Archive of SID.ir

Accounting and Auditing Review

Print ISSN: 2645-8020

Online ISSN: 2645-8039

Intra-industry Connectedness, Large Shareholders Portfolio Diversification and Cost of Capital: The Moderating Role of Corporate Governance

Zanyar Sajjadi *

*Corresponding Author, Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Humanities and Social Sciences, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran. E-mail: zanyar.sajjadi@uok.ac.ir

Shadi Hasanzadeh

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Humanities and Social Sciences, University of Kurdistan, Sanandaj, Iran. E-mail: shadi.hasanzadeh@uok.ac.ir

Abstract

Objective

Some major factors influencing investment include the investment risk and the consequent cost of capital imposed upon companies. Different studies demonstrated that intra-industry information transfer significantly influences the reporting environment and the quality of financial information. In case intra-industry information transfer within highly connected industries influences investor decisions and disclosure quality, it is expected to affect investor reactions to earnings, perceived risk, and the cost of capital. This study investigates the effect of intra-industry connectedness and diversification of major shareholders' portfolios on the corporate cost of capital, considering the moderating roles of ownership concentration and board gender diversity.

Methods

To achieve this goal, panel data from 144 companies listed on the Tehran Stock Exchange were collected from their annual financial reports from 2013 to 2020. A multivariate regression analysis was used. The diversification of major shareholders' portfolios was measured using the Rhoades (1993) method and the Herfindahl-Hirschman Index (HHI), while intra-industry connectedness was measured according to a model put forward by Chiu (2014). The diversification of major shareholders' portfolios was calculated by identifying the major shareholder's portfolio for each year, including listed and over-the-counter companies, and computing the Herfindahl-Hirschman Index (HHI) based on this data. Subsequently, the diversification index for each company-year was determined by computing the weighted average, considering the ownership percentage of major shareholders.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Results

The results indicate a significant negative impact of both the diversification of major shareholders' portfolios and intra-industry connectedness on corporate cost of capital. Additionally, the degree of ownership concentration and gender diversity on the board shapes the magnitude of these associations. Ownership concentration strengthens the relationship between portfolio diversification and the cost of capital, while it weakens the relationship between intra-industry connectedness and the cost of capital. However, the presence of women on the board attenuates both relationships, implying that in companies with female board members, these relationships are less pronounced.

Conclusion

The confirmed negative relationship between the diversification of major shareholders' portfolios and the cost of capital aligns with the informational perspective. According to this perspective, the increased number and diversity of major shareholders' portfolios lead to higher costs for obtaining insider information, prompting the major shareholders to focus on public information and demand the investee company to provide more transparent and higher-quality information. This, in turn, reduces information asymmetry and the cost of capital. Furthermore, the results indicate a significant negative relationship between intra-industry connectedness and corporate cost of capital. Finally, the findings confirm the moderating effects of ownership concentration and board gender diversity on these relationships.

Keywords: Board gender diversity, Corporate governance, Cost of capital, Intra-industry connectedness, Shareholder portfolio diversity.

Citation: Sajjadi, Zanyar & Hasanzadeh, Shadi (2024). Intra-Industry Connectedness, Large Shareholders Portfolio Diversification and Cost of Capital: The Moderating Role of Corporate Governance. *Accounting and Auditing Review*, 31(1), 70- 94. (*in Persian*)

Accounting and Auditing Review, 2024, Vol. 31, No.1, pp. 70-94
Published by University of Tehran, Faculty of Management
https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2024.363044.1008847
Article Type: Research Paper
© Authors
Received: August 18, 2023
Received in revised form: November 22, 2023
Accepted: January 23, 2024
Published online: April 17, 2024

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی
شاپا چاپی: ۲۶۴۵-۸۰۲۰
شاپا الکترونیکی: ۲۶۴۵-۸۰۳۹

هم‌بستگی درون‌صنعتی، تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینه سرمایه شرکت: نقش تعدیلگر حاکمیت‌شرکتی

زانیار سجادی *
* نویسنده مسئول، استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران. رایانامه: zanyar.sajjadi@uok.ac.ir

شادی حسن‌زاده
استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران. رایانامه: shadi.hasanzadeh@uok.ac.ir

چکیده

هدف: از عوامل مهم تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری، ریسک سرمایه‌گذاری و به‌تبع آن، هزینه سرمایه‌ای است که به شرکت‌ها تحمیل می‌شود. تأثیر انتقال اطلاعات درون‌صنعتی در پژوهش‌های داخلی، بر محیط گزارشگری و کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها مشهود است. در صورتی که اطلاعات شرکت‌های هم‌صنعت در صنایع هم‌بسته‌تر، بر تصمیم سرمایه‌گذاران و کیفیت افشا تأثیر بگذارد، می‌توان انتظار داشت بر واکنش به سود و ریسک برآورد شدهٔ سرمایه‌گذاران و متعاقب آن، بر هزینه سرمایه نیز اثرگذار باشد. پژوهش حاضر با هدف بررسی اثر هم‌بستگی‌درون‌صنعتی و تنوع سبدسهام‌داران عمده بر هزینه سرمایه شرکت‌ها و در نظر گرفتن نقش تعدیلگر تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره انجام شده است.

روش: به‌منظور نیل به این هدف، داده‌های پنلی ۱۴۴ شرکت، طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹، از گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شد و داده‌ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره تحلیل شدند. تنوع سبد سهام‌داران عمده، بر اساس روش روادس (۱۹۹۳) و شاخص هرفیندال هیرشمن و هم‌بستگی درون‌صنعتی، طبق مدل چیو (۲۰۱۴) اندازه‌گیری شد. در محاسبه تنوع سبد سهام‌داران عمده، ابتدا سبد سهام‌دار عمده، شامل شرکت‌های بورسی و فرابورسی برای هر سال آن سهام‌دار، مشخص و شاخص هرفیندال هیرشمن بر اساس آن محاسبه شد؛ سپس برای هر سال ـ شرکت، بر اساس درصد مالکیت سهام‌داران عمده، میانگین موزون شاخص تنوع سبد سهام آن سال ـ شرکت به‌دست آمد.

یافته‌ها: نتایج از تأثیر منفی و معنادار تنوع سبد سهام‌داران عمده و هم‌بستگی درون‌صنعتی بر هزینهٔ سرمایه شرکت‌ها حکایت دارد. همچنین تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی در ترکیب هیئت‌مدیره، بر شدت این ارتباطات اثرگذار است. تمرکز مالکیت، ارتباط میان تنوع سبد سهام‌داران با هزینه سرمایه را تقویت و رابطه میان هم‌بستگی‌درون‌صنعتی و هزینه سرمایه را تضعیف می‌کند؛ اما وجود هیئت‌مدیره زن، شدت هر دو رابطه مذکور را تضعیف می‌کند؛ یعنی در شرکت‌هایی که هیئت‌مدیرهٔ زن دارند، شدت روابط مذکور کمتر بوده است.

نتیجه‌گیری: تأیید شدن رابطه منفی میان تنوع سبد سهام‌دار عمده با هزینه سرمایه، مؤید دیدگاه اطلاعاتی در این زمینه است. بر اساس این دیدگاه، با توجه به اینکه تعداد و تنوع سبد سهام‌داران عمده، به تحمل هزینه‌های بیشتر، به‌منظور دستیابی به اطلاعات نهانی برای سهام‌دار عمده منجر خواهد شد، در صورت وجود تنوع در سبد، سهام‌دار عمده تمرکز خود را بر اطلاعات عمومی خواهد گذاشت و سعی خواهد کرد که از طریق اِعمال فشار بر شرکت سرمایه‌پذیر، اطلاعات شفاف‌تر و باکیفیت‌تر توسط سرمایه‌پذیر تهیه

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

شود که این موضوع خود به کاهش‌عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه سرمایه منجر خواهد شد. همچنین نتایج از رابطه منفی و معنادار هم‌بستگی درون صنعتی با هزینه سرمایه شرکت حکایت دارد. در نهایت، نتایج مؤید وجود اثر تعدیلگری تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بر روابط مذکور بوده است.

کلیدواژه‌ها: تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره، تنوع سبد سهام‌داران، حاکمیت شرکتی، هزینه سرمایه، هم‌بستگی‌درون‌صنعتی.

استناد: سجادی، زانیار و حسن‌زاده، شادی (۱۴۰۳). هم‌بستگی درون‌صنعتی، تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینه سرمایه شرکت: نقش تعدیلگر حاکمیت‌شرکتی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۱(۱)، ۷۰- ۹۴.

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴۰۳، دوره ۳۱، شماره ۱، صص. ۷۰- ۹۴
ناشر: دانشکدهٔ مدیریت دانشگاه تهران
نوع مقاله: علمی پژوهشی
© نویسندگان
تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۲۷
تاریخ ویرایش:۱۴۰۲/۰۹/۰۱
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۱/۰۳
تاریخ انتشار: ۱۴۰۳/۰۱/۲۹
doi: https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2024.363044.1008847

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مقدمه

توان اقتصادی هر جامعه‌ای در گرو سرمایه‌گذاری بهینه امروز آن جامعه است. بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل تأثیرگذار بر محیط آن، رسیدن به رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی امکان‌پذیر نیست. یکی از عوامل مهم، ریسک سرمایه‌گذاری و به‌تبع آن، هزینه سرمایه‌ای است که به شرکت‌ها تحمیل می‌شود. از این رو شناخت عوامل عمده‌ای که بر هزینهٔ سرمایه تأثیر می‌گذارد، اهمیت بسیاری دارد. اهمیت هزینهٔ سرمایه را می‌توان در کاربرد آن به‌عنوان مبنا برای ساختار بهینه سرمایه، به‌کارگیری در اندازه‌گیری شاخص عملکرد و همچنین استفاده از آن در تنزیل جریان‌های نقد آتی برای تعیین ارزش دارایی بیان کرد (کای[1]، ۲۰۲۳).

پژوهش‌های قبلی نشان داده‌اند که عملکرد شرکت‌های همتا، به‌عنوان مبنایی برای ارزیابی عملکرد شرکت اصلی توسط سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار می‌گیرد، این پدیده که می‌تواند رفتار مدیران در نحوه ارائه اطلاعات را متأثر کند، انتقال اطلاعات درون‌صنعتی نامیده می‌شود (چیو[2]، ۲۰۱۴؛ سجادی و پورحیدری، ۱۳۹۶). پژوهش‌های قبلی نشان داده‌اند که میزان اثر انتقال اطلاعات درون‌صنعتی و ارزش اطلاعات عملکرد شرکت‌های هم‌صنعت در صنایع مختلف تفاوت داشته است (دسیر[3]، ۲۰۱۲؛ فریمن و تسه[4]، ۱۹۹۲) بنابراین شرکت‌ها و مدیرانی که در صنایع مشابه هم‌بسته فعالیت دارند، ممکن است بیشتر به تقلید روی آورند تا به سودها و عملکردی مشابهِ شرکت‌های هم‌صنعت خود دست یابند. در صورتی که اطلاعات شرکت‌های همتا در صنایع با هم‌بستگی بالاتر، بتواند به‌عنوان مکمل اطلاعات شرکت اصلی یا جایگزین آن، نقشی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران داشته باشد یا اینکه در این صنایع تشدید رفتار تقلیدگرایانه مدیران در ارائه اطلاعات، کیفیت اطلاعات افشا شده را متأثر کند؛ می‌توان انتظار داشت که بر واکنش به سود اعلامی شرکت و ریسک برآورده شده توسط سرمایه‌گذاران و متعاقب آن بر هزینهٔ سرمایه شرکت اثرگذار باشد (براتن، پین و توماس[5]، ۲۰۱۶؛ چیو، ۲۰۱۴؛ سجادی و همکاران، ۱۳۹۶).

مطابق با نظریه نمایندگی، ساختار بهینه سرمایه و مالکیت می‌تواند هزینه نمایندگی را کاهش دهد. ساختار مالکیت شرکت‌ها به‌دلیل فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران مختلف انجام می‌دهند، ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. وجود درصد بالایی از سهام‌داران عمده در ساختار مالکیت، نشان‌دهندهٔ تمرکز مالکیت است و قطعا این سهام‌داران تنوع‌پذیری متفاوتی در پرتفوی خود دارند؛ بنابراین مطابق دیدگاه اطلاعاتی هزینهٔ فرصت، تهیه اطلاعات نهانی (خصوصی) مربوط به هر شرکت افزایش پیدا می‌کند و شرکت‌ها به‌دنبال جایگزین مقرون به‌صرفه‌تری برای اخذ اطلاعات مورد نیاز و کاهش ریسک سبد سرمایه‌گذاری و در نهایت، هزینهٔ سرمایه هستند. در سال‌های اخیر، شرکت‌ها شاهد روند رو به رشد سهام‌داران بزرگ بوده‌اند که سبد سهام خود را از طریق مالکیت هم‌زمان در چندین شرکت، متنوع کرده‌اند (آکاما و شو[6]، ۲۰۲۱؛ پنگ[7]، ۲۰۰۵). همچنین بر اساس دیدگاه مقابل، ریسک‌پذیری شرکت‌ها، هرچه سبد

1. Cai
2. Chiu
3. Desir
4. Freeman & Tse
5. Bratten, Payne & Thomas
6. Akamah & Shu, Sydney
7 .Peng

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

سهام‌داران عمده متنوع‌تر باشد، شرکت‌ها ریسک‌پذیرترند و به همین دلیل، اتخاذ تصمیم‌های ریسکی به هزینهٔ سرمایهٔ بالاتر منجر می‌شود (فاچیو، مارکیکا و مورا[1]، ۲۰۱۱).

به‌منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش تضاد منافع میان مدیران و مالکان، سازوکارهای متفاوتی مانند حاکمیت شرکتی به‌کار گرفته می‌شود. این سازوکار با ایجاد ارتباط میان اعضای هئیت مدیره، سهام‌داران، مدیر و سایر ذی‌نفعان، شرایطی را مهیا می‌کند که با استفاده از آن اهداف شرکت‌ها مشخص و مسیر دستیابی به آن‌ها و همین طور امکان نظارت بر عملکرد شرکت‌ها مشخص می‌شود (ستایش و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۴). تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی در ترکیب هیئت‌مدیره، می‌تواند از جمله سازوکارهای کنترلی باشد که امکان تأثیر بر رویه‌های گزارشگری مالی و عملیات شرکت‌ها را داشته باشد و به این ترتیب، نقش مهمی در تعیین ارزش و عملکرد شرکت و در نهایت هزینهٔ سرمایه شرکت‌ها ایفا کند. مطالعات قبلی (آکاما و شو، ۲۰۲۱؛ بوشی[2]، ۲۰۰۱؛ چن، هارفورد و لی[3]، ۲۰۰۷؛ گسپر، ماسا و ماتوس[4]، ۲۰۰۵؛ ستایش و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۴) نشان داده‌اند که انگیزه و توان سهام‌داران مختلف در نظارت و اثرگذاری بر گزارشگری مالی شرکت‌ها یکسان نیست. سهام‌داران عمده در شرکت منافع چشمگیری دارند و به همین دلیل، نسبت به سهام‌داران جزء، انگیزه و توان شایان توجهی برای تصمیم‌های مدیر دارند (مجدزاده طباطبائی، رضایی و زرین کلاه، ۱۳۹۸). بیر، رحمان و پست[5] (۲۰۱۰) و سپاسی و عبدلی (۱۳۹۵) در مطالعه خود نشان دادند که حضور یک زن به‌عنوان مدیر عامل یا عضو هیئت‌مدیره در سازمان، تأثیرهای مثبتی می‌تواند داشته باشد؛ برای نمونه، این حضور می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر شود؛ زیرا ویژگی‌های شخصیتی زنان، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و متعاقب آن، به ارتقای کیفیت گزارش‌های مالی، افزایش کارایی شرکت و بهبود بازدهی آن منجر شود؛ از این رو پیرو مطالب بیان شده، این پژوهش به مطالعهٔ ارتباط میان تنوع سبد سهام‌داران عمده و هم‌بستگی درون صنعتی با هزینهٔ سرمایه می‌پردازد و در نهایت این موضوع را بررسی می‌کند که آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌توانند به‌طور بالقوه این ارتباط را تعدیل کنند یا خیر. در راستای تحقق این امر، پرسش‌های پژوهش به شرح زیر طراحی شده است:

۱. آیا تنوع سبد سهام‌داران عمده و هم‌بستگی درون صنعتی، در ارتباط با هزینهٔ سرمایه است و در صورت وجود ارتباط، جهت آن چگونه است؟

۲. آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌تواند این ارتباط را تعدیل کند؟

به‌منظور یافتن پاسخ این سؤال‌ها، فرضیه‌هایی طراحی شد و این فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های ۱۴۴ شرکت، طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ و به‌کمک رگرسیون چندمتغیره در نرم‌افزار ایویوز آزمون شدند. ادامهٔ مقاله به این صورت ساختاربندی شده است: در بخش دوم، مبانی نظری، پیشینه پژوهش ارائه و فرضیه‌های پژوهش مطرح می‌شود. در بخش سوم، روش‌شناسی پژوهش شامل نمونهٔ آماری و مدل‌های پژوهش بیان می‌شود؛ سپس آمارهای توصیفی، یافته‌های پژوهش و نتایج آزمون‌های اضافه تشریح شده و در بخش پایانی، نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

1. Faccio, Marchica & Mura
2. Bushee
3. Chen, Hardford & Li
4. Gaspar, Massa & Matos
5. Bear, Rahman & Post

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مبانی نظری، پیشینه پژوهش و توسعه فرضیه‌ها

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به‌دلیل محدودیت منابع مالی، از اهمیت خاصی برخوردار است. از جمله این تصمیم‌های مهم، می‌توان به تعیین ساختار بهینهٔ سرمایه و به‌تبع آن، پذیرش پروژه‌هایی با بازدهی بالا اشاره کرد. اهمیت هزینهٔ سرمایه را می‌توان در کاربرد آن به‌عنوان مبنا برای ساختار بهینه سرمایه، به‌کارگیری در اندازه‌گیری شاخص عملکرد و همچنین استفاده در تنزیل جریان‌های نقد آتی برای تعیین ارزش دارایی‌ها بیان کرد. مورن و پولسن هزینهٔ سرمایه را بازده مورد انتظاری تعریف کرده‌اند که از دید مالی سرمایه‌گذاری مدنظر را توجیه‌پذیر کند. بر این اساس، می‌شود هزینهٔ سرمایه را بازده مورد نیاز تعریف کرد. به بیانی دیگر، هزینهٔ سرمایه نشان‌دهندهٔ هزینهٔ فرصتی است که سرمایه‌گذار به‌خاطر سرمایه‌گذاری در یک پروژه یا شرکت متحمل می‌شود (فاما[1]، ۱۹۸۰).

تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینهٔ سرمایه

مرور ادبیات نشان داده است که افشای اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، در تصمیم‌گیری دقیق و آگاهانه گروه‌های مختلف ذی‌نفعان، به‌خصوص سرمایه‌گذاران نقش اساسی دارد و به‌طبع، در کاهش هزینهٔ سرمایه آن‌ها تأثیر مهمی می‌گذارد. استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، به‌خصوص سرمایه‌گذاران، برای تصمیم‌گیری‌هایی مانند سرمایه‌گذاری، سنجش عملکرد مدیران و تصمیم‌های مهم اقتصادیِ دیگر، به اطلاعات مالی شرکت‌ها نیازمندند (قربانی، موحد مجد و منفرد مهارلوئی، ۱۳۹۲). وانگ بیان می‌کند که شرکت‌های بزرگ می‌توانند با افشای داوطلبانه و اختیاری اقدام به جذب سرمایه‌گذاران کنند؛ در حالی‌که شرکت‌های کوچک‌تر امکان انجام این‌کار را ندارند. تقریباً نصفی از شرکت‌هایی که در بازار سهام، اطلاعات منصفانه را به‌درستی منتشر نمی‌کنند با مشکلات و تأمین مالی و عدم تعادل سرمایه‌گذاری مواجهند و در نهایت، به‌دلیل نداشتن جایگزین خاصی برای اطلاعات افشا نشده هزینهٔ سرمایه بالایی تحمل می‌کنند (وانگ[2]، ۲۰۰۷). در کنار مشکلات مربوط به افشای اطلاعات، تفکیک مالکیت از مدیریت، به پیامد عدم تقارن اطلاعاتی میان مالکان و مدیران منجر می‌شود.

سهام‌داران عمده سرمایه‌گذارانی هستند که در شرکت سهم چشمگیری دارند؛ بنابراین برای تأثیرگذاری بر تصمیم‌های مدیریتی انگیزهٔ کافی دارند. در سال‌های اخیر شرکت‌ها شاهد روند رو به رشد سهام‌دارانی بزرگی بوده‌اند که سبدهای سهام خود را از طریق مالکیت هم‌زمان در چندین شرکت متنوع می‌کنند (هارفورد، جیانگ، ونگ و شی[3]، ۲۰۱۹). شواهد تجربی ناشی از نظرسنجی مؤسسه تحقیقاتی مسؤلیت سهام‌دار[4]، نشان داد که مشکلات مربوط به محدودیت زمان و نیروی‌کار، مهم‌ترین محدودیت‌ها در ارتباط میان سهام‌داران عمده با مدیران است. محدودیت مربوط به زمان که پژوهش‌های تجربی هم آن را تأیید کرده‌اند، بیان می‌کند که حتی حرفه‌ای‌ترین فعالان بازار هم تحت تأثیر آن قرار دارند و این موضوع توسط تئوری‌های روان‌شناسی و اقتصادی حوزه محدودیت‌های یادگیری هم مورد توجه قرار گرفته است. وقتی سهام‌داران سبد سرمایه‌گذاری متنوع‌تری را تشکیل می‌دهند، هزینه تهیه اطلاعات غیرعمومی (نهانی)

1. Fama
2. Wang
3. Harford, Jiang, Wang & Xie
4. Investor Responsibility Research Center institute

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مربوط به هریک از شرکت‌ها افزایش می‌یابد و منافع مدیریتی و اقتصادی آن کم می‌شود. بر این اساس طبیعی است که انتظار داشته باشیم سهامدارانی که سبد سرمایه‌گذاری متنوع‌تری دارند، دسترسی به اطلاعات غیرعمومی شرکت‌ها را محدود به شرکت‌هایی کنند که وزن بیشتری در سبد سرمایه‌گذاری آن‌ها دارد و در مورد باقی‌مانده سبد، بیشتر تمرکز خود را بر اطلاعات عمومی شرکت‌ها بگذارند (آکاما و شو، ۲۰۲۱). اطلاعات عمومی شرکت‌ها در مقایسه با اطلاعات غیرعمومی شرکت‌ها که به‌واسطهٔ ارتباط نزدیک با مدیران، به هزینه بیشتری منجر می‌شود، جایگزین مقرون به‌صرفه‌تری برای کسب اطلاعات مورد نیاز و کم‌کردن ریسک سبد شرکت‌های سرمایه‌گذار است. در نتیجه با افزایش تقاضا برای اطلاعات عمومی و فشار سهامداران عمده بر مدیران شرکت‌ها، کیفیت این اطلاعات افزایش پیدا می‌کند و این امر نیز به سهم خود، باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و هزینهٔ سرمایه شرکت‌ها می‌شود (پنگ، ۲۰۰۵). یافته‌های پژوهش‌های پیشین هم مؤید این نکته است که شرکت‌هایی که اطلاعات عمومی آن‌ها نسبت به اطلاعات خصوصی و نهانی بیشتر است، هزینهٔ سرمایه کمتری را متحمل می‌شوند و همچنین، سهامداران عمده و متنوع‌شدن پرتفوی آن‌ها، ریسک‌پذیری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و باعث تغییر آن می‌شود تا به سطح مطلوبی از ریسک دست یابند (ایزلی و اوهارا[1]، ۲۰۰۴؛ فاچیو و همکاران، ۲۰۱۱).

در مقابل این دیدگاه، دیدگاه ریسک‌پذیری شرکت‌ها قرار دارد. بر اساس این دیدگاه زمانی که سبد سهامدار عمده شرکتی متنوع نباشد، با افزایش ریسکِ تصمیم‌های شرکت سرمایه‌پذیر، ریسک سهامدار عمده افزایش چشمگیری پیدا می‌کند و این امر به اعمال نفوذ سهامدار عمده، در جهت اتخاذ تصمیم‌های کم‌ریسک‌تر توسط شرکت سرمایه‌پذیر منجر خواهد شد؛ اما در صورتی که سبد سهامدار عمده تنوع زیادی داشته باشد، ریسک در سطح شرکت سرمایه‌پذیر تأثیر قابل توجهی بر ریسک کلی سبد سهامدار عمده نخواهد داشت و به همین خاطر، سهامدار عمده، برای اخذ تصمیم‌های ریسکی، به مدیران شرکت سرمایه‌پذیر آزادی عمل بیشتری می‌دهد. این دیدگاه توسط فاچیو و همکاران (۲۰۱۱) تأیید شده و نتایج آن‌ها مؤید این است که شرکت‌هایی که سبد سهامدار عمده آن‌ها تنوع بیشتری دارد، ریسک‌پذیرترند و قاعدتاً این تصمیم‌های ریسکی می‌تواند به هزینهٔ سرمایه بالاتر منجر شود که عکس پیش‌بینی بر اساس دیدگاه اطلاعاتی است. همچنین پژوهش‌های انجام شده در بررسی تنوع سبد سهامدار عمده شرکت‌ها نشان داده است که ناهمگونی زیادی در درجه تنوع سهامداران وجود دارد. موارد زیادی وجود دارد که در آن سهامداران بزرگ دارای پرتفوی با تنوع خوبی هستند؛ در حالی که سهامداران عمده‌ای که سرمایهٔ کمتری دارند، پرتفوی‌های با تنوع کمتر دارند. شواهد آماری پژوهش فاچیو و همکاران (۲۰۱۱) نشان می‌دهد شرکت‌هایی که توسط سهامداران بزرگِ متنوع کنترل می‌شوند، نسبت به شرکت‌هایی که توسط سرمایه‌گذاران غیرمتنوع کنترل می‌شوند، احتمالاً پروژه‌های پرریسک‌تری را انجام می‌دهند.

براساس مبانی نظری بیان شده، فرضیهٔ اول پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیهٔ اول: تنوع سبد سهامداران عمده، با هزینهٔ سرمایه شرکت ارتباط معنادار دارد.

1. Easley & O'Har

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

هم‌بستگی‌درون‌صنعتی و هزینهٔ سرمایه

یکی از پدیده‌های موجود در بازار سرمایه که پژوهش‌های داخلی کمتر به آن پرداخته‌اند، اثر اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌های مشابه موجود در صنعت بر یکدیگر است. پژوهش‌های پیشین نشان داده است که عملکرد شرکت‌های هم‌گروه توسط سرمایه‌گذاران به‌عنوان مبنایی برای ارزیابی عملکرد شرکت اصلی مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ به این پدیده که می‌تواند رفتار و نحوه ارائه اطلاعات توسط مدیران را نیز تحت تأثیر قرار دهد، انتقال اطلاعات درون صنعتی[1] گفته می‌شود (چیو، ۲۰۱۴). رفتار و عکس‌العملی که مدیران در قبال فشار وارده از جانب سهام‌دار عمده دارند و تأثیری که برصورت‌های مالی شرکت می‌گذارد، براساس پژوهش‌های پیشین، می‌تواند از طریق پدیدهٔ انتقال اطلاعات درون صنعتی تحت تأثیر هم‌بستگی درون صنعتی قرار گیرد. ارتباط مذکور را می‌توان با استفاده از دو دیدگاه اطلاعاتی و رفتار توده‌وار بیشتر توضیح داد (آکاما و شو، ۲۰۲۱؛ سجادی، پورحیدری و خدامی‌پور، ۱۳۹۶؛ سجادی و پورحیدری، ۱۳۹۶).

مطابق دیدگاه اطلاعاتی، ارائه اطلاعات توسط شرکت‌های همتا، به‌خصوص در حالتی که تشابه زیادی میان شرکت‌های آن صنعت وجود دارد، باعث کاهش تقاضا برای اطلاعات اضافی توسط شرکت اصلی می‌شود. بنابراین می‌توان انتظار داشت در صنایعی که فعالیت شرکت‌ها و محیط آن‌ها تشابه و هم‌بستگی بیشتری دارند، درصدی از نیازهای اطلاعاتی سهام‌داران عمده برطرف شده و تقاضا برای اطلاعات باکیفیت توسط شرکت اصلی کمتر شود. از طرفی، ممکن است سهام‌دار عمده‌ای که در یک صنعت همیشه سهام‌دار است و به‌خصوص، اگر سبد متنوع‌تری داشته باشد و مالک شرکت‌های مشابه در همان صنعت نیز باشد، با توجه به دانشی که در مورد روش‌ها و مفروضات حسابداری شرکت‌های مشابه آن صنعت دارد، می‌تواند فشار بیشتری به مدیریت شرکت بیاورد تا از مفروضات مشابهی استفاده کند و درنتیجه اطلاعات مالی ارائه شده توسط مدیر، افزایش یابد. بر اساس این دیدگاه هم جنبه مثبت و جنبه منفی، به‌منظور اثرگذاری بر کیفیت اطلاعات انتظار می‌رود؛ بنابراین با توجه به مبانی نظری بیان شده، دریافت اطلاعات بیشتر (کمتر) توسط سهام‌دار عمده، باعث کاهش (افزایش) عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و در نهایت، تأثیر کاهشی (افزایشی) بر ریسک سرمایه‌گذاری و هزینهٔ سرمایه خواهد داشت (تسه و تارکر[2]، ۲۰۱۰).

مطابق با دیدگاه رفتار توده‌وار، مدیران شرکت‌های فعال در محیط مشابه با هم‌بستگی بالا، تصمیم‌های مشابهی می‌گیرند و بیشتر به تقلید تمایل خواهند داشت، حتی اگر به قیمت نادیده گرفتن اطلاعات نهانی خودشان باشد (دمسکی و ساپینگتون[3]، ۱۹۸۴؛ شارفستین و استاین[4]، ۱۹۹۰). پژوهش‌های زیادی در حسابداری تأییدکنندهٔ وجود رفتار توده‌وار مدیران است. در نتیجه این رفتار توده‌وار، امکان مدیریت سود توسط مدیران برای رسیدن به سودهای مشابهِ شرکت‌های هم صنعت وجود دارد (براتن و همکاران، ۲۰۱۶؛ دسیر، ۲۰۱۲؛ کیدا، کوه و راجگوپال[5]، ۲۰۱۵؛ تسه و تاکر، ۲۰۱۰). بنابراین در راستای مدیریت سود انجام شده و کاهش کیفیت و قابلیت اتکای اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌ها، ریسک سرمایه‌گذاری و متعاقب آن، هزینهٔ سرمایه افزایش می‌یابد. با توجه به مبانی نظری بیان شده، می‌توان گفت در صورتی

1. Intra-Industry Information Transfer
2. Tse & Tucker
3. Demski & Sappington
4. Scharfstein & Stein
5. Koh & Rajgopal

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

که اطلاعات شرکت‌های همتا در صنایع هم‌بسته‌تر بتواند به‌عنوان مکمل اطلاعات شرکت اصلی یا جایگزین آن، نقشی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران داشته باشد یا اینکه در این صنایع تشدید رفتار تقلیدگرایانه مدیران در ارائه اطلاعات، کیفیت اطلاعات افشا شده را متأثر کند؛ می‌توان انتظار داشت که بر واکنش به سود اعلامی شرکت و ریسک برآورده شده توسط سرمایه‌گذاران و متعاقب آن، بر هزینهٔ سرمایه شرکت اثرگذار باشد.

فرضیهٔ دوم: هم‌بستگی درون صنعتی با هزینهٔ سرمایه ارتباط معنادار دارد.

نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی

طبق تئوری نمایندگی، مدیران سعی در تأمین منافع خود و ارجحیت دادن آن به منافع مالکان دارند. سازوکارهای متفاوتی جهت کاهش این تضاد به‌کار گرفته می‌شود که حاکمیت شرکتی یکی از آن‌هاست. تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره، از جمله سازوکارهای کنترلی است که امکان تأثیر بر رویه‌های گزارشگری مالی و عملیات شرکت‌ها را دارد و به این ترتیب می‌تواند در کاهش تضاد منافع احتمالی بین سهام‌دار عمده و سهام‌دار اقلیت نقش مهمی داشته باشد. مطالعات پیشین (آکاما و شو، ۲۰۲۱؛ بوشی، ۲۰۰۱؛ ستایش و ابراهیمی میمند ۱۳۹۴) نشان داده‌اند که انگیزه و توان سهام‌داران مختلف در نظارت و اثرگذاری بر گزارشگری مالی شرکت‌ها یکسان نیست. سهام‌داران عمده در شرکت منافع چشمگیری دارند و به همین دلیل، به نسبت سهام‌داران جزء، برای تأثیرگذاری بر تصمیم‌های مدیریت انگیزه و توان شایان توجهی خواهند داشت. دیدگاه غالب بیان می‌کند که منافع سهام‌دار عمده ممکن است همیشه منطبق با سهام‌دار خرد نباشد. کنترل موجود در دست سهام‌دار عمده، ممکن است در پی مصادره ثروت سهام‌دار خرد باشد. بنابراین باید توجه کرد که وجود سهام‌دار عمده می‌تواند باعث کاهش هزینه نمایندگی بین مدیر و سهام‌دار شود؛ اما در عین حال می‌تواند به ایجاد تعارض و تضاد نمایندگی بین سهام‌دار عمده و سهام‌دار اقلیت منجر شود (کیم و وان[1]، ۲۰۰۷؛ لاپورتا، لوپز دی سیلانز، شلیفر و ویشنی[2]، ۲۰۰۲؛ دایک و زینگالاس[3]، ۲۰۰۴).

تمرکز مالکیت یعنی میزان قابل ملاحظه‌ای از سهام شرکت متعلق به سهام‌داران عمده باشد. سهام‌داران عمده با در اختیار داشتن اعضای بیشتر در ترکیب هیئت‌مدیره شرکت‌ها، می‌توانند بر تصمیم‌های مدیران در مورد کیفیت اطلاعات مالی ارائه شده و میزان ریسک‌پذیری در تصمیمات، اعمال نفوذ کرده و متعاقب آن، بر هزینهٔ سرمایه شرکت‌ها اثرگذار باشند. در شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت بالاست، به‌واسطهٔ نظارت بیشتر بر مدیریت، هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد و در نتیجه مدیریت توانایی کمتری برای دست‌کاری فعالیت‌های شرکت خواهد داشت، از این رو به بالارفتن کیفیت اطلاعات و کاهش هزینهٔ سرمایه شرکت منجر خواهد شد. پژوهش‌های پیشین نشان داده است که میزان اثر و ارزش اطلاعات عملکرد شرکت‌های هم‌صنعت در صنایع مختلف تفاوت دارد (دسیر، ۲۰۱۲؛ فریمن و تسه، ۱۹۹۲) و شرکت‌ها و مدیرانی که در صنایع مشابه و هم‌بسته فعالیت دارند، ممکن است بیشتر به تقلید و مدیریت سود روی بیاورند تا به سودها و عملکردی مشابه شرکت‌های هم‌صنعت خود برسند (براتن و همکاران، ۲۰۱۶؛ چیو، ۲۰۱۴). پژوهش‌های داخلی نیز نشان‌دهنده اثرگذاری این پدیده بر محیط گزارشگری شرکت‌ها و کیفیت اطلاعات مالی آن‌هاست (سجادی و پورحیدری،

1. Kim & Kwon
2. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishn
3. Dyck & Zingales

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۱۳۹۶). با توجه خاص به مبانی نظری بیان‌شده، به احتمال زیاد، میزان ارتباطی کـه میـان هـم‌بسـتگی درون صـنعتی و هزینهٔ سرمایه وجود دارد، تحت تأثیر تمرکز بالای مالکیت قرار گیرد.

با توجه به پیچیدگی موضوع مدیریت زنان، تاکنون مطالعات متنوعی در زمینه مدیریت و تنوع جنسیتی انجـام شـده است و متخصصان تلاش کرده‌اند تا این موضوع را از دیدگاه‌های مدیریتی، فرهنگـی، سـازمانی و غیـره تجزیـه‌وتحلیـل کنند؛ به طوری که امروزه یکی از مهم‌ترین دلایل موفقیت هیئت‌مدیره‌ها را می‌توان در ترکیب آن‌ها و ویژگی‌های مرتبط با آن جست‌وجو کرد که شامل انـدازه، اسـتقلال اعضـا، تعـداد عضـویت در تـیم‌هـای دیگـر، سـاختار جنسـیتی ترکیـب هیئت‌مدیره، میانگین سنی ترکیب و مواردی از این دست است. زنان ویژگی‌های خاصی دارند که شرکت‌ها مـی‌تواننـد در بهره‌گیری از منابع و سرمایهٔ انسانی برای کسب‌وکار، از آن‌ها استفاده کنند. مطالعات انجام شده توسط کای، لیو، کیـان و یو[1] (۲۰۱۵) نشان داد که شرکت‌هایی که ترکیب جنسیتی هیئت‌مدیره آن‌ها متنـوع اسـت، عملکـرد بهتـری داشـته‌انـد؛ به‌طوری که در کشورهای اروپایی، مانند نروژ، قانونی مبنی بر اختصاص ۴۰درصد از کرسی‌های مدیریتی شـرکت‌هـا بـه زنان، تصویب شده است (مجدزاده و همکاران، ۱۳۹۸). مدیران زن با توجه به تعهد بیشتر در انجام مسئولیت‌هـا و تمایـل به پیشبرد امور به بهترین شکل ممکن، حس رقابت با همتایان مرد در محیط کار و حضور فعال‌تر در کمیته‌های نظـارت، تأثیر مثبتی بر تصمیم‌گیری‌های مالی هیئت‌مدیره شرکت‌ها و سازمان‌ها دارند. همچنین ویژگی‌های شخصـیتی و کـاری مدیران زن موجب ارتقای عملکرد شرکت، افزایش رضایت سهام‌داران و بهبود سودآوری شرکت می‌شـود (ابـوت، پـارکر، پیترز و راغوناندان[2]، ۲۰۱۲). هاچمن (۲۰۰۹) اعتقاد دارد که ویژگی‌های زنان مانند مهربانی، عاطفه‌مندی و حساسـیت بـه روابط فردی، موجب شده است تا زنان نسبت به مردان تمایل بیشتری به مسئولیت‌پذیری اجتماعی داشته باشند. همچنین تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره می‌تواند توانایی آن را در نظارت بهتر بر افشای اطلاعات و گـزارش‌هـای شـرکت افـزایش دهد. همان طور که بیر و همکاران (۲۰۱۰) و سپاسی و عبدلی (۱۳۹۵) در مطالعات خود بیان داشته‌اند، حضـور مـدیر زن در سمت مدیرعامل یا عضو هیئت‌مدیره، می‌تواند اثرهای مثبتی مانند کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به‌دلیـل ویژگـی‌هـای شخصیتی آن‌ها، ارتقای کیفیت گزارش‌های مالی، افزایش کارایی شرکت و افزایش بازدهی داشته باشد. با توجه به ادبیات مستند شده، تفاوت‌های روان‌شناختی بیان شده میان زنان و مردان، اعمال نفوذ سهام‌دار عمده از طریق نماینـدهٔ خـود بـر سایر اعضای هیئت‌مدیره و همچنین مدیرعامل شرکت، در حالتی که زنان عضو هیئت‌مدیره باشند می‌توانـد تحـت تـأثیر قرار گیرد. هیئت‌مدیره زن و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره، به‌عنوان اجزای حاکمیت شرکتی، می‌تواند نقـش تأثیرگـذاری بـر روابط میان مدیر، سهام‌داران (به‌خصوص سهام‌دار عمده)، اعضای هیئت‌مدیره و سایر ذی‌نفعان داشته باشد و ساختاری را ایجاد کند که با استفاده از آن اهداف شرکت تعیین و مسیر دستیابی به این اهداف و همچنین نظارت بـر عملکـرد معلـوم شود. با توجه به مبانی نظری بیان شده فرضیه‌های زیر تدوین شده است.

فرضیهٔ سوم: تمرکز مالکیت شدت رابطه هم‌بستگی درون صنعتی و هزینهٔ سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

فرضیهٔ چهارم: تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره، شدت رابطه هـم‌بسـتگی درون صـنعتی و هزینـهٔ سـرمایه را تحـت تـأثیر قـرار می‌دهد.

1. Cai, Liu, Qian & Yu
2. Abbott, Parker, Peters & Raghunandan

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

فرضیهٔ پنجم: تمرکز مالکیت، شدت رابطه تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینهٔ سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

فرضیه ششم: تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره، شدت رابطه تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینهٔ سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و به لحاظ راهبرد در حوزه پژوهش‌های کمی قرار می‌گیرد. داده‌های اولیه پژوهش، از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شده است. متغیرها با استفاده از برنامه‌نویسی زبان VBA و محاسبات در نرم‌افزار اکسل انجام شد. فرضیه‌ها نیز با استفاده از رگرسیون چند متغیره و داده‌های تابلویی و نرم‌افزارهای ایویوز و استاتا آزمون شدند.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری در دسترس، شامل شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است که نمونه‌ها با اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شدند.

۱. در بازهٔ زمانی مدنظر، جزء شرکت‌های فعال باشند و کلیهٔ داده‌های آن در دسترس باشد؛
۲. علاوه‌بر اینکه تغییر سال مالی نداشته باشند، به‌منظور مقایسه بیشتر پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه باشد؛
۳. به‌دلیل ماهیت متفاوت عملیات، جزء بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ‌ها و لیزینگ‌ها نباشند؛
۴. برای محاسبهٔ متغیر هم‌بستگی درون صنعتی، باید حداقل ۸ شرکت در صنایع نمونه پژوهش وجود داشته باشد.

با اعمال محدودیت‌های فوق ، تعداد ۱۴۴ شرکت انتخاب شد و با توجه به اینکه برای محاسبهٔ متغیر هم‌بستگی درون صنعتی، به داده‌های فروش ۵ سال قبل شرکت نیاز است، داده‌های صورت سود و زیان شرکت‌ها از سال ۱۳۸۸ مورد استفاده قرار گرفته است.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم از رابطهٔ ۱ و برای آزمون فرضیه‌های سوم تا ششم از رابطه‌های ۲ و ۳ استفاده شد.

رابطهٔ ۱)
$$CC_{it} = B_0 + B_1 SPDC_t + B_2 IIC_{it} + B_3 GENDER_{it} + B_4 CONC_{it} + B_n CONTROLS_{it} + \varepsilon_0$$

رابطهٔ ۲)
$$CC_{it} = B_0 + B_1 SPDC_t + B_2 IIC_{it} + B_3 GENDER_{it} + B_4 CONC_{it} + B_5 IIC * GENDER_{it} + B_6 IIC * CONC_{it} + B_n CONTROLS_{it} + \varepsilon_0$$

رابطهٔ ۳)
$$CC_{it} = B_0 + B_1 SPDC_t + B_2 IIC_{it} + B_3 GENDER_{it} + B_4 CONC_{it} + B_5 SPDC * GENDER_{it} + B_6 SPDC * CONC_{it} + B_n CONTROLS_{it} + \varepsilon_0$$

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

متغیر وابسته

هزینهٔ سرمایه (CC): متغیر وابسته مدل و معرف هزینهٔ سرمایه شرکت i در سال t است که در واقع همان بازده مورد انتظار است. برای محاسبه هزینهٔ سرمایه به تبعیت از بسیاری از پژوهش‌های داخلی همانند پژوهش مشایخ و اوشیانی (۱۳۹۳) از مدل گوردون استفاده شده و در آن مدل، برای محاسبهٔ نرخ رشد سود، نرخ رشد فروش مدنظر قرار گرفته است.

متغیر مستقل

تنوع سبد سهام‌دار عمده (SPDC): متغیر مستقل مدل است و مطابق با روش روداس[1] (۱۹۹۳)، برای محاسبه این متغیر، ابتدا تمامی سهام‌داران عمده شرکت‌ها در هر سال شناسایی می‌شود، سپس برای هرسال به صورت جداگانه تمام شرکت‌های سبد آن‌ها (بورس و فرابورس) شناسایی و بر اساس ارزش روز، سرمایه‌گذاری در هر شرکت مشخص می‌شود که هر شرکت چند درصد از کل سبد آن سهام‌دار در سال مدنظر را تشکیل می‌دهد. پس از آن توان دوم درصدهای به‌دست آمده برای هر سهام‌دار در سال مدنظر جمع شد تا بر این اساس نمره‌ای میان ۰ تا ۱ به‌دست آید که مطابق با شاخص هرفیندال هیرشمن[2] است و هرچه مقدار آن بیشتر باشد، نشان‌دهندهٔ تمرکز بیشتر سرمایه‌گذاری و تنوع پایین‌تر سبد سرمایه‌گذار در سال مدنظر است (فولکرسون و ریلی[3]، ۲۰۱۹؛ کو[4]، ۲۰۱۹؛ دیدار، منصورفر و زارع، ۱۳۹۶). نمره تنوع سبد سهام‌داران عمده بر اساس میانگین موزون شاخص تنوع سبد سهام‌داران عمده آن سالِ شرکت، پس از محاسبه میزان تنوع سبد هر سهام‌دار در سال‌های مختلف برای هر سال ـ شرکت به‌دست می‌آید. وزن مورد استفاده در میانگین مذکور، درصد سهمی است که هر سهام‌دار عمده در آن سال از سهام شرکت مدنظر دارد.

هم‌بستگی درون‌صنعتی (IIC): متغیر مستقل بوده و از طریق محاسبه کوواریانس میان نرخ تغییر سالانه فروش شرکت در پنج سال آخر محاسبه شده است. چون فروش متأثر از عوامل مشترک کل صنعت است، از متغیر فروش به‌جای هزینه‌ها استفاده شده است (سجادی و همکاران، ۱۳۹۶). به‌منظور سهولت محاسبه عامل کوواریانس نرخ تغییر سالانه فروش، واریانس تغییرات فروش تجمیعی یک صنعت به شکل زیر تجزیه شده است.

رابطه۴)

$$\begin{aligned} INDVAR &= Var(\Delta S_{IND,t}) \\ &= Var(\sum_{i=1}^{n} w_{i,t}\Delta S_{i,t}) \\ &= \sum_{i=1}^{n} w_{i,t}^2 Var(\Delta S_{i,t}) + \sum_{i} \sum_{j\neq i} w_i w_j COV(\Delta S_{i,t}, \Delta S_{j,t}) \\ &= IDIOVAR + COV \end{aligned}$$

در این رابطه، INDVAR واریانس تغییرات فروش تجمعی، IDIOVAR واریانس تغییرات فروش شرکت‌ها (میانگین وزنی واریانس‌ها)، COV مجموع کوواریانس فروش جفتی تمام شرکت‌های موجود در صنعت، W وزن هر

1. Rhoades
2. Herfindal-Hirschman Index
3. Fulkerson & Riley
4. Qu

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

شرکت (سهم فروش شرکت‌ها از کل فروش صنعت)، Δ Sind درصد تغییر فروش صنعت، $\Delta Si,t$ درصد تغییر فروش شرکت است.

مطابق پژوهش کامین و فیلیپون[1] (۲۰۰۵) برای سادگی تجزیه، وزن‌ها طی دوره زمانی پژوهش ثابت فرض شدند و در مطالعات (چیو، ۲۰۱۴؛ کامین و فیلیپون، ۲۰۰۵؛ کیم و وان، ۲۰۱۶) هم به‌کار رفته است. بنابراین، ابتدا دو عامل INDVAR و IDIOVAR محاسبه شده و با کسر کردن آن‌ها از هم، مقدار COV که مجموع کوواریانس جفتی تمام شرکت‌هاست، به‌دست می‌آید. شوک‌های سطح صنعت و شرکت بر کوواریانس تأثیر دارد، شوک‌های مشترک سطح صنعت به تغییر فروش شرکت‌ها در یک راستا منجر می‌شود و کوواریانس مثبت ایجاد می‌کند. شوک‌های سطح شرکت می‌توانند باعث ایجاد کوواریانس مثبت یا منفی شوند. بسته به اینکه محصولات شرکت‌ها در هر صنعت جایگزین یا مکمل همدیگر هستند. بنابراین میزان قدرمطلق کوواریانس هر سال ـ صنعت به‌عنوان سطح هم‌بستگی درون صنعتی شرکت‌ها در آن صنعت در نظر گرفته می‌شود (سجادی و همکاران، ۱۳۹۶؛ سجادی و پورحیدری، ۱۳۹۶).

متغیرهای تعدیلگر

در این پژوهش از دو متغیر تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره شرکت‌ها استفاده شده است که نحوه محاسبه آن‌ها به شرح زیر است:

تمرکز مالکیت (CONC): مجموع سهام اشخاص حقیقی یا حقوقی که بیش از پنج درصد سهام شرکت را در اختیار دارند. درصد فوق در پژوهش‌های مختلف متفاوت در نظر گرفته شده است، برای مثال عبدالهی و مشایخ (۱۳۹۰) ۵درصد و بنابی قدیم (۱۳۹۷) ۱۰ درصد در مطالعات خود لحاظ کرده‌اند.

تنوع جنسیتی (GENDER): نسبت اعضای هیئت‌مدیره زن به کل تعداد اعضای هیئت‌مدیره است.

متغیرهای کنترلی

با توجه به ادبیات پژوهش، متغیرهای کنترلی زیر در مدل‌ها استفاده شده است:

اندازه شرکت (SIZE): جهت محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها استفاده شد. ملکیان و دریایی (۱۳۹۰) معتقدند که شرکت‌های بزرگ‌تر، به‌خاطر ارتباط قوی‌تر با سایر ذی‌نفعان، به برقراری سازوکارهای قوی‌تری برای پاسخ‌گویی و افشا نیازمندند. به تبعیت از پژوهش‌های پیشین، این متغیر در مدل مربوط به کیفیت افشا (دیدار و همکاران، ۱۳۹۶؛ ستایش و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۴) و کیفیت سود (بهارمقدم، جوکار و صالحی، ۱۳۹۷) کنترل شده است.

اهرم مالی (LEV): اهرم مالی شرکت از تقسیم کل بدهی‌ها به جمع کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید. نتایج برخی پژوهش‌های نشان‌دهندهٔ این است که شرکت‌های با اهرم بالاتر، اطلاعات مالی با کیفیت‌تری ارائه می‌کنند. به تبعیت از پژوهش‌های پیشین این متغیر در مدل مربوط به کیفیت افشا (ستایش و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۴) و کیفیت سود (بهارمقدم و همکاران، ۱۳۹۷) کنترل شده است.

بازده دارایی‌ها (ROA): در این پژوهش برای محاسبه سودآوری از نسبت بازده دارایی‌ها استفاده شده که از طریق

1. Comin & Philippon

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

تقسیم سودخالص به کل دارایی‌ها محاسبه شده است. اینچاوستی[1] (۱۹۹۷) معتقد است که شرکت‌های سودآورتر، اطلاعات بیشتر و با کیفیت‌تری ارائه می‌کنند. وی همچنین بیان می‌کند که مدیران شرکت‌های سودآور از افشای اطلاعات به‌منظور دستیابی به مزایای شخصی استفاده می‌کنند؛ بنابراین آن‌ها اطلاعات با کیفیت و تفصیلی منتشر می‌کنند تا از تداوم پاداش‌های خود مطمئن شوند. به تبعیت از پژوهش‌های پیشین این متغیر در مدل مربوط به کیفیت افشا (دیدار و همکاران، ۱۳۹۶؛ ستایش و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۴) و کیفیت سود (بهارمقدم و همکاران، ۱۳۹۷) کنترل شده است.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): به تبعیت از ستایش و ابراهیمی میمند (۱۳۹۴) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان متغیر کنترلی در مدل مربوط به کیفیت افشا مورد استفاده قرار گرفته است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداکثر و حداقل داده‌ها در جدول ۱ نمایش داده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

عنوان متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف‌معیار
تنوع سبد سهام‌دار	SPDC	۰/۵۱۸	۰/۴۳۹	۱/۰۰۰	۰/۰۶۶	۰/۲۹۳
هم‌بستگی درون صنعتی	IIC	۰/۰۴۷	۰/۰۴۱	۰/۲۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۳۵
ارزش بازار به دفتری	MB	۸/۴۸۸	۴/۲۳۱	۵۶۸/۴۶	-۲۰۰/۲۱۹	۲۵/۰۳۰
سودآوری	ROA	۰/۱۵۲	۰/۱۲۴	۰/۷۰۹	-۰/۴۰۴	۰/۱۶۰
اندازه	SIZE	۱۴/۹۷۹	۱۴/۶۸۸	۲۰/۷۶	۱۱/۰۷۹	۱/۶۷۸
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳۴	۰/۵۴۰	۱/۵۶۷	۰/۰۱۸	۰/۲۲۸
تمرکز مالکیت	CONC	۶۷/۲۵۴	۷۱/۴۱۰	۹۹/۹۹	۰/۰۰۰	۲۱/۷۸۵
تنوع جنسیتی	GENDER	۰/۰۲۹	۰/۰۰۰	۰/۶۶۷	۰/۰۰۰	۰/۰۸۵
هزینهٔ سرمایه	COE	۳۲/۳۳۲	۳۲/۵۱۰	۵۲/۷۸	۲/۵۱۱	۹/۲۶۴

طبق جدول ۱ هزینهٔ سرمایه دارای میانگین تقریباً ۳۲ درصد است که میانگین نرخ بازده موردانتظار را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه دوره مدنظر هم‌زمان با رونق بازار بورس اوراق بهادار بوده است، میانگین به‌دست آمده دور از انتظار نیست. تنوع سبد سهام‌دار عمده، همواره مقداری بین صفر تا یک است که بر اساس شاخص هرفیندال ـ هیرشمن محاسبه شده و معیاری معکوس از تنوع است. اگر سهام‌داران یک شرکت، تمام سرمایه خود را در آن شرکت سرمایه‌گذاری کرده باشند و سبد آنان تنوعی نداشته باشد، تنوع سبد سهام‌دار عمده مقدار یک خواهد داشت و هرچه تنوع

1. Inchausti

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

سبد سهام‌داران شرکت بیشتر باشد مقدار شاخص به صفر نزدیک‌تر است. در این پژوهش مقدار حداقل ۰/۰۶۶ نشان‌دهندهٔ سال ـ شرکتی است که سهام‌داران آن متنوع‌ترین سبد را داشته‌اند و میانگین این شاخص در حدود ۰/۵۱۸ بوده است. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام دارای حداقل منفی است؛ زیرا ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برخی شرکت‌ها به‌دلیل زیان انباشته منفی شده است. این موضوع بیشتر از یک بودن درجه اهرم برخی از شرکت‌ها را توجیه می‌کند.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای تخمین همه رابطه‌های رگرسیونی، از روش اثرهای ثابت پس از انجام آزمون‌های چاو و هاسمن و روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) جهت رفع مشکل ناهم‌سانی واریانس استفاده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره آزمون	سطح معناداری	VIF
تنوع سبد سهام‌دار	SPDC	۱/۵۲۱	۰/۵۹۰	۲/۵۸۱	۰/۰۱۰	۱/۰۸۵
هم‌بستگی درون صنعتی	IIC	-۲۰/۷۲۳	۳/۳۵۳	-۶/۱۸۰	۰/۰۰۰	۱/۸۸۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۰۹	۰/۰۰۳	۳/۴۰۳	۰/۰۰۱	۱/۳۵۹
سودآوری	ROA	۴/۲۴۳	۰/۷۲۷	۵/۸۴۱	۰/۰۰۰	۱/۸۰۸
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۱۸۶	۰/۱۰۸	-۲۰/۱۹۳	۰/۰۰۰	۲/۵۰۷
اهرم مالی	LEV	-۲/۵۸۵	۰/۴۸۱	-۵/۳۷۹	۰/۰۰۰	۱/۶۰۹
تمرکز مالکیت	CONC	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	۰/۳۵۳	۰/۷۲۵	۱/۱۲۳
تنوع جنسیتی	GENDER	-۰/۵۸۲	۱/۵۳۷	-۰/۳۷۹	۰/۷۰۵	۱/۰۳۵
ضریب ثابت	C	۶۵/۸۳۶	۱/۶۸۰	۳۹/۱۸۷	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۹۸/۷۳	آماره دوربین واتسون			۱/۶۶
آماره آزمون چاو		۳۲/۱	سطح معناداری آزمون چاو			۰/۰۰۰۰
آماره آزمون هاسمن		۱۴۲	سطح معناداری آزمون هاسمن			۰/۰۰۰۰
آماره آزمون ناهم‌سانی واریانس (LR)		۶۷۲	سطح معناداری آزمون LR			۰/۰۰۰۰

همان طور که در جدول ۲ مشخص است، نتیجه آزمون فرضیه‌های اول و دوم، به‌ترتیب نشان‌دهنده رابطه منفی و معنادار میان تنوع سبد سهام‌دار عمده و رابطه منفی و معنادار میان هم‌بستگی‌درون‌صنعتی با هزینهٔ سرمایه شرکت است. با توجه به اینکه شاخص تنوع سبد سهام‌داران عمده، معیار معکوسی از تنوع سبد است، ضریب مثبت مشاهده شده، رابطه منفی میان تنوع سبد و هزینهٔ سرمایه است؛ بدین معنا که هرچه تنوع سبد سهام‌داران عمده شرکت کمتر بوده است، هزینهٔ سرمایه بیشتری را نشان داده است. رابطه منفی میان ضریب هم‌بستگی‌درون‌صنعتی و هزینهٔ سرمایه، حکایت از این دارد که هرچه صنایع هم‌بسته‌تر بوده‌اند، هزینهٔ سرمایه کمتری به شرکت‌ها تحمیل شده است.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیهٔ سوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره آزمون	سطح معناداری	VIF
تنوع سبد سهام‌دار	SPDC	۱/۱۲۵	۰/۵۶۵	۱/۹۹۰	۰/۰۴۷	۱/۰۵۷
هم‌بستگی درون صنعتی	IIC	۱۲/۶۱۵	۱۰/۰۷۴	۱/۲۵۲	۰/۲۱۱	۹/۷۳۹
تمرکز مالکیت	CONC	۰/۰۱۹	۰/۰۰۷	۲/۷۳۰	۰/۰۰۷	۲/۹۱۳
متغیر تعاملی	IIC*CONC	-۰/۴۱۵	۰/۱۳۹	-۲/۹۷۹	۰/۰۰۳	۹/۷۲۴
ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۱۶۱	۰/۰۳۱	۱/۱۲۱
سودآوری	ROA	۳/۹۰۶	۰/۷۱۷	۵/۴۴۷	۰/۰۰۰	۱/۷۲۲
اندازه شرکت	SIZE	-۱/۹۹۹	۰/۱۳۵	-۱۴/۷۸۰	۰/۰۰۰	۱/۷۱۱
اهرم مالی	LEV	-۲/۳۲۰	۰/۴۴۵	-۵/۲۱۹	۰/۰۰۰	۱/۶۲۴
تنوع جنسیتی	GENDER	-۰/۴۹۸	۱/۵۳۲	-۰/۳۲۵	۰/۷۴۵	۱/۰۲۷
ضریب ثابت	C	۶۱/۸۲۲	۲/۰۵۸	۳۰/۰۴۵	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۹۸/۲۸	آماره دوربین واتسون			۱/۶۶
آماره آزمون چاو		۳۲/۱	سطح معناداری آزمون چاو			۰/۰۰۰۰
آماره آزمون هاسمن		۱۴۸	سطح معناداری آزمون هاسمن			۰/۰۰۰۰
آماره آزمون ناهم‌سانی واریانس(LR)		۶۷۱	سطح معناداری آزمون LR			۰/۰۰۰۰

همان طور که در جدول ۳ مشخص است، فرضیهٔ سوم با افزودن عامل تعاملی تمرکز مالکیت به الگو آزمون شده است. با توجه به معنادار شدن متغیر تعاملی می‌توان نتیجه گرفت که رابطه میان هم‌بستگی درون صنعتی و هزینهٔ سرمایه، در سطوح مختلف متغیر تمرکز مالکیت متفاوت است؛ پس تأثیر متغیر تعدیلگر بر ارتباط مذکور تأیید می‌شود. به‌منظور استنباط نقش تقویت یا تضعیف کننده متغیر تعدیلگر، با توجه به تفاوت علامت ضریب عامل تعاملی در جدول ۳ با ضریب متغیر هم‌بستگی درون صنعتی در جدول ۲، می‌توان گفت متغیر تمرکز مالکیت ارتباط میان هم‌بستگی درون صنعتی و هزینهٔ سرمایه را تضعیف می‌کند.

جدول ٤. نتایج آزمون فرضیهٔ چهارم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره آزمون	سطح معناداری	VIF
تنوع سبد سهام‌دار	SPDC	۱/۴۳۳	۰/۵۷۵	۲/۴۹۰	۰/۰۱۳	۱/۰۷۸
هم‌بستگی درون صنعتی	IIC	-۱۹/۹۳۸	۳/۷۷۹	-۵/۲۷۶	۰/۰۰۰	۱/۳۰۴
ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۰۷	۰/۰۰۳	۲/۷۴۶	۰/۰۰۶	۱/۱۳۶
بازده دارایی‌ها	ROA	۳/۹۲۰	۰/۷۸۰	۵/۰۲۴	۰/۰۰۰	۱/۷۲۱
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۰۳۴	۰/۱۳۳	-۱۵/۲۶۹	۰/۰۰۰	۱/۵۰۵
اهرم مالی	LEV	-۲/۴۳۷	۰/۴۸۴	-۵/۰۳۶	۰/۰۰۰	۱/۶۲۸
تمرکز مالکیت	CONC	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	۰/۴۵۳	۰/۶۵۱	۱/۱۱۰
تنوع جنسیتی	GENDER	-۳/۵۰۳	۱/۹۰۹	-۱/۸۳۶	۰/۰۶۷	۱/۷۱۷
متغیر تعاملی	IIC* GENDER	۷۳/۶۹۱	۳۲/۷۴۰	۲/۲۵۱	۰/۰۲۵	۱/۸۸۴
ضریب ثابت	C	۶۳/۵۲۵	۲/۱۰۰	۳۰/۲۵۲	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۹۸/۳۵	آماره دوربین واتسون			۱/۶۵
آماره آزمون چاو		۳۲/۲	سطح معناداری آزمون چاو			۰/۰۰۰
آماره آزمون هاسمن		۱۴۳	سطح معناداری آزمون هاسمن			۰/۰۰۰
آماره آزمون ناهم‌سانی واریانس(LR)		۶۷۳	سطح معناداری آزمون LR			۰/۰۰۰

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول ۴ بیانگر تخمین مدل ۱ پژوهش با اضافه کردن عامل تعاملی تنوع جنسیتی اعضای هیئت‌مدیره است. متغیر تعاملی معنادار و نشان‌دهندهٔ تأثیر بر ارتباط میان هم‌بستگی درون صنعتی و هزینهٔ سرمایه و پذیرش فرضیه است. با توجه به تفاوت علامت ضریب عامل تعاملی در جدول ۴ با ضریب متغیر هم‌بستگی درون صنعتی در جدول ۲، می‌توان گفت متغیر جنسیت ارتباط میان هم‌بستگی درون صنعتی و هزینهٔ سرمایه را تضعیف می‌کند.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه پنجم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره آزمون	سطح معناداری	VIF
تنوع سبد سهام‌دار	SPDC	-۰/۶۰۴	۰/۹۵۷	-۰/۶۳۱	۰/۵۲۸	۳/۲۳۶
هم‌بستگی درون صنعتی	IIC	-۱۹/۲۵۵	۳/۳۸۳	-۵/۶۹۲	۰/۰۰۰	۱/۵۷۳
ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۰۹	۰/۰۰۳	۳/۴۳۴	۰/۰۰۱	۱/۱۷۸
سودآوری	ROA	۴/۴۲۷	۰/۷۰۸	۶/۲۵۶	۰/۰۰۰	۱/۸۴۳
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۱۷۴	۰/۱۱۳	-۱۹/۲۷۲	۰/۰۰۰	۱/۹۹۵
اهرم مالی	LEV	-۲/۴۹۱	۰/۴۵۷	-۵/۴۵۲	۰/۰۰۰	۱/۶۷۷
تمرکز مالکیت	CONC	-۰/۰۲۴	۰/۰۱۰	-۲/۴۰۱	۰/۰۱۷	۵/۷۴۱
تنوع جنسیتی	GENDER	-۰/۶۱۱	۱/۴۹۸	-۰/۴۰۸	۰/۶۸۳	۱/۰۵۸
متغیر تعاملی	SPDC*CONC	۰/۰۳۸	۰/۰۱۳	۲/۹۴۱	۰/۰۰۳	۶/۸۱۹
ضریب ثابت	C	۶۷/۰۵۶	۱/۸۵۶	۳۶/۱۳۶	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۹۸/۷۰	آماره دوربین واتسون			۱/۶۶
آماره آزمون چاو		۳۲/۱	سطح معناداری آزمون چاو			۰/۰۰۰۰
آماره آزمون هاسمن		۱۴۵	سطح معناداری آزمون هاسمن			۰/۰۰۰۰
آماره آزمون ناهم‌سانی واریانس(LR)		۶۷۹	سطح معناداری آزمون LR			۰/۰۰۰۰

جدول فوق تخمین فرضیهٔ پنجم پژوهش، مبنی بر اثر تعدیلگری تمرکز مالکیت بر ارتباط میان تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینهٔ سرمایه شرکت‌هاست. معنادار بودن متغیر تعاملی حاکی از تأیید فرضیه مذکور بوده و نشان‌دهندهٔ داشتن اثر تعدیلگری متغیر پیوسته تمرکز مالکیت است. با توجه به یکسانی علامت ضریب عامل تعاملی در جدول ۵ با ضریب متغیر تنوع سبد سهام‌داران عمده در جدول ۲، می‌توان گفت متغیر تمرکز مالکیت ارتباط میان تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینهٔ سرمایه را تقویت می‌کند.

جدول ۶ نشان‌دهنده اضافه شدن متغیر تعدیلگر تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره به مدل اصلی است. متغیر تعاملی معنادار و نشان‌دهندهٔ تأثیر بر ارتباط میان دو متغیر و پذیرش فرضیه است. با توجه به تفاوت علامت ضریب عامل تعاملی در جدول ۶ با ضریب متغیر تنوع سبد سهام‌داران عمده در جدول ۲، می‌توان گفت متغیر جنسیت ارتباط میان تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینهٔ سرمایه را تضعیف می‌کند.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول ٦. نتایج آزمون فرضیه ششم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره آزمون	سطح معناداری	VIF
تنوع سبد سهام‌دار	SPDC	۱/۷۱۷	۰/۵۸۵	۲/۹۳۷	۰/۰۰۳	۱/۱۱۳
هم‌بستگی درون صنعتی	IIC	-۱۹/۸۷۹	۳/۲۸۵	-۶/۰۵۲	۰/۰۰۰	۱/۷۶۲
ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۱۰	۰/۰۰۳	۳/۴۵۲	۰/۰۰۱	۱/۳۱۹
سودآوری	ROA	۴/۵۰۱	۰/۶۹۴	۶/۴۸۶	۰/۰۰۰	۲/۰۶۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۱۹۳	۰/۱۰۸	-۲۰/۲۴۹	۰/۰۰۰	۲/۲۴۵
اهرم مالی	LEV	-۲/۴۴۷	۰/۴۸۰	-۵/۱۰۱	۰/۰۰۰	۱/۷۱۷
تمرکز مالکیت	CONC	۰/۰۰۱	۰/۰۰۴	۰/۳۰۷	۰/۷۵۹	۱/۱۶۷
تنوع جنسیتی	GENDER	۵/۷۶۶	۳/۱۲۳	۱/۸۴۶	۰/۰۶۵	۴/۶۳۸
متغیر تعاملی	SPDC* GENDER	-۱۰/۹۱۷	۴/۰۷۱	-۲/۶۸۱	۰/۰۰۸	۵/۰۱۶
ضریب ثابت	C	۶۵/۷۰۳	۱/۶۸۳	۳۹/۰۴۵	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۹۸/۷۷	آماره دوربین واتسون			۱/۶۶
آماره آزمون چاو		۳۲/۲	سطح معناداری آزمون چاو			۰/۰۰۰
آماره آزمون هاسمن		۱۴۲	سطح معناداری آزمون هاسمن			۰/۰۰۰
آماره آزمون ناهم‌سانی واریانس(LR)		۶۷۵	سطح معناداری آزمون LR			۰/۰۰۰

بحث و نتیجه‌گیری

اهمیت هزینهٔ سرمایه را می‌توان در کاربرد آن به‌عنوان مبنایی برای ساختار بهینهٔ سرمایه، به‌کارگیری در اندازه‌گیری شاخص عملکرد و همچنین استفاده از آن در تنزیل جریان‌های نقد آتی برای تعیین ارزش دارایی بیان کرد. ساختار مالکیت شرکت‌ها به‌دلیل فعالیت‌های نظارتی سرمایه‌گذاران باعث تغییر در رفتار شرکت‌ها می‌شود و زمانی‌که تمرکز مالکیت، بر وجود درصد بالایی از سهام‌داران عمده باشد و این سهام‌داران که به‌قطع تنوع پذیری متفاوتی در پرتفوی خود دارند، باعث افزایش هزینهٔ فرصت تهیه اطلاعات نهانی شرکت شده و اطلاعات عمومی جایگزین مقرون به‌صرفه‌تری برای اخذ اطلاعات مورد نیاز و کاهش ریسک سبد سرمایه‌گذاری و در نهایت هزینهٔ سرمایه می‌شود. در این میان، پدیدهٔ انتقال اطلاعات درون صنعتی در ادبیات داخل و خارج و تأثیر آن بر عملکرد شرکت‌ها و همچنین، تغییر رفتار و نحوهٔ ارائه اطلاعات توسط مدیران مورد تأیید واقع شده است و زمانی‌که اطلاعات شرکت‌های همتا در صنایع با هم‌بستگی بیشتر بتواند به‌عنوان مکمل اطلاعات شرکت اصلی یا جایگزین آن، در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقشی داشته باشد یا اینکه در این صنایع تشدید رفتار تقلیدگرایانهٔ مدیران در ارائه اطلاعات، کیفیت اطلاعات افشا شده را متأثر کند؛ می‌توان انتظار داشت که بر واکنش به سود اعلامی شرکت و ریسک برآورده شده توسط سرمایه‌گذاران و متعاقب آن، بر هزینهٔ سرمایه شرکت اثرگذار باشد؛ بنابراین پژوهش حاضر، رابطهٔ هم‌بستگی درون صنعتی و تنوع سبد سهام‌دار عمده با هزینهٔ سرمایهٔ شرکت را بررسی کرد و هم‌زمان به بررسی اثر تعدیلگری تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها، به‌عنوان سازوکارهای نظارتی حاکمیت شرکتی پرداخت.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

نتایج مرتبط با فرضیه‌های اول و دوم پژوهش، ارتباط منفی و معنادار میان تنوع سبد سهام‌دار عمده و هم‌بستگی‌درون‌صنعتی با هزینهٔ سرمایه شرکت را نشان می‌دهد. برای اثرگذاری تنوع سبد سهام‌دار عمده بر هزینهٔ سرمایه، نظریه‌هایی هم در جهت سازنده و هم در جهت مخرب وجود داشت و انتظار می‌رفت با بهبود کیفیت اطلاعات گزارش شده توسط مدیریت در شرکت‌هایی که تنوع سبد سرمایه گذار عمده آنان زیاد است، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش و بنابراین، هزینهٔ سرمایه هم کاهش یابد، از طرفی این احتمال نیز وجود داشت که سهام‌دار عمده‌ای که تنوع سبد سهام بیشتری دارد، به‌خاطر تنوع سبد سهام خود و کاهش اثر ریسک‌پذیری شرکت سرمایه پذیر، آزادی بیشتری جهت اتخاذ تصمیم‌های ریسکی به مدیران بدهد و این امر به افزایش ریسک شرکت‌ها و افزایش هزینهٔ سرمایه منجر شود. بر اساس نتایج تجربی به‌دست‌آمده با توجه به اینکه شاخص تنوع سبد سهام‌داران عمده، معیار معکوسی از تنوع سبد است، ضریب مثبت مشاهده شده، نشان‌دهندهٔ وجود رابطه منفی بین تنوع سبد سهام‌دار عمده و هزینهٔ سرمایه است؛ بنابراین نتایج دیدگاه اطلاعاتی و اثر سازندهٔ تنوع سبد سهام‌دار عمده را تأیید می‌کند. این نتیجه با نتیجه پژوهش آکاما و شو (۲۰۲۱) هم‌راستاست. آن‌ها نتیجه گرفته بودند که هرچه تنوع سبد سهام‌دار عمده بیشتر باشد، مقدار افشای اختیاری افزایش می‌یابد. بر اساس دیدگاه اطلاعاتی، این انتظار وجود داشت با بهبود کمیت و کیفیت اطلاعات عمومی، شرکت‌هایی که تنوع سبد سهام‌داران عمدهٔ آن‌ها بیشتر است، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینهٔ سرمایهٔ آن‌ها کاهش یابد. برای اثرگذاری هم‌بستگی درون صنعتی هم دو نظریهٔ رقیب وجود دارد؛ اول، با تقلید مدیران در صنایع هم‌بسته‌تر، انتظار می‌رود عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد و دوم، چون اطلاعات اضافی از طریق شرکت‌های هم‌صنعت در اختیار همگان قرار می‌گیرد و پدیدهٔ انتقال اطلاعات درون‌صنعتی رخ می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد که روی هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. نتایج تجربی این پژوهش بیانگر آن است که اثر سازندهٔ هم‌بستگی درون‌صنعتی در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی قوی‌تر است؛ بنابراین باعث ایجاد ارتباط منفی و معنادار با هزینهٔ سرمایه شرکت می‌شود. نتایج این پژوهش با چیو (۲۰۱۴)، سجادی و پورحیدری (۱۳۹۶) در یک راستاست. آن‌ها هم رابطهٔ مثبت میان هم‌بستگی درون‌صنعتی و عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید کردند.

همچنین نتایج نشان‌دهنده وجود اثر تعدیلگری تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی اعضای هیئت‌مدیره بر روابط مذکور است. اعضای هیئت‌مدیره زن، به‌عنوان یکی از سازوکارهای نظارتی حاکمیت‌شرکتی، بر اساس مبانی نظری و نتایج پژوهش‌های پیشین، ممکن است که بر رویه‌های گزارشگری مالی و عملیات شرکت‌ها تأثیرگذار باشند و می‌توانند نقش مهمی در تعیین ارزش و عملکرد شرکت و در نهایت هزینهٔ سرمایه شرکت‌ها داشته باشند. نقش تعدیلگری وجود هیئت‌مدیره زن در شرکت‌ها، بر اساس نتایج آزمون فرضیهٔ ۴، بر ارتباط میان هم‌بستگی درون‌صنعتی و تنوع سبد سهام‌دار با هزینهٔ سرمایه اثر تضعیف‌کننده‌ای دارد؛ به بیان دیگر در شرکت‌هایی که هیئت‌مدیره زن داشته‌اند، اثر کاهندهٔ هم‌بستگی درون صنعتی بر هزینهٔ سرمایه، شدت کمتری داشته است و احتمالاً این موضوع به‌خاطر ویژگی‌های روان‌شناختی و سازندهٔ خانم‌ها در جهت محافظه‌کاری بیشتر و ارائهٔ اطلاعات با کیفیت‌تر (حتی در شرایط عدم وجود فشار خارجی) است. همچنین بر اساس نتایج آزمون فرضیهٔ ۶، این سازوکار اثر تضعیف‌کننده‌ای بر ارتباط میان تنوع سبد سهام‌داران عمده و هزینهٔ سرمایه داشته است؛ یعنی در شرکت‌هایی که هیئت‌مدیرهٔ زن دارند، اثر تنوع سبد سهام‌داران

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

عمده بر هزینهٔ سرمایه ضعیف‌تر است و احتمالاً اِعمال فشار سهام‌داران عمده، از طریق مدیرعامل زن به اندازهٔ مدیرعامل مرد کارایی ندارد.

بر اساس نتایج آزمون فرضیهٔ ۳، تمرکز مالکیت به‌عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، بر ارتباط هم‌بستگی درون صنعتی و هزینهٔ سرمایه اثر تضعیف‌کننده‌ای دارد و احتمالاً بتوان این اثر را با لابیگری و تلاش سهام‌دار عمده مرتبط دانست. زمانی که سهام شرکتی در دست سهام‌داری خاص متمرکز باشد، می‌توان انتظار داشت که سهام‌دار مذکور، برای تلاش جهت اخذ اطلاعات نهانی شرکت و کسب برتری اطلاعاتی انگیزهٔ بیشتری داشته باشد و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد که این عکس و در جهت خنثی کردن مبانی نظری دیدگاه اطلاعاتی مربوط به فرضیهٔ دوم است. اما نتیجهٔ آزمون فرضیه ۵ اثر تقویت‌کنندهٔ تمرکز مالکیت بر ارتباط با تنوع سبد سهام‌دار عمده و هزینهٔ سرمایه را نشان می‌دهد؛ یعنی در شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت زیاد بوده است، اثر تنوع سبد سهام‌دار عمده بر هزینهٔ سرمایه بیشتر بوده است. این نتیجه مطابق انتظار بود؛ زیرا قاعدتاً زمانی که درصد بیشتری از سهام شرکت در دست سهام‌داران عمده باشد، شدت اثرگذاری آنان بر شرکت بیشتر از زمانی خواهد بود که سهام‌داران خرد نیز بخش چشمگیری از سهام شرکت را در اختیار دارند.

محدودیت‌ها و پیشنهادهای پژوهش

با توجه به اینکه در هر پژوهشی محدودیت‌هایی وجود دارد، باید نتایج این پژوهش را با دقت تفسیر کرد و از آن استفاده کرد. اعتبار داده‌های پژوهش وابسته به اعتبار اطلاعاتی است که سازمان بورس و اوراق بهادار و وبسایت‌های مرتبط با شرکت‌ها منتشر کرده‌اند. همچنین، در مورد برخی از شرکت‌ها، به‌دلیل نبود داده‌های لازم و قابل اطمینان برای محاسبه متغیرهای پژوهش و نیز، افشای کامل اطلاعات موردنیاز در صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی، محدودیت‌هایی برای تعمیم یافته‌های این پژوهش وجود دارد. یکی از محدودیت‌های اصلی پژوهش این بود که برای محاسبهٔ تنوع سبد سهام‌داران عمده، از سبد شرکت‌های بورسی و فرابورسی استفاده شد و امکان بررسی سبد شرکت‌های خارج از بورس آن‌ها وجود نداشت. جهت محاسبه متغیر هم‌بستگی‌درون‌صنعتی، به داده‌های پنج سال گذشته نیاز بود و با توجه به اینکه این متغیر در سطح صنعت محاسبه می‌شود و باید تعداد شرکت‌های موجود در هر صنعت، از مقدار حداقلی برخوردار باشند، برای تعیین دورهٔ پژوهش تلاش شد تعادلی میان حداکثر طول دوره زمانی، حداکثر تعداد شرکت‌ها و صنایع موجود در نمونه برقرار شود؛ بر این اساس دورهٔ پژوهش از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ (آخرین سال در دسترس در زمان شروع پژوهش) در نظر گرفته شد. همچنین به‌دلیل تشدید شرایط تحریم در طول دورهٔ زمانی این پژوهش و تأثیر مستقیم آن بر متغیرهای کلان اقتصادی و استفاده این پژوهش از متغیر بازده مورد انتظار برای هزینهٔ سرمایه، در تفسیر نتایج باید این موارد را مد نظر قرار داد.

نتایج این پژوهش می‌تواند در ارزیابی ریسک و هزینهٔ سرمایه شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران و حسابرسان کمک کند. پیشنهاد می‌شود در ارزش گذاری سهام و میزان اتکای به اطلاعات مالی شرکت‌ها و همچنین تدوین برنامه حسابرسی شرکت‌ها، میزان تنوع سبد سهام‌دار عمده، به‌عنوان عامل مؤثر در میزان نظارت و پایش سهام‌دار عمده و اعمال نفوذ آن توجه شود. با توجه به تأیید دیدگاه اطلاعاتی، می‌توان به سیاست‌گذاران بازار سرمایه پیشنهاد داد که در

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

سیاست‌گذاری‌های انجام شده، نقش تنوع سبد سهام‌دار عمده، تمرکز مالکیت، جنسیت هیئت‌مدیره و هم‌بستگی درون صنعتی و اثر آن‌ها بر نحوهٔ اعمال نفوذ سهام‌دار عمده بر تصمیمات مدیران شرکت‌ها (به‌خصوص نحوهٔ تهیهٔ اطلاعات مالی شرکت‌ها) مد نظر قرار گیرد. این نتایج اهمیت تنوع سبد سهام‌دار عمده را به‌عنوان جنبهٔ جدیدی از موارد اثرگذار بر نحوهٔ اعمال نفوذ سهام‌دار عمده بر تصمیم‌های مدیران شرکت‌ها نشان می‌دهد و می‌تواند برای پژوهشگران مالی، به‌خصوص پژوهشگران حوزهٔ حاکمیت‌شرکتی مفید باشد. پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی، اثر سایر ارکان حاکمیت شرکتی بررسی شود و همچنین، متغیر تمرکز مالکیت با سایر روش‌های اندازه‌گیری محاسبه شود.

منابع

بنابی قدیم، رحیم (۱۳۹۷). تأثیر تمرکز مالکیت و اندازه شرکت بر رابطه بین محافظه‌کاری شرطی و حق‌الزحمه حسابرسی. *بررسی‌های حسابداری*، ۵(۱۹)، ۴۵-۶۸.

بهار مقدم، مهدی؛ جوکار، حسین؛ صالحی آسفیچی، نورالله (۱۳۹۷). اثر تعدیل‌کنندگی نوع مالکیت نهایی شرکت‌ها بر رابطه بین سود سهام تقسیمی و کیفیت سود. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۰ (۲)، ۶۳ – ۱۰۰.

دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا؛ زارع، الهام (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹(۱)، ۹۷-۱۱۸.

سپاسی، سحر و عبدلی، لیلا (۱۳۹۵). تأثیرات حضور زنان در هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت و عملکرد مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۸(۲۹)، ۳۹-۵۸.

ستایش، محمد حسین؛ ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۴). رابطه بین نوع مالکیت نهادی و کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۸)، ۵۳- ۷۵.

سجادی، زانیار؛ پورحیدری، امید (۱۳۹۶). بررسی رابطه هم‌بستگی درون صنعتی با ضریب واکنش سود، دفعات پیش‌بینی سود و هزینه سرمایه. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۶(۲)، ۲۰۳-۲۳۲.

سجادی، زانیار؛ پورحیدری، امید؛ خدامی پور، احمد (۱۳۹۶). اثرات هم‌بستگی درون صنعتی بر محیط گزارشگری مالی. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۹(۲)، ۳۵-۶۲.

عبدالهی، مهین؛ مشایخ، شهناز (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۴)، ۷۱-۸۶.

قربانی، سعید؛ موحد مجد، مرضیه؛ منفرد مهارلوئی، محمد (۱۳۹۲). رقابت در بازار محصول، ترکیب هیئت‌مدیره و کیفیت افشای اطلاعات: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۵(۱۹)، ۹۲-۱۰۵.

مجدزاده طباطبایی، شراره؛ رضائی، غلامرضا؛ زرین کلاه، فائزه (۱۳۹۸). تأثیر ترکیب جنسیتی هیأت مدیره بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی ـ پژوهشی زن و جامعه، ۱۰(۴۰)، ۳۱۷-۳۳۸.

مشایخ، شهناز؛ اوشیانی، مریم (۱۳۹۳). ارتباط هزینه سرمایه و پذیرش استانداردهای حسابداری ملی و تأثیر نقدشوندگی سهام روی این رابطه. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۴)، ۱۲۵-۱۴۲.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

ملکیان، اسفنیار؛ دریایی، عباسعلی (۱۳۹۰). تبیین رابطه بین ویژگی های مالکیتی و شرکتی با ساختار حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۳(۱)، ۱۲۱-۱۴۳.

References

Abbott, L.J., Parker, S., Peters, G.F. & Raghunandan, K. (2012). The association between audit committee characteristics and audit fees. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 22 (2), 17–32.

Abdollahi, M. & Mashayekh, SH. (2011). Investigating the Relation Between Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 3(4), 76-84. (*in Persian*)

Akamah, H. & Shu, S.Q. (2021). Large shareholder portfolio diversification and voluntary disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 38(4), 2918–2950.

Baharmoghaddam, M., Jokar, H. & Salehi, N. (2020). The moderating effect of the type of firms' ultimate ownership on the relationship between dividends and earnings quality. *Journal of Accounting Advances*, 10(2), 63-100. (*in Persian*)

Bear, S.E., Rahman, N. & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221.

Bonabi Ghadim, R. (2018). Effect of ownership Concentration and Size on Conditional Conservatism and Audit Fees relationships. *Journal of Iranian Accounting Review*, 5(19), 45-68. (*in Persian*)

Bratten, B., Payne, J. L. & Thomas, W. B. (2016). Earnings management: Do firms play follow the Leader? *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 616-643.

Bushee, B. J. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research,* 18(2), 207–46.

Cai, C. W. (2023). A real effect across time: disclosure quality, cost of capital and profitability. *Journal of Accounting Literature*, 45(1), 154-189.

Cai, J., Liu, Y., Qian, Y. & Yu, M. (2015). Information asymmetry and corporate governance. *Quarterly Journal of Finance*, 5(03), 1550014.

Chen, X., Harford, J. & Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of financial Economics*, 86(2), 279-305.

Chiu, C. W. (2014). *Intra-industry connectedness and the corporate information environment.* The University of Texas at Dallas.

Comin, D. & Philippon, T. (2005). The Rise in firm-level volatility: Causes and consequences. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 11388.

Demski, J. S. & Sappington, D. (1984). Optimal incentive contracts with multiple agents. *Journal of Economic Theory*, 33(1), 152–171.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Desir, R. (2012). How Do Managers of Non-Announcing Firms Respond to Intra-Industry Information Transfers? *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9–10), 1180–1213.

Didar, H., Mansourfar, G. & Zara, A. (2017). The impact of corporate governance quality on disclosure quality with emphasis on moderating role of product market competition in firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 9(1), 97-118. (*in Persian*)

Dyck, A. & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The journal of finance*, 59(2), 537-600.

Easley, D. & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.

Faccio, M. Marchica, M. T. & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *The Review of Financial Studies*, 24(11), 3601-3641

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

Freeman, R. & Tse, S. (1992). An earnings prediction approach to examining intercompany information transfers. *Journal of Accounting and Economics*, 15(4), 509–523.

Fulkerson, J. A. & Riley, T. B. (2019). Portfolio concentration and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, 51, 1–16.

Gaspar, J. M., Massa, M. & Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of financial economics*, 76(1), 135-165.

Ghorbani, S. Movahed Majd, M. Monfared Maharloie, M. (2013). Product Market Competition, Board Composition and Disclosure Quality: Evidence from Tehran Stock Exchange. Accounting and Auditing Research, 5(19): 92-105. (*in Persian*)

Harford, J., Jiang, F., Wang, R. & Xie, F. (2019). Analyst career concerns, effort allocation, and firms' information environment. *The Review of Financial Studies*, 32(6), 2179-2224.

Inchausti, B. G. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6(1), 45-68.

Kedia, S., Koh, K. & Rajgopal, S. (2015). Evidence on contagion in earnings Management. *The Accounting Review*, 90(6), 2337-2373.

Kim, Y. G. & Kwon, H. U. (2016). Aggregate and firm-level volatility in the Japanese economy. *The Japanese Economic Review*, 67(3), 235-256.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170

Majdzadeh Tabatabaei, SH., Rezayi, GH. & Zarinkola, F. (2019). The Effect of Board Gender Diversity on the Information Asymmetry for the companies listed on Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Woman and Society*, 10(40), 317-338. (*in Persian*)

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Malekian, E. & Daryaei, A.A. (2011). Firm and Ownership Characters and Corporate Governance (in the Tehran Stock Exchange). *Journal of Accounting Advances, 3*(1): 121-143. (*in Persian*)

Mashayekh, S. & Oshiani, M. (2015). The Relation of Cost of capital with Iranian Accounting Standard and Stocks Liquidity. *Empirical Research in Accounting*, 4(4), 125-142. (*in Persian*)

Peng, L. (2005). Learning with information capacity constraints. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 307-329.

Qu, H. (2019). Risk and diversification of nonprofit revenue portfolios: Applying modern portfolio theory to nonprofit revenue management. *Nonprofit Management and Leadership*, 30(2), 193–212.

Rhoades, S.A. (1993). The herfindahl-hirschman index. *Fed. Res. Bull*. 79, 188.

Sajjadi, Z. & Pourhaidari, O. (2018). Intra-Industry Connectedness, Earnings Response Coefficient, Earnings Forecasts Quantity and Cost of Capital. *Applied Research in Financial Reporting*, 6(2), 203-232. (*in Persian*)

Sajjadi, Z., Pourhaidari, O. & Khodamipour, A. (2017). Effects of Intra-Industry Connectedness on Corporate Information Environment. *Journal of Accounting Advances*, 9(2), 35-62. (*in Persian*)

Scharfstein, D. S. & Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *The American economic review*, 465-479.

Sepasi, S. & Abdoli, L. (2016). The effects of the presence of women on the board of directors on company value and financial performance. *Financial Accounting and Auditing Research*, *8*(29), 39-58. (*in Persian*)

Setayesh, M., Ebrahimi Maimand, M. (2015). Relationship between Institutional Ownership Types and Disclosure Quality in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting,* 2(48), 53-75. (*in Persian*)

Tse, S. & Tucker, J. W. (2010). Within-industry timing of earnings warnings: Do managers herd? *Review of Accounting Studies*, 15, 879-914.

Wang, I. Y. (2007). Private earnings guidance and its implications for disclosure regulation. *The Accounting Review*, 82(5), 1299-1332.

Archive of SID.ir