ جزء شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری، واسطه‌گری‌های مالی نباشند، زیرا افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری شرکت در آنها متفاوت است؛ به منظور سیال بودن سهام شرکت‌ها و در نتیجه قابل اتکا بودن قیمت سهام و بازده آن و جهت مقایسه بهتر، شرکت‌ها وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند؛ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها مثبت باشد؛ داده‌های مورد نیاز پژوهش موجود باشد. تعداد ۱۰۵ شرکت که حائز شرایط فوق بودند برای آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند. اطلاعات مورد نیاز جهت اندازه گیری متغیرها و آزمون فرضیه‌های پژوهش به طور کلی از نرم افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی حسابرسی شده و سایر گزارش‌های منتشره در تارنمای شرکت‌ها، کدال و سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. پس از جمع آوری داده‌ها، برای جمع بندی و محاسبات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است. سپس تجزیه و تحلیل نهایی به وسیله الگوهای رگرسیونی چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز انجام شده است.

۴-۱. الگوها و متغیرهای پژوهش

به پیروی از مطالعه رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، برای آزمون فرضیه اول پژوهش از الگو ۱ به شرح ذیل استفاده شده است.

الگو (۱)

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 READ_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 BTM_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BIG_N_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

به پیروی از مطالعه رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از الگو ۲ به شرح ذیل استفاده شده است.

الگو (۲)

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 READ_{it} + \beta_2 High_IO_{it} + \beta_3 READ_{it} \times High_IO_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 BTM_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 BIG_N_{it} + \beta_9 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

به پیروی از مطالعه رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از الگو ۳ به شرح ذیل استفاده شده است.

الگو (۳)

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 READ_{it} + \beta_2 High_Competition_{it} + \beta_3 READ_{it} \times High_Competition_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 BTM_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 BIG_N_{it} + \beta_9 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

در الگوهای فوق؛

۱-۱-۴. متغیر وابسته

هزینه سرمایه متغیر وابسته پژوهش است که برای محاسبه آن از میانگین موزون هزینه سرمایه (رابطه ۱) استفاده شده است. لازم به ذکر است که از این معیار در پژوهش‌های کین و همکاران^{۴۰}، (۲۰۲۰)، مهربانپور و میری چیمه (۱۳۹۷) و شمس و همکاران (۱۳۹۶) نیز بهره گرفته شده است.

رابطه (۱)

$$WACC_{it} \underline{V_e} = ((\times Re \underline{V_d} + \underline{V_e} \underline{V_d}) + ((\times Rd \underline{V_d} + \underline{V_e} \times (1 - T)$$

 $\underline{V_e}$ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ $\underline{V_d}$ ارزش دفتری بدهی‌ها؛ Re نرخ هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام؛ Rd نرخ هزینه بدهی؛

T نرخ مؤثر مالیات که بر حسب کل هزینه مالیات تقسیم بر سود قبل از کسر مالیات محاسبه شده است. جهت محاسبه هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام (Re) از مدل گوردون (رابطه ۲) استفاده شده است.

رابطه (۲)

$$D_1 \\ Re = + g \frac{\quad}{p} \\ 0$$

Re نرخ بازده مورد انتظار سهامداران؛

D1 سود سهام مورد انتظار سال آتی که برابر است با $1 (+)$ [نرخ رشد مورد انتظار]

DPS؛ $\times$ P0 قیمت سهام در ابتدای سال؛ g نرخ رشد مورد انتظار که معادل میانگین معمولی رشد فروش طی ۳ سال گذشته است.

جهت محاسبه هزینه بدهی (Rd) از نسبت هزینه‌های مالی به تسهیلات کوتاه مدت و بلندمدت شرکت استفاده شده است

۴-۱-۲. متغیر مستقل

خوانایی گزارشگری مالی (READ) متغیر مستقل پژوهش است که برای محاسبه آن از معیار فوگ (FOG) استفاده شده است. لازم به ذکر است که از این معیار در پژوهش‌های رحمان و همکاران^{۴۱}، (۲۰۲۳) رمضان احمدی و همکاران (۱۴۰۱) و داداشی و نوروزی (۱۳۹۹) نیز بهره گرفته شده است. شاخص فوگ با استفاده از رابطه ۳ به شرح ذیل محاسبه شده است. رابطه (۳)

(میانگین تعداد کلمات در هر جمله + درصد کلمات پیچیده) $\times 0.4$ = شاخص

فوگ در رابطه فوق میانگین تعداد کلمات در هر جمله از نسبت تعداد کل کلمات تقسیم بر تعداد جملات حاصل می‌شود. کلمات پیچیده نیز آن دسته از کلماتی است که سه هجایی و یا بیشتر باشند. جملات طولانی تر و نسبت بیشتر کلمات پیچیده باعث افزایش شاخص فوگ می‌شود. میانگین رابطه ۳ برای سه نمونه یکصد کلمه ای از ابتدا، وسط و اواخر گزارش‌های مالی محاسبه و به عنوان شاخص فوگ در نظر گرفته شده است (فضل الهی و ملکی توانا، ۱۳۸۹). ارتباط بین شاخص فوگ و سطح خوانایی گزارش‌های مالی معکوس است. هرچه شاخص فوگ بالاتر باشد نمایانگر خوانایی پایین تر گزارش‌های مالی است و برعکس. در صورتیکه شاخص فوگ مساوی و یا بزرگتر از ۱۸ باشد خوانایی گزارش‌های مالی بسیار سخت و پیچیده است؛ بین ۱۴ تا ۱۸ به عنوان خوانایی سخت؛ بین ۱۲ تا ۱۴ به عنوان خوانایی مناسب و ایده آل؛ بین ۱۰ تا ۱۲ به عنوان خوانایی قابل قبول و بین ۸ تا ۱۰ به عنوان خوانایی آسان طبقه بندی شده است.

۴-۱-۳. متغیرهای تعدیل گر

سرمایه‌گذاران نهادی (IO) : مطابق بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران نهادی

عبارتند از:

- (۱) بانک‌ها و بیمه‌ها،
- (۲) هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار،
- (۳) هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند،
- (۴) سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی،
- (۵) شرکت‌های دولتی،
- (۶) اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

IO_{High} : متغیر مجازی که اگر درصد مالکیت نهادی شرکت بزرگتر از میانه درصد مالکیت نهادی شرکت‌های نمونه باشد ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر گرفته است. رقابت در بازار محصول (Competition): برای اندازه‌گیری رقابت در بازار محصول از شاخص لرنر استفاده شده است. رقابت در بازار محصول با استفاده از شاخص لرنر برابر است با قیمت محصول شرکت منهای هزینه نهایی تولید. این شاخص به صورت مستقیم ویژگی قدرت بازار است. از آنجایی که هزینه نهایی در پژوهش‌های تجربی قابل مشاهده نیست از این رو، پژوهشگرانی نظیر بوث و ژو^{۴۲}، (۲۰۰۹) شاخص را از طریق حاشیه قیمت - هزینه تقریب می‌زنند. شرکت‌هایی که در صنایع رقابتی تر هستند حاشیه سود کمتری دارند. شاخص لرنر بر حسب سود عملیاتی تقسیم بر فروش به شرح رابطه ۴ تعریف می‌شود (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۱). شایان ذکر است که از این شاخص در پژوهش‌های شیخ^{۴۳}، (۲۰۱۸)، خواجوی و ابراهیمی (۱۳۹۱)، خواجوی و همکاران (۱۳۹۲)، نمازی و همکاران (۱۳۹۳) نیز استفاده شده است. رابطه (۴)

$$LI = Sales - COGS - SG\&A \text{ Sales}$$

Sales: فروش خالص؛

COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته؛

SG&A: هزینه‌های اداری، عمومی و فروش.

$High_{competition}$: متغیر مجازی که اگر شاخص لرنر شرکت کوچکتر از میانه شاخص لرنر شرکت‌های نمونه باشد ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر گرفته است.

۴-۱-۴. متغیرهای کنترلی

به دنبال مطالعات قبلی (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱؛ چن و همکاران^{۴۴}، ۲۰۱۱؛ دهالیوال و همکاران^{۴۵}، ۲۰۰۶؛ هایل و لئوز^{۴۶}، ۲۰۰۶)، تعدادی از متغیرهای کنترل که به طور سیستماتیک بر هزینه سرمایه تأثیر قابل توجهی دارند، در تحلیل گنجانده شده‌اند.

بتا بازار (BETA): برای کنترل ریسک سیستماتیک یک شرکت، بتای بازار در رگرسیون‌ها لحاظ شده است. این متغیر از تخمین مدل بازار بر اساس بازده ماهانه سهام طی ۳۶ ماه گذشته به‌دست آمده است.

نسبت ارزش دفتری به بازار (BTM): برای تفاوت در فرصت‌های رشد شرکت‌ها، نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام کنترل شده است (هایل و لئوز، ۲۰۰۶) انتظار می‌رود شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا، قیمت‌های بالاتری داشته باشند و رشد بلندمدت بیشتری در جریان‌های نقدی ایجاد کنند که به معنای کاهش هزینه سرمایه است.

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها، دیاموند و ورچیا^{۴۷} (۱۹۹۱) نشان دادند که افشای بیشتر اطلاعات می‌تواند منجر به قیمت‌های بالاتر شود که به نوبه خود صرف ریسک را کاهش می‌دهد. مهمتر از آن، تغییر قیمت رو به بالا ناشی از در دسترس بودن اطلاعات بیشتر برای شرکت‌های بزرگتر بارزتر است. علاوه بر این، گبهارت و همکاران^{۴۸} (۲۰۰۱) و گود و موهانرام^{۴۹} (۲۰۰۳) ارتباط منفی بین اندازه شرکت و هزینه ضمني سرمایه سهام را نشان دادند.

اهرم مالی (LEV): بدهی‌های بلندمدت تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها، گود و موهانرام (۲۰۰۳) و بوتوسان و پلاملی^{۵۰} (۲۰۰۵) استدلال می‌کنند که شرکت‌های اهرمی، بیشتر در معرض مشکلات مالی هستند و از اینرو، با ریسک بیشتری روبه‌رو هستند. هر دو پژوهش شواهدی را ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد اهرم به طور مثبت با هزینه سرمایه سهام ارتباط دارد.

کیفیت حسابرسی (BIG_N): متغیر مجازی که اگر حسابرر شرکت، سازمان حسابرسی باشد ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر لحاظ شده است. حسابرری اعتبار اطلاعات صورت‌های مالی را افزایش می‌دهد. با افزایش کیفیت اطلاعات، ریسک اطلاعاتی کاهش می‌یابد. در نتیجه، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. بنابراین، حسابرری با کیفیت بیشتر، می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش دهد (سجادی و همکاران، ۱۳۹۲؛ مجتهدزاده و بابایی، ۱۳۹۱؛ کردستانی و رحیمی، ۱۳۸۹).

زیان خالص (Loss): متغیر مجازی که اگر شرکت برای دوره زمانی t ، زیان گزارش کند ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر گرفته است. از آنجایی که ریسک یک شرکت زیانده بیشتر از یک شرکت سودآور است انتظار میرود هزینه سرمایه شرکت‌های زیانده بیشتر از شرکت‌های سودده باشد.

۵. یافته‌های پژوهش

۵-۱. آمار توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه و در نگاره‌های ۱ و ۲ ارائه شده است. همانطور که در نگاره ۱ ملاحظه می‌شود میانگین شاخص خوانایی فوگ برابر ۱۸/۹۷۲ که در دسته پیچیده قرار دارد. متوسط هزینه سرمایه شرکت‌های مورد بررسی حدود ۳۳ درصد است. میانگین بتا بازار با مقدار ۰/۷۶۴ نشان می‌دهد شرکت‌های بررسی شده از ریسک سیستماتیک بالایی برخوردارند. متوسط فرصت‌های رشد شرکت‌ها حدود ۳۵ درصد و میانگین سهام در اختیار سهامداران نهادی حدود ۶۹ درصد است. به طور میانگین، حدود ۵ درصد سرمایه شرکت‌های مورد بررسی از محل بدهی‌های بلندمدت تأمین شده است. میانگین قدرت در بازار محصول شرکت‌ها (سود عملیاتی کسب شده از محل فروش خالص) حدود ۲۲ درصد است. با توجه به نتایج نگاره ۱، متغیر خوانایی گزارشگری مالی با انحراف معیار ۳/۳۶۸ دارای بیشترین پراکندگی از میانگین و متغیر اهرم مالی با انحراف معیار ۰/۰۵۷ دارای کمترین پراکندگی از میانگین است. همچنین، متغیر سرمایه‌گذاران نهادی چوله به چپ و سایر متغیرها چوله به سمت راست هستند. در بررسی ضریب کشیدگی دیده می‌شود که تمام متغیرهای مورد بررسی، دارای ضریب کشیدگی مثبت یعنی بلندتر از توزیع نرمال می‌باشند. نتایج نگاره ۲ نیز نشان می‌دهد به‌طور متوسط طی یک سال ۱۶ درصد از حسابرسی شرکت‌ها را سازمان حسابرسی انجام می‌دهد. میانگین زیان خالص نیز بیانگر این است که به طور متوسط طی یک سال حدود ۶ درصد از شرکت‌های مورد بررسی، زیان خالص گزارش کرده‌اند.

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

نماد متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
WACC	۰/۳۳۱	۰/۲۵۳	۶/۷۶۸	-۰/۲۹۰	۰/۳۶۱	۹/۱۸۰	۱۴۶/۴۷۹
READ	۱۸/۹۷۲	۱۸/۶۲۰	۳۱/۵۹۰	۱۱/۷۷۰	۳/۳۶۸	۰/۳۷۲	۲/۵۴۷
BETA	۰/۷۶۴	۰/۷۰۳	۳/۰۵۲	-۰/۶۰۳	۰/۵۳۲	۰/۶۵۳	۴/۰۱۶
BTM	۰/۳۴۸	۰/۲۸۷	۱/۶۶۵	۰/۰۰۸	۰/۲۵۰	۱/۱۰۵	۴/۵۴۷
SIZE	۱۴/۹۱۸	۱۴/۶۷۶	۲۱/۳۲۸	۱۱/۱۹۸	۱/۵۵۰	۰/۹۱۵	۴/۷۱۴
LEV	۰/۰۵۴	۰/۰۳۵	۰/۴۱۲	۰/۰۰۰	۰/۰۵۷	۲/۴۹۱	۱۰/۹۹۵
IO	۰/۶۹۴	۰/۷۴۷	۰/۹۸۱	۰/۰۰۰	۰/۱۹۶	-۱/۲۰۳	۴/۱۰۵
Competition	۰/۲۲۱	۰/۱۹۵	۰/۸۰۵	-۰/۵۰۷	۰/۱۷۹	۰/۲۶۲	۳/۲۸۳

نگاره ۲: آمار توصیفی متغیرهای کیفی پژوهش

LOSS		BIG_N		High_Competition		High_IO		مشاهده ها
درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	
۰/۰۶۰	۴۴	۰/۱۵۹	۱۱۷	۰/۴۹۹	۳۶۷	۰/۴۹۹	۳۶۷	مقدار یک
۰/۹۴۰	۶۹۱	۰/۸۴۱	۶۱۸	۰/۵۰۱	۳۶۸	۰/۵۰۱	۳۶۸	مقدار صفر
۱/۰۰۰	۷۳۵	۱/۰۰۰	۷۳۵	۱/۰۰۰	۷۳۵	۱/۰۰۰	۷۳۵	کل

۲-۵. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبل از تخمین الگوها، بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی، حائز اهمیت اساسی است. از اینرو، ابتدا فرض همسان بودن واریانس‌ها مورد بررسی قرار گرفت که در این پژوهش از آزمون نسبت درست نمایی استفاده شده است (سوری، ۱۳۹۳). همچنین، برای بررسی خودهمبستگی از آزمون دوربین-واتسون، به منظور بررسی همخطی بین متغیرها از معیار عامل تورم واریانس و جهت پایایی متغیرهای پژوهش نیز از آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) استفاده شده است که نتایج به ترتیب نشان‌دهنده عدم وجود مشکل خودهمبستگی بین باقیمانده‌های الگوها، عدم وجود هم خطی بین متغیرها و مانا بودن متغیرهای پژوهش است. از طرف دیگر، به منظور انتخاب روش برآورد الگو به‌صورت ترکیبی یا تلفیقی از آزمون F لیمر و در صورت تأیید روش داده‌های تابلویی، به منظور انتخاب رویکرد اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن بهره گرفته شده است (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹) نتایج آزمون‌های انتخاب روش برآورد الگو در نگاره ۳ ارائه شده است.

نگاره ۳: نتایج آزمون‌های انتخاب روش برآورد الگو

الگو	نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری
۱	F لیمر	۰/۹۰۴	۰/۴۹۲
۱	همسانی واریانس	۱۱۸۰/۸۲۹	۰/۰۰۰
۲	F لیمر	۰/۹۱۳	۰/۴۸۲
۲	همسانی واریانس	۱۲۰۷/۲۳۴	۰/۰۰۰
۳	F لیمر	۰/۹۷۶	۰/۴۸۸
۳	همسانی واریانس	۱۲۱۰/۰۳۱	۰/۰۰۰

با توجه به سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر، برای تخمین الگوهای پژوهش از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است. همچنین، به دلیل ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برای برآورد الگوها استفاده شده است. نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه اول پژوهش در نگاره ۴ ارائه شده است.

نگاره ۴: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	-۰/۳۹۵	۰/۰۶۷	-۵/۹۳۲	۰/۰۰۰	-
READ	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۲/۳۷۳	۰/۰۱۸	۱/۱۸۸
BETA	۰/۰۳۶	۰/۰۰۹	۳/۸۷۹	۰/۰۰۰	۱/۰۴۵
BTM	-۰/۲۱۱	۰/۰۱۷	-۱۲/۱۳۶	۰/۰۰۰	۱/۰۲۵
SIZE	۰/۰۴۸	۰/۰۰۴	۱۲/۳۰۸	۰/۰۰۰	۱/۰۹۲
LEV	-۰/۵۴۰	۰/۰۷۴	-۷/۳۴۷	۰/۰۰۰	۱/۰۷۹
BIG_N	-۰/۰۴۵	۰/۰۱۲	-۳/۷۲۸	۰/۰۰۰	۱/۰۶۳
LOSS	-۰/۰۵۳	۰/۰۲۴	-۲/۱۷۲	۰/۰۳۰	۱/۰۴۹
ضریب تعیین (تعدیل شده)			۰/۳۸۸ (۰/۳۸۲)		
آماره دوربین واتسون			۱/۸۱		
آماره F فیشر (سطح معناداری)			۶۵/۸۹۴ (۰/۰۰۰)		

با توجه به سطح معنی‌داری آماره F فیشر، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان

۹۵ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۳۸ درصد از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و کنترلی در این الگو توضیح داده شود. با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره ۴ از برآورد الگو، ضریب متغیر خوانایی گزارشگری مالی برابر ۰/۰۰۳ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۱۸ و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. همانطور که پیشتر بیان شد، هرچه شاخص فوگ بالاتر باشد نمایانگر خوانایی پایین تر گزارش‌های مالی است. بنابراین، بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، نتایج نشان می‌دهد با کاهش سطح خوانایی گزارش‌های مالی، هزینه سرمایه شرکت افزایش می‌یابد.

نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه دوم پژوهش در نگاره ۵ ارائه شده است.

نگاره ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	-۰/۴۱۵	۰/۰۷۲	-۵/۷۸۷	۰/۰۰۰	-
READ	۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۳/۱۴۰	۰/۰۰۲	۱/۱۴۲
High_IO	۰/۰۸۲	۰/۰۵۳	۱/۵۵۲	۰/۱۲۱	۳/۴۸۲
READ×High_IO	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۳	-۲/۴۷۹	۰/۰۱۳	۱/۱۱۶
BETA	۰/۰۳۳	۰/۰۰۹	۳/۶۸۰	۰/۰۰۰	۱/۰۶۰
BTM	-۰/۲۱۲	۰/۰۱۷	-۱۲/۶۷۰	۰/۰۰۰	۱/۰۲۵
SIZE	۰/۰۴۷	۰/۰۰۴	۱۲/۲۴۵	۰/۰۰۰	۱/۱۶۲
LEV	-۰/۴۹۳	۰/۰۷۰	-۷/۰۲۶	۰/۰۰۰	۱/۰۹۲
BIG_N	-۰/۰۳۶	۰/۰۱۲	-۲/۹۹۴	۰/۰۰۳	۱/۰۹۶
LOSS	-۰/۰۵۴	۰/۰۲۴	-۲/۲۸۷	۰/۰۲۳	۱/۰۶۴
ضریب تعیین (تعدیل شده)			۰/۴۱۷ (۰/۴۱۰)		
آماره دوربین واتسون			۱/۶۴		
آماره F فیشر (سطح معناداری)			۵۷/۵۷۰ (۰/۰۰۰)		

با توجه به سطح معنی‌داری آماره F فیشر، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۴۱ درصد از

تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و کنترلی در این الگو توضیح داده شود. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره ۵ از برآورد الگو، ضریب متغیر تعاملی خوانایی گزارش‌های مالی $\times$ سطح بالای مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی برابر $-۰/۰۰۷$ و سطح معناداری آن برابر با $۰/۰۱۳$ و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده کاهشی دارد. به عبارت دیگر، نتایج نشان می‌دهد اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه با سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی کاهش می‌یابد.

نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه سوم پژوهش در نگاره ۶ ارائه شده است.

نگاره ۶: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	$-۰/۲۲۷$	$۰/۰۷۹$	$-۲/۸۷۶$	$۰/۰۰۴$	-
READ	$-۰/۰۰۳$	$۰/۰۰۳$	$-۰/۹۸۱$	$۰/۳۲۷$	$۱/۷۸۵$
High_Competition	$۰/۲۹۸$	$۰/۰۹۶$	$۳/۰۸۵$	$۰/۰۰۲$	$۱/۴۵۸$
READ $\times$ High_Competition	$-۰/۰۱۰$	$۰/۰۰۴$	$-۲/۲۶۲$	$۰/۰۲۴$	$۱/۶۲۶$
BETA	$۰/۰۳۱$	$۰/۰۰۹$	$۳/۴۹۸$	$۰/۰۰۱$	$۱/۰۶۹$
BTM	$-۰/۱۶۸$	$۰/۰۱۹$	$-۸/۹۷۹$	$۰/۰۰۰$	$۱/۱۱۹$
SIZE	$۰/۰۴۱$	$۰/۰۰۴$	$۱۰/۹۶۲$	$۰/۰۰۰$	$۱/۱۶۸$
LEV	$-۰/۴۶۹$	$۰/۰۸۰$	$-۵/۸۵۳$	$۰/۰۰۰$	$۱/۰۹۹$
BIG_N	$-۰/۰۴۷$	$۰/۰۱۲$	$-۳/۷۶۲$	$۰/۰۰۰$	$۱/۰۹۳$
LOSS	$-۰/۰۳۱$	$۰/۰۲۳$	$-۱/۳۸۰$	$۰/۱۶۸$	$۱/۰۷۱$
ضریب تعیین (تعدیل شده)			$(۰/۴۱۷) ۰/۴۲۴$		
آماره دوربین واتسون			$۱/۷۵$		
آماره F فیشر (سطح معناداری)			$(۰/۰۰۰) ۵۹/۲۱۶$		

با توجه به سطح معنی‌داری آماره F فیشر، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۴۲ درصد از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و کنترلی در این الگو توضیح

داده شود. با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره ۶ از برآورد الگو، ضریب متغیر تعاملی خوانایی گزارش‌های مالی $\times$ سطح بالای رقابت در بازار محصول برابر $0/010-$ و سطح معناداری آن برابر با $0/024$ و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. بنابراین، رقابت در بازار محصول بر رابطه بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده کاهشی دارد. به عبارت دیگر، نتایج نشان می‌دهد اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه با سطح رقابت در بازار محصول کاهش می‌یابد.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

افشای اطلاعات برای ارتباط بین شرکت‌ها و ذینفعان مهم و ضروری است. مدیران از طریق افشای روایت گزارش‌های مالی، عملکرد گذشته را تجزیه و تحلیل و چشماندازهای آینده شرکت را به شرکت‌کنندگان بازار منتقل می‌کنند. در این پژوهش رابطه بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه با نقش تعدیل‌کنندگی سرمایه‌گذاران نهادی و رقابت در بازار محصول بررسی شد. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش در نگاره ۴ نشان داد با کاهش سطح خوانایی گزارش‌های مالی، هزینه سرمایه شرکت‌ها افزایش می‌یابد. بدین ترتیب مطابق با مبانی نظری، خوانایی کمتر گزارش‌های مالی سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی شده و احتمالاً توانایی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را برای ترسیم پیش‌بینی‌های دقیق عملکرد آتی شرکت تضعیف می‌کند و درک ریسک آنها را افزایش می‌دهد. بنابراین، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به بازده ریسک بالاتری نیاز دارند که به معنای افزایش هزینه سرمایه شرکت‌هاست. این نتایج با پژوهش رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، گارل و همکاران (۲۰۱۹)، آجینا و همکاران (۲۰۱۶) و داداشی و نوروزی (۱۳۹۹) هم‌راستا و با نتایج دریائی و ایمنی (۱۴۰۲) در تناقض است. همچنین، یافته‌های فرضیه دوم پژوهش در نگاره ۵ نشان می‌دهد اثر ناخوانایی گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه با سطح مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی کاهش می‌یابد. سرمایه‌گذاران نهادی با تجربه از مزیت ذاتی پردازش اطلاعات در مورد شرکت‌ها برخوردار هستند و نسبت به سایر سرمایه‌گذاران از اطلاعات بهتری برخوردار هستند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با نقش خود به عنوان واسطه‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از خوانایی ضعیف گزارش‌های مالی را کاهش دهند. بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی کمتر تحت تأثیر گزارش‌های با خوانایی دشوار قرار می‌گیرند. این نتایج با پژوهش رجیبا و همکاران (۲۰۲۱) هم‌راستا است. در نهایت، نتایج فرضیه سوم پژوهش در نگاره ۶ نشان داد اثر ناخوانایی

گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه با سطح رقابت در بازار محصول کاهش می‌یابد. رقابت در بازار محصول نقش مهمی در شکل‌گیری محیط اطلاعاتی شرکت ایفا کرده و به مدیران برای کاهش مشکلات نمایندگی و افزایش کارایی اقتصادی و اطلاعاتی کمک می‌کند. یکی از دلایل چنین استدلالی این است که رقابت در بازار به عنوان یک طرح انضباطی عمل کرده و مدیران را وادار می‌دارد تا به منظور باقی ماندن در جایگاه خود با کفایت و کارآمد باشند. بنابراین، رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیزم خارجی راهبری شرکتی، می‌تواند احتمال اینکه مدیریت از قدرت خود در جهت رفتارهای فرصت طلبانه (مانند دشواری خواندن گزارش‌های مالی) استفاده کرده و بر هزینه سرمایه شرکت اثر گذارد را کاهش دهد. این نتایج با پژوهش رجیبا و همکاران (۲۰۲۱) همراستا است.

۷. پیشنهادهای پژوهش

۷-۱. پیشنهادهای کاربردی

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود که استفاده کنندگان گزارش‌های مالی نظیر، سهامداران و سرمایه‌گذاران در مباحث مربوط به ارزش‌گذاری شرکت‌ها و ریسک‌های سرمایه‌گذاری از جمله ریسک اطلاعاتی، در کنار سایر عوامل مؤثر، به خوانایی گزارش‌های مالی به عنوان یکی از پیامدهای اقتصادی گزارشگری مالی توجه خاص داشته باشند. در این راستا، آنان می‌توانند علاوه بر استفاده از اعداد و ارقام مندرج در گزارش‌های مالی، سطح خوانایی این گزارش‌ها (بر اساس معیارهایی همچون، استفاده از جمله‌های ساده‌تر، کوتاه‌تر و روان‌تر در متن گزارش‌های مالی، حجم صفحات و ...) را نیز مدنظر داشته باشند تا بتوانند بازده مورد انتظار شرکت را دقیق‌تر برآورد نمایند. همچنین، از آنجا که خوانایی کمتر گزارش‌های مالی به هزینه سرمایه بالاتر منجر می‌شود؛ آنان می‌توانند در شرکت‌هایی که گزارش‌های مالی آنها از خوانایی کمتری برخوردار است، به صورت بلندمدت سرمایه‌گذاری نکنند. علاوه بر این، می‌توان به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد نمود که با توجه هرچه بیشتر به خوانایی گزارش‌های مالی و راهکارهای افزایش آن (که در ادامه آورده شده است)، علاوه بر کسب رضایت جامعه، ارزش شرکت را به واسطه کاهش هزینه سرمایه افزایش دهند. همچنین، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود سازوکاری اتخاذ کند تا شرکت‌ها را تشویق کند که گزارش‌های سالانه خود را برای خواندن و درک استفاده کنندگان اطلاعات، خصوصاً سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، آسانتر کنند. برای مثال، افشا روایت‌های متنی با ساختار مشخص،

کاهش حجم صفحات، استفاده کمتر از جملات و کلمات مبهم و پیچیده. زیرا سواد مالی، درک صورت‌های مالی و توانایی تحلیل همه سرمایه‌گذاران در یک سطح نمی‌باشد و ساده نویسی گزارش‌های مالی می‌تواند به آنها در اتخاذ تصمیم‌های درست سرمایه‌گذاری کمک نماید تا از این طریق هزینه سرمایه‌گذاری برای این افراد کاهش پیدا کند. در نهایت، از آنجا که رقابت در بازار به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد که از هزینه پایین تر سرمایه مربوط به خوانایی گزارش‌های مالی به عنوان یک مزیت رقابتی استفاده کرده و هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهند؛ به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود، به منظور مؤثر بودن این اطلاعات بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و کمک به آنها، شرکت‌ها را موظف سازند تا اطلاعات بیشتری در مورد وضعیت بازار محصول‌شان افشا کنند. برای مثال، الزام شرکت‌ها به ارائه مستمر گزارش سودآوری شرکت از محل فروش خالص از طریق گزارش ماهانه فعالیت به هیأت مدیره.

۷-۲. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

در پایان به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی رابطه بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه را به تفکیک صنایع، در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها و در استراتژی‌های مختلف شرکت‌ها مورد پژوهش قرار دهند تا دید روشن‌تری از این رابطه حاصل شود. همچنین، به بررسی تأثیر سایر سازوکارهای نظارتی (مانند، کیفیت کنترل داخلی، کیفیت حسابرسی، کمیته حسابرسی، تمرکز مالکیت) بر ارتباط بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه پرداخته شود. در نهایت، پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر با استفاده از سایر معیارهای اندازه‌گیری خوانایی گزارش‌های مالی (مانند، شاخص کل طول متن، شاخص بوگ، شاخص فلش)، هزینه سرمایه (مانند، هزینه بدهی، هزینه سرمایه سهام عادی با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نسبت سود به قیمت) و رقابت در بازار محصول (مانند، شاخص لرنر تعدیل شده، شاخص کیوتوبین) مورد بررسی قرار گرفته و نسبت به مقایسه و تحلیل نتایج اقدام شود.

۸. محدودیت‌های پژوهش

این پژوهش تحت تأثیر محدودیت‌هایی مانند عدم کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات بوده که ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد. همچنین، تعدد روش‌های

اندازه‌گیری و عدم اجماع نظر در خصوص شیوه اندازه‌گیری متغیر خوانایی گزارشگری مالی و نبود نرم‌افزارهای خاص اندازه‌گیری متغیر مذکور ممکن است موجب ارائه نتایج متفاوت در پژوهش‌ها شود که امکان مقایسه نتایج در بازه‌های زمانی متفاوت را با محدودیت مواجه می‌کند. نتایج پژوهش حاضر نسبت به آزمون‌های استحکام نتایج از جمله، استفاده از روش‌های تخمین متعدد، معیارهای جایگزین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه و نگرانی‌های درون زایی بالقوه کنترل نشده است. علاوه بر این، شرایط در نظر گرفته شده برای انتخاب شرکت‌های مورد بررسی پژوهش حاضر باعث حذف برخی شرکت‌ها که دارای ویژگی‌های متفاوتی بوده‌اند (مثل، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری، واسطه‌گری‌های مالی) شده است. لذا، در تعمیم نتایج با احتیاط عمل شود.

یادداشت‌ها

1. Easley, Hvidkjaer & O'Hara
2. Easley & O'Hara
3. Foster
4. Liu & Wysocki
5. El Ghouli, Guedhami, Ni, Pittman & Saadi
6. Duarte & Young
7. Gray, Koh & Tong
8. Cohen
9. Francis, LaFond, Olsson & Schipper
10. Li
11. Berger
12. Beyer, Cohen, Lys & Walther
13. Core
14. Rjiba, Saadi, Boubaker & Ding
15. Wang & Wei
16. Lee
17. Lehavy, Li & Merkley
18. Lambert, Leuz & Verrecchia
19. Armstrong, Core, Taylor & Verrecchia
20. Allen & Gale
21. Caves
22. Chen, Li & Ma
23. Chakrabarty, Seetharaman, Swanson & Wang
24. Ertugrul, Lei, Qiu & Wan
25. Lo, Ramos & Rogo
26. Bloomfield & Fischer
27. Rennekamp
28. Elliott, Rennekamp & White
29. Athanasakou, Eugster, Schleicher & Walker
30. Garel, Gilbert & Scott
31. Ajina, Danielle & Lakhal
32. Lawrence
33. Miller
34. You & Zhang
35. Boubaker, Gounopoulos & Rjiba
36. Dhaliwal, Huang, Khurana & Pereira
37. Giroud & Mueller
38. Shleifer & Vishny
39. Balakrishnan & Cohen
40. Qin, Yang, He & Sun
41. Rahman, Kabir, Ali & Oliver
42. Booth & Zhou
43. Sheikh
44. Chen, Chen & Wei
45. Dhaliwal, Heitzman & Zhen Li
46. Hail & Leuz
47. Diamond & Verrecchia
48. Gebhardt, Lee & Swaminathan
49. Gode & Mohanram
50. Botosan & Plumlee

منابع

الف. فارسی

- احمدپور، احمد و فرمانبردار، مریم (۱۳۹۴). بررسی ارتباط بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و رقابت بازار محصول. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۷(۲۶)، ۱۰۳-۱۲۴.
- افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی (۱۳۸۹). کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. تهران: انتشارات ترمه، چاپ اول.
- اکبری، محسن؛ فرخنده، مهسا و ایاغ، زهرا (۱۳۹۸). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر عملکرد مالی با تعدیل کنندگی کیفیت افشای اطلاعات: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۷(۱)، ۲۹-۴۴.
- باغومیان، رافیک؛ رجب دری، حسین و خانیذلان، امیررضا (۱۴۰۰). رابطه خوانایی گزارش‌های مالی و همزمانی قیمت سهام با نقش تعدیلگر مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۸(۷۱)، ۵۷-۸۶.
- باقری ازغندی، ابوطالب؛ حصارزاده، رضا و عباس زاده، محمدرضا (۱۳۹۷). خوانایی صورت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاران به استفاده از اطلاعات حسابداری. *چشم انداز مدیریت مالی*، ۸(۲۳)، ۸۷-۱۰۳.
- جعفری، علی؛ گرگانلی دوجی، جمادوردی؛ اشرفی، مجید و نادریان، آرش (۱۳۹۹). پیامدهای قابلیت مقایسه صورت‌های مالی از دیدگاه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان با تأکید بر نقش مالکیت نهادی. *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۱۲(۱)، ۹۵-۱۲۸.
- خواجوی، شکرالله و ابراهیمی، مهرداد (۱۳۹۱). بررسی تأثیر قدرت بازار محصول بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم انداز مدیریت مالی*، ۲(۵)، ۹۱-۱۰۵.
- خواجوی، شکرالله؛ محسنی فرد، غلامعلی، رضایی، غلامرضا و حسینی راد، سیدداوود (۱۳۹۲). بررسی اثرات رقابت در بازار محصول بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱(۳)، ۱۱۹-۱۳۴.
- خواجوی، شکرالله؛ ویسی حصار، ثریا و نصیری فر، هاشم (۱۴۰۰). تأثیر ساختار سهامداران بر نقدشوندگی سهام با تأکید بر نقش محدودیت مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳(۴)، ۶۷-۹۲.

- داداشی، ایمان و نوروزی، محمد (۱۳۹۹). بررسی اثر میانجی خوانایی گزارشگری مالی بر رابطه بین مدیریت سود و هزینه سرمایه. *دانش حسابداری*، ۱۱(۱)، ۱۳۵-۱۵۷.
- دریائی، عباسعلی و ایمنی، محسن (۱۴۰۲). خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه: با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی، *دانش حسابداری مالی*، ۱۰(۱)، ۱۳۳-۱۶۱.
- رحمانی، علی و فلاح نژاد، فرهاد (۱۳۸۹). تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲(۳)، ۱۷-۳۰.
- رحیمی، علیرضا و فروغی، عارف (۱۳۹۸). بررسی تأثیر مکانیسم‌های کنترلی بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و ارزش شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۱۱(۲)، ۱۵۱-۱۸۲.
- رضائی پسته نوئی، یاسر و صفری گرابلی، مهدی (۱۳۹۷). خوانایی گزارشگری مالی و احتمال گزارشگری مالی متقلبان. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۰(۴)، ۴۳-۵۸.
- رضایی، فرزین و ویسی حصار، ثریا (۱۳۹۲). تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت‌ها. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶(۱)، ۲۹-۴۴.
- رمضان احمدی، محمد؛ واعظ، سید علی؛ آرمن، سید عزیز و درسه، سید صابر (۱۴۰۱). بررسی تأثیر سبک حسابرس بر رابطه بین خوانایی گزارشگری مالی و آگاهی بخشی قیمت سهام. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۹(۲)، ۳۱۱-۳۳۸.
- سپاسی، سحر؛ کاظم پور، مرتضی و شعبانی مازوئی، منور (۱۳۹۶). رقابت در بازار محصول و تأثیر آن بر سه معیار مهم در تصمیم‌گیری: هزینه نمایندگی، ساختار سرمایه و هزینه سرمایه. *پژوهش حسابداری*، ۷(۱)، ۷۵-۹۱.
- ستایش، محمد حسین؛ کاظم‌نژاد، مصطفی و ذوالفقاری، مهدی (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۳)، ۵۵-۷۴.
- سجادی، سید حسین؛ فرازمند، حسن و تاجالدینی، عبدالله (۱۳۹۲). تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه سهام عادی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳(۴)، ۱۰۹-۱۲۸.
- سلیمانخان، آرامه و پورزمانی، زهرا (۱۳۹۶). مقایسه تأثیر ریسک رقابت در بازار محصول بر سطح انباشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی و بدون محدودیت تأمین مالی بر اساس شاخص KZ. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۶(۲۲)، ۵۳-۶۲.
- سهمانی اصل، محمدعلی؛ نصیریفر، هاشم و ویسی حصار، ثریا (۱۴۰۰). تأثیر رقابت در بازار

محصول بر ارتباط بین مسئولیت پذیری اجتماعی و اهرم مالی شرکت‌ها. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۳(۴)، ۹۳-۱۱۴.

سوری، علی (۱۳۹۳). اقتصادسنجی مقدماتی. تهران: نشر فرهنگ‌شناسی.

شمس، شهاب الدین؛ یحیی زاده فر، محمود و شعبانی مازوئی، منور (۱۳۹۶). بررسی رابطه شدت رقابت در بازار محصول و مونتوم قیمتی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۷(۲)، ۲۳۷-۲۵۴.

فضل الهی، سیفالله؛ ملکی توانا، منصوره (۱۳۸۹). روش شناسی تحلیل محتوا با تأکید بر تکنیک‌های خوانایی سنجی و تعیین ضریب درگیری متون. پژوهش، ۲(۱)، ۷۱-۹۴.

کاظمی علوم، مهدی؛ عبدی، مصطفی؛ سیفی، فریده و شهبازی، وحید (۱۴۰۱). تأثیر رقابت در بازار محصول بر خوانایی گزارشگری مالی. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۴(۵۳)، ۱۰۰-۱۱۶.

کردستانی، غلامرضا و رحیمی، مصطفی (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی با هزینه سرمایه سهام عادی و مدیریت سود. مطالعات حسابداری، ۷(۲۶)، ۷۱-۹۲.

مجتهدزاده، ویدا و بابایی، زهرا (۱۳۹۱). تأثیر کیفیت حسابرسی مستقل بر مدیریت سود و هزینه سرمایه سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۲(۴)، ۹-۲۸.

مهربانپور، محمدرضا و میری چیمه، فرزانه سادات (۱۳۹۷). تأثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۱)، ۲۲۷-۲۴۵.

ناظمی، امین و نصیری، طاهره (۱۳۹۳). بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۳(۴)، ۹۷-۱۱۸.

نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی بازار محصول و بازده سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، ۲(۱)، ۹-۲۷.

نمازی، محمد؛ رضایی، غلامرضا و ممتازیان، علیرضا (۱۳۹۳). رقابت در بازار محصول و کیفیت اطلاعات حسابداری. پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۶(۲)، ۱۳۱-۱۶۶.

ب. انگلیسی

Aflatouni, A., & Nikbakht, L. (2010). *Application of econometrics in accounting research, financial management and economics*. Tehran: Termeh Publications, first edition. (In Persian)

Ahmadpour, A., & Farmanbordar, M. (2015). Investigating the relationship

- between corporates social responsibility and product market competition. *Quarterly Financial Accounting*, 7(26), 103-124. (In Persian)
- Ajina, A., Danielle, S., & Lakhal, F. (2016). Corporate disclosures, information asymmetry and stock-market liquidity in France. *The Journal of Applied Business Research*, 31(4), 223-238.
- Akbari, M., Farkhondeh, M., & Ayagh, Z. (2019). Investigating the effect of product market competition on financial performance by moderating role of information disclosure quality: The companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 7(1), 29-44. doi: 10.22108/amf.2018.108951.1236 (In Persian)
- Allen, F., & Gale, D. (2000). *Corporate Governance: Theoretical and empirical perspectives*. Cambridge: Cambridge University.
- Armstrong, C.S., Core, J.E., Taylor, D.J., & Verrecchia, R.E. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital? *Journal of Accounting Research*, 49(1), 1-40.
- Athanasakou, V., Eugster, F., Schleicher, T., & Walker, M. (2020). Annual report narratives and the cost of equity capital: U.K. evidence of a U-shaped relation. *European Accounting Review*, 29(1), 27-54.
- Bagheri Azghandi, A., Hesarzadeh, R., & Abbaszadeh, M. R. (2018). Readability of financial statements and the sensitivity of investors to use of accounting information. *Financial Management Perspective*, 8(23), 87-103. (In Persian)
- Baghoomian, R., Rajabdorri, H., & Khanizolan, A. (2021). Relationship between financial report readability and stock return synchronicity with the moderating role of institutional ownership and information asymmetry. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 18(71), 57-86. doi: 10.22054/qjma.2021.41277.1996 (In Persian)
- Balakrishnan, K., & Cohen, D. A. (2011). *Product market competition and financial accounting misreporting*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1927427>.
- Berger, P. (2011). Challenges and opportunities in disclosure research: a discussion of 'the financial reporting environment: review of the recent literature'. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 204-218.
- Beyer, A., Cohen, D.A., Lys, T.Z., & Walther, B.R. (2010). The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343.
- Bloomfield, R. J. (2002). The "incomplete revelation hypothesis" and financial reporting. *Accounting Horizons*, 16(3), 233-243.

- Bloomfield, R., & Fischer, P.E. (2011). Disagreement and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 41–68.
- Booth, L., & Zhou, J. (2009). *Market power and dividend policy: A risk based perspective*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1296940>
- Botosan, C.A., & Plumlee, M.A. (2005). Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The Accounting Review*, 80(1), 21–53.
- Boubaker, S., Gounopoulos, D., & Rjiba, H. (2019). Annual report readability and stock liquidity. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 28(2), 159-186.
- Caves, R. (1980). Industrial organization, corporate strategy and structure. *Journal of Economic Literature*, 18(1), 64-92. DOI: <https://www.jstor.org/stable/2723892>.
- Chakrabarty, B., Seetharaman, A., Swanson, Z., & Wang, X. (2018). Management risk incentives and the readability of corporate disclosures. *Financial Management*, 47(3), 583–616.
- Chen, C., Li, L., & Ma, M.L.Z. (2014). Product market competition and the cost of equity capital: evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 21(3), 227–261.
- Chen, K.C., Chen, Z., & Wei, K. (2011). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 171–207.
- 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.
- Core, J.E. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 441–456.
- Dadashi, I., & Norouzi, M. (2020). Investigating the mediating effect of financial reporting readability on the relationship between earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(1), 135-157. doi: 10.22103/jak.2020.11718.2629 (In Persian)
- Dareyaei, A., & Imeni, M. (2023). Financial reporting readability and the cost of capital: Emphasizing the moderating role of financial reporting quality. *Financial Accounting Knowledge*, 10(1), 133-161. doi: 10.30479/jfak.2022.16552.2949 (In Persian)
- Dhaliwal, D., Huang, S., Khurana, I.K., & Pereira, R. (2014). Product market competition and conditional conservatism. *Review of Accounting Studies*, 19(4), 1309-1345.
- Dhaliwal, D.A.N., Heitzman, S., & Zhen Li, O. (2006). Taxes, leverage, and the

- cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 44(4), 691–723.
- Diamond, D.W., & Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Duarte, J., & Young, L. (2009). Why is PIN priced? *Journal of Financial Economics*, 91(2), 119–138.
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583.
- Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'Hara, M. (2002). Is information risk a determinant of asset returns? *The Journal of Finance*, 57(5), 2185–2221.
- Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'Hara, M. (2010). Factoring information into returns. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 293–309.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Ni, Y., Pittman, J., & Saadi, S. (2013). Does information asymmetry matter to equity pricing? Evidence from Firms' geographic location. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 140–181.
- Elliott, W.B., Rennekamp, K.M., & White, B.J. (2015). Does concrete language in disclosures increase willingness to invest? *Review of Accounting Studies*, 20(2), 839–865.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 811–836.
- Fazal Elahi, S., & Maleki Tavana, M. (2008). Content analysis methodology with emphasis on readability techniques and determining the coefficient of involvement of texts. *Pazhuhesh*, 2(1), 71-94. (In Persian)
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327.
- Garel, A., Gilbert, A.B., & Scott, A. (2019). *Linguistic complexity and cost of equity capital*. Working Paper. Available at SSRN. <https://ssrn.com/abstract=3240292>.
- Gebhardt, W.R., Lee, C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135–176.
- Giroud, X., & Mueller, H.M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics*, 95(3), 312–331.
- Gode, D., & Mohanram, P. (2003). Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model. *Review of Accounting Studies*, 8(4), 399–431.
- Gray, P., Koh, P., & Tong, Y. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(1)&(2), 51–72.

- Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research*, 44(3), 485–531.
- Jafari, A., Gorganli, J., Ashrafi, M., & Nadrian, A. (2020). The consequences of financial statement comparability from the perspective of investors and creditors with emphasis on role of institutional ownership. *Journal of Accounting Advances*, 12(1), 95-128. doi: 10.22099/jaa.2020.35032.1930 (In Persian)
- Kazemi Oloum, M., Abdi, M., Seyfi, F., & Shahbazi, V. (2022). The impact of the product market competition on the readability of financial reporting. *Quarterly Financial Accounting*, 14(53), 100-116. (In Persian)
- Khajavi, S., & Ebrahimi, M. (2012). Investigating the effect of product market power on the stock liquidity of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective*, 2(5), 91-105. (In Persian)
- Khajavi, S., Mohsenifard, G., Razaee, G., & Hosseini Rad, S.D. (2014). The impact of product market competition on earnings management of the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 1(3), 119-134. (In Persian)
- Khajavi, S., Weysihasar, S., & Nasirifar, H. (2022). Effect of shareholders' structure on stock liquidity with an emphasis on the role of financial constraints. *Financial Accounting Research*, 13(4), 67-92. doi: 10.22108/far.2022.133883.1892 (In Persian)
- Kordestani, G., & Rahimi, M. (2009). The relationship between audit quality and cost of equity and earnings management. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 7(26), 71-92. doi: 10.22054/qjma.2009.6933 (In Persian)
- Lambert, R.A., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1–29.
- Lawrence, A. (2013). Individual investors and financial disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 130–147.
- Lee, Y.J. (2012). The effect of quarterly report readability on information efficiency of stock prices. *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1137–1170.
- Lehavy, R., Li, F., & Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *The Accounting Review*, 86(3), 1087–1115.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings

- persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221–247.
- Li, F. (2010). Textual analysis of corporate disclosures: a survey of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 29, 143-165.
- Li, X. (2010). The impact of product market competition on quantity and quality of voluntary disclosures. *Review of Accounting Studies*, 15, 663-711.
- Liu, M., & Wysocki, P. (2017). Cross-sectional determinants of information quality proxies and cost of capital measures. *The Quarterly Journal of Finance*, 7(2), 1650016.
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1–25.
- Mehrabanpour, M., & Miri Chimeh, F.S. (2018). The impact of corporate governance index on capital cost and systematic risk. *Empirical Research in Accounting*, 8(1), 227-245. doi: 10.22051/jera.2017.10954.1365 (In Persian)
- Miller, B.P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107–2143.
- Mojtahedzade, V., & Babaei, Z. (2013). The effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital. *Financial Accounting Knowledge*, 2(4), 9-28. (In Persian)
- Namazi, M., & Ebrahimi, S. (2012). Investigating the relationship between product market's competitive structure and stock return of the listed companies on the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Knowledge*, 2(1), 9-27. (In Persian)
- Namazi, M., Rezaei, G., & Momtazian, A. (2015). Product market competition and accounting information quality. *Journal of Accounting Advances*, 6(2), 131-166. doi: 10.22099/jaa.2015.2858 (In Persian)
- Nazemi, A., & Nasiri, T. (2014). The relationship between information disclosure and cost of capital in entities listed on Tehran Stock Exchange (TSE). *Applied Research in Financial Reporting*, 3(4), 97-118. (In Persian)
- Qin, J., Yang, X., He, Q., & Sun, L. (2020). Litigation risk and cost of capital: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 101393. doi:10.1016/j.pacfin.2020.101393
- Rahimi, A., & Forughi, A. (2019). Control mechanisms, CEO power and firm value. *Journal of Accounting Advances*, 11(2), 151-182. doi: 10.22099/jaa.2019.32078.1810 (In Persian)
- Rahman, D., Kabir, M., Ali, M. J., & Oliver, B. (2023). Does product market competition influence annual report readability? (January 7, 2023).

- Accounting and Business Research (Forthcoming)*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4319701>
- Rahmani, A., & Fallahnezhad, F. (2010). Effect of accrual quality on the cost of common stock. *Financial Accounting Research*, 2(3), 17-30. (In Persian)
- Ramezan Ahmadi, M., Vaez, S.A., Arman, S.A., & Dorseh, S.S. (2022). The effect of auditor style on the relationship between financial reporting readability and stock price informativeness. *Accounting and Auditing Review*, 29(2), 311-338. doi: 10.22059/acctgrev.2022.328009.1008583 (In Persian)
- Rennekamp, K. (2012). Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1319-1354.
- Rezaei Pitenoei, Y., & Safari Qerayli, M. (2019). Financial reporting readability and the likelihood of fraudulent financial reporting. *Financial Accounting Research*, 10(4), 43-58. doi: 10.22108/far.2019.113858.1337 (In Persian)
- Rezaei, F., & Weysihsar, S. (2013). The influence of information risk on firms' gross cost of debt and adjusted common stock cost. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(1), 29-44. (In Persian)
- Rjiba, H., Saadi, S., Boubaker, S., & Ding, X. (2021). Annual report readability and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101902.
- Sahmaniasl, M. A., Nasirifar, H., & Weysihsar, S. (2022). Effects of competition in the product market on the relationship between social responsibility and financial leverage of companies. *Financial Accounting Research*, 13(4), 93-114. doi: 10.22108/far.2022.133477.1880 (In Persian)
- Sajadi, S.H., Farazmand, H., & Tajodini, A. (2013). The effect of audit quality on cost of equity capital. *Empirical Research in Accounting*, 3(4), 109-128. doi: 10.22051/jera.2014.597 (In Persian)
- Sepasi, S., Kazempour, M., & Shabani Mazoei, M. (2017). Product market competition and its effect on three important criteria in decision making, agency cost, capital structure and the cost of capital. *Journal of Accounting and Social Interests*, 7(1), 75-91. doi: 10.22051/ijar.2017.7722.1028 (In Persian)
- Setayesh, M.H., Kazemnejad, M., & Zolfaghari, M. (2011). Investigating the effects of disclosure quality on stock liquidity and cost of capital of the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 3(3), 55-74. (In Persian)
- Shams, S., Yahyazade, M., & Shabani, M. (2017). Examining the effect of product market competition and return momentum on cost of equity capital of companies listed in Tehran Stock Exchang. *Empirical Research in*

- Accounting*, 7(2), 237-254. doi: 10.22051/jera.2017.8142.1122 (In Persian)
- Sheikh, S. (2018). CEO power, product market competition and firm value. *Research in International Business and Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.04.009>.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Soleymankhan, A., & Pourzamani, Z. (2017). Comparison the effect of competition risk in product market on relationship between cash holding level in firms with and without constraints in financing based on KZ index. *Accounting Knowledge & Management Auditing*, 6(22), 53-62. (In Persian)
- Souri, A. (2014). *Preliminary econometrics*. Tehran: Farhangology publishing. (In Persian)
- Wang, X., & Wei, S. (2021). Does the investment horizon of institutional investors matter for stock liquidity? *International Review of Financial Analysis*, 74, March 2021, 101648, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101648>.
- You, H., & Zhang, X.-J. (2009). Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information. *Review of Accounting Studies*, 14(4), 559-586.