

بررسی تاثیر افشای سرمایه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های منتخب بورس

ایمان علی‌پور، دانشجوی حسابداری کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد گنبد، ایران

ایمیل: Iman.Alipour92@Gmail.com

چکیده - هزینه حقوق صاحبان سهام محور تصمیم‌سازی در مسائل مالی تلقی می‌شود و از طرفی افشا سرمایه فکری، جدیدترین روش کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و شفاف‌سازی می‌باشد که در این مطالعه با رویکرد تحلیلی - توصیفی و با استفاده از روش داده‌های پانل در طی ۵ سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ برای ۷۵ شرکت منتخب بورس اوراق بهادار تهران به این سوال پاسخ داده است که آیا افشای سرمایه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر معنی‌داری دارد؟ به همین منظور از آزمون F لیمر و آماره هاسمن استفاده شده است. نتایج مطالعه از رگرسیون نشان می‌دهد که افشای سرمایه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. بنابراین شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌توانند با افزایش سطح افشا سرمایه فکری که متشکل از سرمایه انسانی، ساختاری و رابطه‌ای می‌باشد می‌توانند هزینه سرمایه (هزینه حقوق صاحبان سهام) خود را کاهش دهند. که برازش بوسیله نرم‌افزار ایویوز ۸ صورت گرفته است.

کلمات کلیدی: افشا سرمایه فکری، هزینه حقوق صاحبان سهام، رگسیون، پانل دیتا.

مقدمه

در سال‌های اخیر، سرمایه فکری به دلیل نقش اساسی آن در فرایندهای خلق ارزش و حفظ مزیت رقابتی شرکت توجه زیادی را از جانب محققان به خود جلب کرده است. در محیط پویای تجاری امروز، شرکت‌ها سرمایه‌گذاری‌های هنگفتی در دارایی‌های فکری مثل تحقیق و توسعه، توسعه نام تجاری، فرانشیزها و توسعه و توانمندسازی کارکنان انجام داده‌اند که براساس استانداردهای جاری حسابداری، بیشتر این سرمایه‌گذاری‌ها در حساب هزینه ثابت یا به صورت اختیاری مستهلک می‌شوند (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۳). در نتیجه این دارایی‌ها به طور کامل در صورت‌های مالی افشاء نمی‌شوند و ارزش دفتری شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری‌های

زیادی را در سرمایه فکری انجام داده‌اند، با ارزش بازار آنها تفاوت بسیاری دارد و این بدین معناست که صورت‌های مالی سنتی توانایی و مربوط بودن خود را در تصمیمات اقتصادی از دست داده‌اند (منگنا و همکاران، ۲۰۱۰).

یکی از مهمترین چالش‌ها و مشکلات سیستم‌های حسابداری سنتی، عدم انعکاس ارزش سرمایه‌های فکری در صورت‌های مالی و گزارشات واحدهای تجاری است. در حالی که امروزه نقش سرمایه‌های فکری در ایجاد ارزش برای شرکت‌ها و واحدهای تجاری بسیار بیشتر از نقشی است که سرمایه‌های مالی در واحدها ایفا می‌کنند (حجازی و رشیدی، ۱۳۹۱).

از سویی، هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است و در تصمیمات مربوط به تامین مالی و سرمایه‌گذاری نقش اساسی را بازی می‌کند. مدیریت شرکت باید بدلیل‌های مختلف تامین مالی و اثر آنها بر ریسک و بازده شرکت را مشخص نماید. هدف اصلی مدیر باید حداقل کردن هزینه تامین مالی باشد. از آنجایی که هزینه حقوق صاحبان سهام بخشی از کل هزینه سرمایه است و در فرایند تصمیم‌گیری نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد، دارای اهمیت والایی می‌باشد (مشایخی و فرهادی، ۱۳۹۲). هزینه حقوق صاحبان سهام محور تصمیم‌سازی در مسائل مالی تلقی می‌شود زیرا ارائه کننده راهی است برای برقراری رابطه بین پروژه‌های سرمایه‌گذاری و نحوه تامین مالی شرکت، از هزینه حقوق صاحبان سهام می‌توان تعاریف متعددی بدست داد، البته مشروط بر اینکه این تعاریف با موضوع و هدف به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران شرکت منافات نداشته باشد به طور کلی هزینه حقوق صاحبان سهام یک شرکت معادل بازده درخواست شده توسط سرمایه‌گذاران می‌باشد (رحمانی و عارف‌منش، ۱۳۹۱). برآوردهای متعددی نشان داده‌اند در حال حاضر دارایی‌های نامشهود به طور متوسط بین ۶۰ الی ۷۵ درصد ارزش شرکت‌ها را تشکیل می‌دهند (اسویبی، ۲۰۱۰).

هولند (۲۰۰۶) بر این باور است که این موضوع باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و استفاده کنندگان صورت‌های مالی می‌شود، در نتیجه افشای مناسب سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه سرمایه فکری به افزایش درک سرمایه‌گذاران از فعالیت‌های خلق ارزش شرکت است و در نتیجه به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و متعاقباً به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام کمک خواهد کرد. یکی از سازوکارهایی که از حقوق سهامداران می‌تواند حمایت کند افشای کامل سرمایه فکری می‌باشد. بالا رفتن سطح افشا و کیفیت آن می‌تواند سبب کاهش عدم تقارن اطلاعات گردد (بوجلبن و آفس، ۲۰۱۳).

در همین راستا بیشتر تحقیقات گذشته بر افشای عمومی اطلاعات تمرکز داشته‌اند و تحقیقات اندکی به طور مستقیم رابطه افشای سرمایه فکری و هزینه حقوق صاحبان سهام را بررسی کرده‌اند، لذا سوال اصلی تحقیق عبارت است از: آیا افشای سرمایه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد؟

پیشینه پژوهش

در این قسمت بصورت خلاصه و برگزیده به چند مطالعه با موضوعات مشابه پرداخته می‌شود:

مولوی (۱۳۹۴) در مطالعه خود با عنوان "بررسی ویژگی‌های کیفی سود و هزینه حقوق صاحبان سهام" به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با چهار ویژگی سود مبتنی بر داده‌های حسابداری شامل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که تنها ویژگی پایداری سود دارای رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد.

فخاری و فلاح‌محمدی (۱۳۹۳) در مطالعه خود با عنوان "بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده" به این نتایج رسیدند که ارتباط معکوس و معناداری بین افشای اطلاعات و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد.

فرانسیس و همکاران (۲۰۱۴) ارتباط بین کیفیت سود را با هزینه خاص بدهی و هزینه خاص حقوق صاحبان سهام عادی مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق، ارتباط بین هشت شاخص کیفیت سود با هزینه خاص بدهی و هزینه خاص حقوق صاحبان سهام عادی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج بدست آمده حاکی است که شرکت‌های با کیفیت سود پایین در مقایسه با شرکت‌هایی با کیفیت سود بالا، هزینه بدهی و هزینه سرمایه سهام عادی بالاتری دارند.

لی (۲۰۱۳) نشان داد فقدان مزیت رقابتی موجب تحمیل هزینه‌های بدهی می‌شود. به عقیده او شرکت‌ها باید برای کاهش هزینه‌های بدهی، توان رقابتی خود را افزایش دهند. به نظر او، بهبود توان رقابتی نیز خود به وضعیت شرکت در بازار، ساختار صنعت و ساختار سرمایه وابسته است.

ورچیا و کلینچ (۲۰۱۲) در مطالعه خود با عنوان "تاثیر افشای اختیاری بر هزینه سرمایه" به این نتایج رسیدند که رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه لزوماً منفی نیست. لذا آنها مطابق با یافته‌های خود ادعا کردند هنگام در نظر گرفتن هزینه سرمایه باید میان افشای اختیاری و غیراختیاری تمایز قائل شد.

روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر روش گردآوری داده‌ها، توصیفی-پیمایشی از نوع همبستگی می‌باشد. توصیفی از آن جهت که یافته‌ها به همان صورت که جمع‌آوری شده‌اند، بدون هیچ‌گونه دستکاری توصیف می‌گردند و روابط بین متغیرها بررسی شده و رابطه بین متغیر مستقل و متغیرهای وابسته ارزیابی می‌شوند. جامعه آماری مورد نظر در این تحقیق، کلیه شرکت‌هایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این تحقیق برای انتخاب نمونه از روش حذفی استفاده شده است. یعنی شرکت‌هایی که دارای شرایط ذیل هستند در نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند: (۱) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد. (۲) در طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد. (۳) در طی دوره زمانی تحقیق به طور فعال در بورس حضور داشته باشد. (۴) اطلاعات موردنظر برای استخراج داده‌ها در دسترس باشد و (۵) شرکت سرمایه‌گذاری و یا واسطه‌گری مالی نباشد. که در انتها ۷۵ شرکت منتخب در نظر گرفته شده است.

معرفی متغیرها و تصریح مدل

برای اندازه‌گیری افشای سرمایه فکری از مدل پولیک (۱۹۹۷) استفاده می‌شود که از مجموع سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری و سرمایه ارتباطی بدست می‌آید. نحوه محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از طریق مدل رشد گوردون (داموداران ۱۰، ۲۰۰۲): در این مدل با فرض اینکه k معرف هزینه سرمایه سهام عادی (نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی) باشد، می‌توان k را از رابطه زیر بدست آورد:

$$\text{Cost of equity} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

در مدل فوق: D_1 ، سود نقدی پرداخت شده در پایان سال اول، P_0 ، قیمت هر سهم در ابتدای سال و g نرخ رشد سود تقسیمی که از رابطه زیر بدست می‌آید.

$$g = \left[\frac{EPS_t}{EPS_0} \right]^{(1/t)} - 1$$

متغیرهای کنترلی با توجه به اهمیت تاثیرگذاري آن‌ها و بر مباني نظري، در مدل آزمون فرضيه‌ها لحاظ شدند، عبارتند از: اندازه شرکت (Size) که از لگاریتم طبيعي کل دارائي‌ها به عنوان معيار اندازه شرکت است. سن شرکت (Age) که لگاریتم طبيعي تعداد سال‌های شروع بکار شرکت به عنوان سن شرکت تعريف شده است. قدرت نفوذ (Leverage) که عبارت است از یک واحد سرمايه‌گذار زمانی دارای نفوذ قابل ملاحظه است که بتواند به طور مستقيم در سياست‌های مالی و عملياتی واحد تجاری وابسته دخالت کند که با استفاده از نسبت بدهی کل به کل دارایی به عنوان یک مقياس از اهرم تعريف می‌شود (لان و همکاران، ۲۰۱۳) و همچنين نرخ بازده دارائي‌ها (ROA) یکی از نسبت‌های مالی است که از طريق تقسيم درآمد قبل از بهره و ماليات شرکت به مجموع دارائي‌ها بدست می‌آيد. ROA به مهارت‌های توليد و فروش شرکت مربوط می‌شود و بوسيله ساختار مالی شرکت تحت تاثیر قرار نمی‌گيرد (جهانخانی و سجادی، ۱۳۸۴). بنابراین مدل تحقيق عبارت است از:

$$CE = \beta_0 + \beta_1 DIC + \beta_2 SIZE + \beta_3 AGE + \beta_4 LEV + \beta ROA + \epsilon$$

که در آن: CE هزینه حقوق صاحبان سهام و DIC افشا سرمايه فکری و ϵ جمله خطا می‌باشد.

تخمین مدل

اولین قدم در تخمین مدل به روش داده‌های تابلویی این است که با استفاده از آزمون لیمر، پانل بودن یا پول بودن داده‌ها مشخص می‌شود که به این آزمون، آزمون پولینگ نیز گفته می‌شود. اگر داده‌ها پول بودن تخمین ابتدایی، بهترین تخمین می‌باشد و نیاز به هیچ‌گونه تغییری نیست (گجراتی، ۲۰۰۴) اما اگر داده‌ها پانل بودند، تخمین را باید یک‌بار با اثرات ثابت و یک‌بار با اثرات تصادفی انجام می‌دهیم و سپس آزمون هاسمن را انجام می‌دهیم. اگر فرض H_0 آزمون پولینگ رد شود باید از اثرات ثابت استفاده نمود و اگر فرض H_0 رد نشود باید از اثرات تصادفی استفاده نمود که خود بهترین تخمین خواهد بود (سوری، ۱۳۹۲). در این صورت باید به دنبال بهترین تخمین زنده خطی (BLUE) باشیم که تمامی ویژگی‌های مطلوب یک تخمین را دارا باشد و فروض کلاسیک را تأیید نماید. حال باید آزمون لیمر (تشخیص پول یا پانل بودن داده‌ها) را انجام داد، که نتایج آن در جدول ۱ آورده شده است.

H_0 : داده‌های ترکیبی، پول هستند.

H_1 : داده‌های ترکیبی، پانل هستند.

جدول ۱: آزمون لیمر تأثیر افشا سرمايه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام

آماره F لیمر	درجه آزادی	Prob
۱۰۲/۵۰۶	۵۸	۰/۰۰۰۰

با توجه به جدول ۱، چون Prob کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض H_0 مبنی بر پول بودن داده‌ها رد می‌شود. بنابراین با توجه به آزمون لیمر، داده‌ها پانل می‌باشد، به عبارتی تخمین در جدول ۲، قابل قبول نخواهد بود. حال باید آزمون هاسمن^۱ را انجام داد که فرضیه‌های عبارت است از:

H_0 : استفاده از اثرات تصادفی در داده‌های پانل

H_1 : استفاده از اثرات ثابت در داده‌های پانل

جدول ۲: آزمون هاسمن تأثیر افشا سرمایه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام

آماره هاسمن	درجه آزادی	Prob
۳۱/۲۵	۵۸	۰/۰۰۰۰

با توجه به جدول ۲، آزمون هاسمن نشان می‌دهد، چون Prob کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض H_0 مبنی بر استفاده از اثرات تصادفی در داده‌های پانل رد می‌شود. بنابراین باید رگرسیون داده‌های پانل با استفاده از اثرات ثابت صورت بگیرد که در جدول ۳، نتایج تخمین اثرات ثابت داده‌های پانل آورده شده است.

جدول ۳: تخمین تأثیر افشا سرمایه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام

متغیرها	ضریب	Prob
DIC	-۱/۴۷	۰/۰۰۰۰
SIZE	-۱/۶۶	۰/۰۸
AGE	۹/۸۷	۰/۱۲
LEV	-۱/۹۲	۰/۰۰۰۰
ROA	-۲/۹۶	۰/۰۰۰۰
C	۵/۸۹	۰/۰۰۰۰

$$R^2 = ۰/۸۶$$

$$D-W = ۲/۳۸$$

$$F\text{-Statistic} = ۱۵۳/۲۶$$

1. Hausman

نتایج تخمین جدول ۳، نشان از مطلوب بودن رگرسیون می‌باشد که هیچ‌یک از فروض کلاسیک را نقض نمی‌کند. با توجه به R^2 بالا، آماره F بسیار مناسب و نزدیک به ۲ بودن آماره D-W، رگرسیون بسیار مناسبی می‌باشد و ضرایب متغیر رگرسیون به غیر از متغیر AGE (سن شرکت) معنی‌دار شده‌اند. متغیرهای DIC، LEV، ROA و عرض از مبدأ در سطح ۹۹ درصد معنی‌دار و متغیر SIZE در سطح ۹۰ درصد معنی‌دار هستند ولی متغیر AGE معنی‌دار نمی‌باشد.

بنابراین فرضیه تحقیق مبنی بر اینکه افشای سرمایه فکری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر منفی و معنی‌داری دارد، تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری

سرمایه فکری مجموعه‌ای از دانش، اطلاعات، دارایی‌های فکری، تجربه، رقابت و یادگیری سازمانی است که می‌تواند برای ایجاد ثروت به کار گرفته شود، همچنین هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است و در تصمیمات مربوط به تامین مالی و سرمایه‌گذاری نقش اساسی را بازی می‌کند. هدف اصلی مدیر باید حداقل کردن هزینه تامین مالی باشد. از آنجایی که هزینه حقوق صاحبان سهام بخشی از کل هزینه سرمایه است و در فرایند تصمیم‌گیری نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد، دارای اهمیت والایی می‌باشد.

نتایج مطالعه همسو با مطالعه دستگیر و برازاده (۱۳۹۱) و مطالعه ملیکان و همکاران (۱۳۹۰) است که در مطالعات خود به این نتایج رسیدند که افزایش میزان افشا موجب کاهش هزینه سهام عادی می‌شود. و همچنین تشابهات بسایر با مطالعه کردستانی و مجدلی (۱۳۸۶) دارد که در مطالعه خود به این نتایج رسیدند که یک رابطه معکوس و معنادار بین ویژگی‌های کیفی (پایداری، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن سود) سود و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد، اگر ویژگی‌های کیفی سود را جزء افشا سرمایه فکری بدانیم.

نتایج مطالعه همچنین همسو با مطالعه اسپینوسا و تروبتا (۲۰۱۱) و ریچارد و همکاران (۲۰۰۶) می‌باشد که به این نتایج رسیدند که رابطه بین افشا و هزینه سرمایه تحت تأثیر سیاست حسابداری انتخاب شده قرار می‌گیرد. البته نتایج مطالعه همسو با مطالعات چن و همکاران (۲۰۱۰) و اسکریند و لئوز (۲۰۰۹) نیز می‌باشند که بعد از کنترل کردن تاثیرات مربوط به حاکمیت شرکتی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت، افشای می‌تواند به صورت عمده هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش دهد.

بنابراین با توجه به فرضیه اول مطالعه مبنی بر وجود یک رابطه منفی، خطی و معنی‌داری میان افشا سرمایه فکری و هزینه حقوق صاحبان سهام پیشنهاد می‌شود به جهت کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام، میزان افشا سرمایه فکری خود را که شامل افشا سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری و سرمایه رابطه‌ای می‌باشد، افزایش دهد. افزایش هر یک از این سرمایه‌ها باعث کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. افزایش افشا می‌تواند شامل افزایش افشا در هر یک از اجزا سرمایه فکری باشد.

منابع

۱. ایران‌نژاد پاریزی، مهدی. (۱۳۸۷). روش‌های تحقیق در علوم اجتماعی، تهران: نشر مدیران.
۲. بنی‌مهد، بهمن، احمد یعقوب‌نژاد و الهام وحیدی‌کیا. (۱۳۹۴). توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۷، صص ۱۰۷-۱۱۸.
۳. بهلولی زیناب، نادر، بابایی نیولویی، فهیمه. (۱۳۹۲). مدل‌ها و شاخص‌های سرمایه فکری در دانشگاه‌ها، دو ماهنامه مدیریت، شماره ۱۷۰.
۴. پورزمانی، زهرا، جهان‌شاد، آرزیتا، محمودآبادی، علی. (۱۳۹۱). تاثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال نوزدهم، شماره ۶۸.
۵. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی (۱۳۹۰)، بورس اوراق بهادار، چاپ هفتم، تهران، دانشگاه تهران.
۶. رحمانی علی و زهره عارف‌منش. (۱۳۹۱). اندازه‌گیری سرمایه فکری و رابطه آن با هزینه حقوق صاحبان سهام. فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۶، صص ۱-۱۷.
۷. سوری، علی. (۱۳۹۲). "اقتصادسنجی همراه با کاربرد Eviews 7". تهران. نشر فرهنگ شناسی.
۸. شائمی‌برزکی، علی (۱۳۸۴)، شاخص‌های اندازه‌گیری مدیریت دانش و سرمایه فکری، سومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت.
۹. کریمی، غلامرضا، سیدعلی حسینی و سعید رضوانی‌فرد. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین سطح افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۱، صص ۴۷-۷۱.
10. Bernnan, N. and Connell, B. (2000), "Intellectual capital: Current issues and policy implications" Journal of intellectual capital, Vol. 1 No. 3, pp. 206 – 240
11. King, William. R., chung.T.R, honey.M.N (2008). " Knowledge management and organizational learning", international journal of management science, OMEGA, Vol.36, p. 168

12. Sheikhi, Zeinab, (2012), Investigation of the Relationship between Intellectual Capital and Creativity in Educational Organizations, Journal of Basic and Applied Scientific Research, vol2
13. Yaghoubi, Nour-Mohammad, (2010), Review of Relationship between Intellectual Capital and Organizational Justice, Asian Social Science Vol. 6, No. 10.
14. Scholer, F, (2014), the quality of accruals and earnings and the market pricing of earnings quality ", working paper arhus school of business.