



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

خوانایی گزارش سالانه و هزینه ی سرمایه سهام

چکیده

این مقاله اثر خوانایی گزارش سالانه بر هزینه سرمایه سهام را در نمونه ی 288 شرکت فرانسوی منحصر به فرد بین سال های 2002 و 2006 بررسی می کند. پس از کنترل چندین عامل ریسک، نتایج نشان می دهد که شرکت هایی با گزارش خوانایی سالانه کمتر، با هزینه ی سرمایه ی بالاتر نشان داده می شوند. این یافته ها مطابق با این مفهوم است که افشای پیچیده تر شرکت ها مانع توانایی سرمایه گذاران برای پردازش و تفسیر گزارش سالانه می شود، و سرمایه گذاران خواستار هزینه ی سرمایه ی بالاتر می شوند این مطالعه مکمل قسمت عظیمی از تحقیقاتی است که رابطه ی بین کیفیت افشا و هزینه ی سرمایه سهام را با نتایج جدید بررسی می کند و درک ما از نقش افشای شرکت ها در بازار سرمایه را افزایش می دهد. نتایج ما برای استفاده از روش های مختلف اقتصادسنجی و برای گنجاندن پروکسی (نماینده) جایگزین برای خوانایی گزارش سالانه نشان داده شده است.

کلمات کلیدی: خوانایی گزارش سالانه؛ شاخص FOG؛ هزینه سرمایه سهام

1. مقدمه

کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده از زمان تاسیس، با تلاش مداوم برای ساده کردن و مختصر کردن گزارش شرکت ها، برای ترویج افشای اطلاعات بهتر به نفع سرمایه گذاران کلی، پیشنهادی را ارائه کرد. منطق این است که تنظیم کننده و تدوین کنندگان استاندارد، کیفیت افشا را به عنوان یک عامل تعیین کننده ی کارایی تخصیص سرمایه در بازار سهام می بینند. برای مثال مری شاپیرو¹، رئیس سابق SEC، استدلال می کند که تمرکز اصلی این سازمان "اطمینان از این است که سرمایه گذاران اطلاعاتی دارند که به یک فرم نیاز دارد، این فرم برای تصمیم گیری در مورد تخصیص سرمایه شان مفید است" (شاپیرو (2011)). منطق مهم این است که تنظیم کنندگان به شدت بر این باورند که افزایش کیفیت افشا می تواند هزینه های سرمایه ی شرکت را کاهش دهد

¹Schapiro

(لویت (1997)). با توجه به موضوع اخیر، قسمت بزرگی از ادبیات، ارتباط بین کیفیت افشا و هزینه ی سرمایه سهام را در زمینه های مختلف بررسی می کند.

از لحاظ تئوری، برای اثر کیفیت گزارشگری بر هزینه های حقوق صاحبان سهام، حمایت قوی وجود دارد (به عنوان مثال دیاموند و ورچیا (1991)؛ ایزلی و اوهارا (2004)؛ لامبرت و همکاران (2007)).² با این حال، نتایج تجربی درهم و بی نتیجه هستند. یکی از دلایل اصلی شکست مطالعات قبلی برای ترسیم نتیجه گیری روشن این است که کیفیت افشا با مشکلات زیادی رو به رو می باشد (بیر و همکاران (2010)).³ اخیراً شواهد و مدارک علیه اعتبار تجربی کیفیت حسابداری است. به عنوان مثال ویسوکي (2009)⁴ نشان می دهد که اندازه های به دست آمده از مدل اقلام تعهدی اختیاری دچو و دیچو (2002)⁵، عیناً کیفیت حسابداری شرکت ها را بیان نمی کند زیرا توانایی آن ها برای تمایز بین اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری محدود است. در این مقاله تلاش کردیم با استفاده از سازه های تجربی جایگزین که از ادبیات زبان شناسی محاسباتی و بر پایه ی ویژگی های ترکیبی و معنایی گزارش های سالانه به دست آمده، بر این محدودیت ها غلبه کنیم. در انجام این کار، به درخواست اصلی کُر (2001) برای استفاده از تکنولوژی پردازش زبان طبیعی جهت تعیین کیفیت افشا پاسخ دادیم. محرک استفاده از این تکنیک، ادامه ی کسب برتری است. به عنوان مثال بیر و همکاران (2010) و برگر (2011)⁶ استدلال نمودند که به نظر می رسد معیارهای خوانایی روشی برای ارزیابی کیفیت گزارش مالی شرکتها ارائه می کنند.

در مطالعه ی حاضر، پس از کنترل چندین عامل خاص شرکتی که توسط مطالعات قبلی، موثر بر هزینه حقوق صاحبان سرمایه تشخیص داده شدند، پیوند تجربی بین خوانایی گزارش سالانه و هزینه سرمایه سهام را در نمونه ای از شرکت های فرانسوی در دوره ی 2002-2006 بررسی نمودیم. مطابق با پیش بینی هایمان، دریافتیم زمانی که خواندن گزارش سالانه شرکت آسان تر است، شرکت ها به سرمایه ارزان دسترسی خواهند داشت. اول اینکه، آنها ایجاد پیوند بین کیفیت اطلاعات و هزینه سرمایه توسط تحقیقات قبلی را تایید نمودند، اما بر اساس خواص لغوی گزارش سالانه، از معیارهای جدید کیفیت افشا استفاده نمودند. در نهایت مطالعه ما اگر اولین نباشد، یکی از

²Diamond and Verrecchia (1991); Easley and O'Hara (2004); Lambert et al(2007) .

³Beyer

⁴Wysocki

⁵Dechow and Dichev

⁶Beyer et al. (2010) and Berger(2011)

معدود مطالعاتی است که اثرات افشای شرکت بر هزینه ی سرمایه را بررسی می نماید. مقاله انجام شده توسط کوثری و همکاران (2009) نیز رابطه ی بین افشای شرکت ها و هزینه سرمایه را بررسی می کند. با این حال، مقالات ما از دو جهت متفاوت هستند. در ابتدا خوانایی و سایر خواص متنی که از ویژگی گزارش سالانه تعیین می شوند را بررسی نمودیم، در حالی که مطالعه ی آن ها بر محتوای افشای تمرکز دارد. دوم اینکه برای پی بردن به هزینه ی سرمایه شرکت ها، بر چندین مدل پیشین هزینه ی سرمایه، بر اساس روش های ارزیابی درآمد باقی مانده و روش های ارزیابی رشد درآمد غیر طبیعی تکیه نمودیم. در مقابل، آنها هزینه ی حقوق صاحبان سهام را با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (1993)⁷ اندازه گیری نمودند. التون (1999)⁸ و فاما و فرنچ (2002) نشان می دهند که این مدل برآورد مغرضانه و پر جنجالی از بازده مورد انتظار به دست می آورد.

مقاله به صورت زیرادامه پیدا می کند. در بخش بعدی، فرضیه را توسعه می دهیم. در بخش 3، داده هایمان را شرح داده و متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه را می سازیم. در بخش 4، گزارش خلاصه ی آماری و همبستگی بین متغیرها را گزارش می کنیم. در بخش ماقبل آخر، یافته های تجربیمان را ارائه می کنیم. در بخش آخر، تحقیقاتمان را به طور خلاصه بیان کرده و نتیجه گیری می کنیم.

2. فرضیه

ارتباط بین سیاست افشای شرکت ها و هزینه های سرمایه ی سهامشان، به طور گسترده در ادبیات بحث شده است. از لحاظ تئوری، ایزلی و اوهارا (2004)⁹ نشان می دهند که رفتار حسابداری شرکت ها در سیاست افشا و درآمد، می تواند هزینه های تامین مالی آنها را تحت تاثیر قرار دهد. آنها نشان دادند که افشایی با کیفیت پایین، عدم تقارن اطلاعاتی را افزایش می دهد که منجر به ریسک سیستماتیک منعکس شده در بازده سهام می شود. در واقع، ایزلی و اوهارا (2004) یک مدل تعادل انتظارات منطقی منتشر نمودند که در آن، ساختار اطلاعات یک شرکت، مخلوطی از اطلاعات عمومی و خصوصی است. سطوح اطلاعاتی خصوصی تر و همچنین غیرعمومی تر برای سرمایه گذاران ناآگاه، ریسک غیر تنوعی ایجاد می کند زیرا سرمایه گذاران آگاه بهتر می توانند وزن پرتفوی خود را بر اساس اطلاعات جدید تغییر دهند. بر این اساس، سرمایه گذاران ناآگاه برای جبران تحمل این ریسک، خواستار

⁷Fama and French

⁸Elton

⁹Easley and O'Hara

پاداش بیشتری هستند. به این معنی که ممکن است شرکت ها از طریق افشای مالی بیشتر و دقیق تر، هزینه ی سرمایه را کاهش دهند. ابودی و همکاران (2005) و فرانسیس و همکاران (2005)^{۱۰} نظریه ی فوق را گسترش دادند و بررسی نمودند آیا کیفیت سود با کیفیت اقلام تعهدی در رگرسیون قیمت گذاری دارایی ارزش گذاری می شود. هر دو مقاله یک اضافه هزینه ی مثبت در عامل کیفیت اقلام تعهدی را نشان می دهند که کیفیت اطلاعات بهاگذاری می شود، که برابر است با افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت هایی با کیفیت درآمد ضعیف. مجموعه ی دیگری از استدلال های تئوری، اثر برآورد ریسک ناشی از عدم اطمینان سرمایه گذاران در مورد پارامترهای واقعی بازده سهام و یا توزیع پاداش را مورد توجه قرار می دهند (به عنوان مثال کلاین و باوا (1976)؛ باوا و همکاران (1979)؛ بری و براون (1985) و کولز و همکاران 1995 در میان سایرین)^{۱۱}. در چارچوب برآورد ریسک، فرض آگاهی رایج در مورد ماتریس میانگین-واریانس بازده ی دارایی، ضعیف است و سرمایه گذاران باید مشروط به اطلاعاتشان در مورد شرکت، به پارامترهای بازده دارایی یا فرایند تولید پاداش پی ببرند. در تعادل، سرمایه گذاران برای جبران افزایش برآورد ریسک که یک فاکتور ریسک غیر تنوعی است، برای شرکت هایی که اطلاعات کمی ارائه نمودند کارمزد بالاتری در نظر می گیرند. لامبرت و همکاران (2007)^{۱۲} با ساخت یک مدل قیمت گذاری دارایی مبتنی بر جریان نقدی سازگار با CAPM، این یافته ها را گسترش دادند که در مدل نشان می دهند کیفیت افشا بر ارزیابی سرمایه گذاران از کوواریانس بین جریان نقدی بازار و شرکت، اثر می گذارد. مدل آنها پیش بینی نمود که کیفیت بالای اطلاعات، بتای پیشرو را کاهش می دهد که منجر به کاهش هزینه های سرمایه می شود.

بخش قابل توجهی از تحقیقات، از پیش بینی های تئوری مربوط به کیفیت اطلاعات برای هزینه ی سرمایه ی شرکت حمایت می کند. بوتوسان (1997)^{۱۳} با استفاده از امتیازات افشای خود ساخته، در شرکت هایی که پیروی کمی از تحلیلگر دارند، بین سطوح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه سهام رابطه ی منفی یافت. به طور مشابه، بوتوسان و پلوملی^{۱۴} (2002) برای شرکت های با بالاترین AIMR در رتبه بندی افشای گزارش سالانه، هزینه ی

¹⁰Aboddy et al. (2005) and Francis et al. (2005a)

¹¹Klein and Bawa (1976); Bawa et al. (1979); Barry and Brown (1985) and Coles et al(1995) .

¹²Lambert

¹³Botosan

¹⁴Plumlee

سرمایه ی کمی مستند نمودند. فرانسیس و همکاران (2004)¹⁵ ارتباط بین ویژگی درآمدهای مختلف و محیط بازار سرمایه شرکت را بررسی نمودند. آن ها شواهدی کشف کردند که نشان می دهد کیفیت سود بالاتر به هزینه ی پایین تر حقوق صاحبان سهام تفسیر می شود. چندین مقاله در زمینه بین المللی دریافتند که شفافیت درآمد (باتاچاریا¹⁶ و همکاران (2003))، سطح افشای داوطلبانه (فرانسیس و همکاران (2005))، محافظه کاری حسابداری (لی (2009))، فهرست ایالات متحده (هاییل و لئوز¹⁷ (2009)) و تصویب اجباری IFRS (لی (2010))، در میان بقیه، به کاهش هزینه های سرمایه ی شرکت کمک می کنند.

ادبیات موجود به طور قابل ملاحظه ای بر مفاهیم بازار سرمایه از افشای اطلاعات کمی تمرکز دارد. با این حال، اطلاعات کیفی در قالب متن نشان دهنده ی بخش جدایی ناپذیری از سیاست کلی افشای شرکت است (بیر و همکاران (2010))¹⁸. در قیاس با مطالعات قبلی، استدلال می کنیم که ویژگی های زبانی گزارش سالانه ممکن است بر هزینه ی سرمایه ی شرکت اثر بگذارد. این اثر حداقل از طریق دو کانال اتفاق می افتد. اول اینکه با توجه به عدم تقارن اطلاعات، استدلال می کنیم شرکت هایی که افشای گزارش سالانه ی پیچیده تری دارند (به عنوان مثال خواندنش دشوار است)، به احتمال زیاد از مشکلات و معضلات سخت انتخابی رنج می برند. فرض اساسی این استدلال این است که مدیران این شرکتها تمایل دارند به طور استراتژیک گزارش سالانه را (به عنوان مثال استفاده از کلمات طولانی و یا جملات غیر ضروری طولانی) برای مبهم کردن عملکرد ضعیفشان و یا برای پنهان کردن خبر بد از سرمایه گذاران شکل دهند (لی (2008)). لی (2008) در یک مطالعه با نمونه ی گسترده دریافت که خواندن فایل 10-k اداره ی کل اوراق بهادار در شرکت هایی که عملکرد ضعیفی دارند، سخت تر و طولانی تر است. علاوه بر این، او بین کیفیت سود (که به صورت تداوم درآمد اندازه گیری شده) و سطح خوانایی گزارش سالانه، ارتباط منفی گزارش کرده است. به تازگی، لی (2010) اثر خوانایی گزارش های سه ماهه بر عدم تقارن اطلاعاتی را حول تاریخ تشکیل پرونده 10-Q بررسی نمود. او دریافت که خوانایی کمتر 10-Q ها با عدم تقارن اطلاعات همراه است. دوم، برای گسترش اینکه اطلاعات کیفی در گزارش های سالانه، پیش نگر و از ماهیت پیش گوینه هستند، ارتباطات کم خواناتر ادراک سرمایه گذاران در مورد عملکرد آینده را تغییر می دهند و مانع توانایی

¹⁵Francis

¹⁶Bhattacharya

¹⁷Hail and Leuz

¹⁸Beyer

آن‌ها در ترسیم پیش‌بینی‌های دقیق پارامترهای اساسی توزیع بازده سهام می‌شوند. در نتیجه، شرکت‌های با گزارش سالانه مبهم‌تر، به صرف ریسک بیشتر نیاز دارند که هزینه‌ی سرمایه‌ی آن‌ها را افزایش می‌دهد. بر اساس مباحث فوق، فرضیه‌ی قابل‌آزمون زیر را مطرح نمودیم (در فرم جایگزین توضیح داده شده است):

فرضیه 1. در صورت عدم تغییر سایر موارد، شرکت‌هایی که گزارش سالانه‌ی نشان‌خوانایی کمتری دارد، هزینه‌ی سرمایه‌ی بالاتری دارند.

3. داده‌ها و ساخت متغیرها

در این بخش منابع داده‌ها و ساخت متغیرهای مورد استفاده در تجزیه و تحلیل‌های بعدی را توصیف می‌نماییم.

3.1. منابع داده‌ها

ما با تمام شرکت‌های غیرمالی فهرست شده‌ی فرانسوی از سال 2002 تا 2006 در پایگاه داده Worldscope آغاز کردیم. شرکت‌هایی که برای هزینه‌ی سرمایه‌ی خود یک ساختار معتبر ندارند را حذف نمودیم. برای محاسبه‌ی خوانایی، برای اولین بار گزارش سالانه را از *Autorité des Marchés Financiers* (تنظیم‌کننده‌ی بازار مالی در فرانسه) و از وب‌سایت شرکت‌ها دانلود نمودیم. پس از آن به صورت دستی جداول، نمودارها، پاراگراف‌های کمتر از یک خط و پاراگراف‌هایی با بیش از 50 درصد از حروف غیر الفبایی را حذف نمودیم. ما در نهایت متن باقی‌مانده را با استفاده از برنامه پردازشگر ابرمتن خود ساخته (PHP) تجزیه و تحلیل نمودیم، که این برنامه چند آمار متن ارائه می‌کند از جمله تعداد جملات، تعداد کلمات، هجا در هر کلمه و تعداد کلمات پیچیده، به عنوان مثال کلماتی با سه یا چند هجا. اطلاعات مالی از پایگاه داده‌ی بانکی *Datastream* و *Thomson* به دست آمده است. نمونه نهایی ما شامل 288 شرکت منحصر به فرد در مجموع 1013 مشاهدات سال شرکتی است.

3.2. متغیرها

3.2.1. هزینه سرمایه

ما ادبیات حسابداری و امور مالی اخیر را دنبال کرده و با برآورد بازده مورد انتظاری حول و حوش سابق، سرمایه‌ی هزینه را محاسبه نمودیم که به معنی قیمت سهام فعلی و پیش‌بینی تحلیلگر از جریان نقدی آینده شرکت بر اساس چهار مدل مختلف است (هایل و لئوز (2006)؛ داهالی وال و همکاران (2006)؛ آتیگ و همکاران (2008)؛

گودهامی و میشر (2009)؛ بوباکری و همکاران (2012)^{۱۹}. این مدل ها هم بر اساس مدل ارزیابی درآمد باقی مانده است (کلوز و توماس (2001) و گبهاردت و همکاران (2001)^{۲۰} و هم بر اساس مدل ارزیابی رشد درآمد های غیر طبیعی (ایستون (2004) و اولسون و جوتنر -ناورث (2005)^{۲۱}. در میان دیگران، از مقاله ی هایل و لئوز (2006) و داهالی وال و همکاران (2006) پیروی نمودیم، و برآوردمان از هزینه ی سرمایه سهام را به طور متوسط از چهار مدل بالا تعریف نمودیم. به این دلیل این کار را انجام دادیم که ادبیات، درمورد عملکرد نسبی یک مدل، راهنمایی کمی ارائه کرده و هدفمان جلوگیری از خطاهای اندازه گیری در ارتباط با یک مدل خاص بود. ضمیمه جزئیات مربوط به اجرای این مدل ها را نشان می دهد.

3.2.2. خوانایی گزارش سالانه

پیرو لی (2008)، خوانایی گزارش سالانه را با استفاده از شاخص Gunning-Fog ارزیابی نمودیم که از ادبیات زبان شناسی محاسباتی به دست آمده است. این اندازه گیری در تحقیق حسابداری و امور مالی اخیر، به طور گسترده ای استفاده شده است (به عنوان مثال بیدل و همکاران (2009)؛ میلر (2010)؛ لارنس (2011)؛ لپاوی و همکاران (2011)؛ رامانا به و واتز (2011)^{۲۲}. شاغلین نیز از استفاده از شاخص Fog برای سنجش سطح تطابق با قوانین زبان انگلیسی ساده ی SEC، طرفداری می کنند (کاکس (2007)^{۲۳}. شاخص Gunning-Fog به صورت ترکیب خطی متوسط طول جمله و درصد کلمات پیچیده تعریف شده و به شرح زیر محاسبه شده است:

$$FOG_{i,t} = 0.4 \times (\text{درصد کلمات پیچیده} + \text{متوسط طول جمله})$$

که در آن $FOG_{i,t}$ نشان دهنده ی متوسط تعداد سال آموزش رسمی ای است که یک فرد برای خواندن افشا و درک معنی آن نیاز دارد. به عنوان مثال، گزارش های سالانه با شاخص بالاتر از 18، به عنوان ناخوانا در نظر گرفته می شود.

4. خلاصه آمار و ماتریس همبستگی

¹⁹Hail and Leuz (2006); Dhaliwal et al. (2006); Attig et al. (2008); Guedhami and Mishra (2009); Boubakri et al. (2012)

²⁰Claus and Thomas (2001) and Gebhardt et al (2001) .

²¹Easton (2004) and Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)

²²Biddle et al. (2009); Miller (2010); Lawrence (2011); Lehavy et al. (2011); Ramanna and Watts (2011)

²³(Cox (2007))

جدول 1 خلاصه ی آماری نمونه ی 1013 سال شرکتی را بین سال های 2002 و 2006 ارائه می کند. با یک دامنه میان چارکی از 8.91٪ تا 12.43٪، میانگین هزینه سرمایه سهام برای شرکت های نمونه 10.89٪ است، مقدار میانگین (متوسط) FOG، 21.80 (21.57) است. این آمار کاملاً شبیه به آماری است که در مقاله ی لی (2008) گزارش شده، او میانگین (متوسط) FOG را 19.39 (19.24) یافت و نشان داد که به طور متوسط، خواندن گزارش سالانه شرکت ها سخت است. علاوه بر این، FOG در انحراف استاندارد و دامنه میان چارکی از 2.24 و 2.60، یک تغییر مقطعی اساسی را نشان می دهد.

Variables	Mean	S.D	5 th percentile	25 th percentile	Median	75 th percentile	95 th percentile
COE	0.1089	0.02704	0.0711	0.0891	0.1036	0.1243	0.1721
FOG	21.8059	2.2416	18.6970	20.3568	21.5746	22.9629	25.8299
LEVERAGE	24.4634	16.8293	1.2481	11.8955	23.7217	33.9683	52.7092
MTB	2.5495	1.4551	0.85	1.48	2.15	3.25	6.51
YRSGTH	10.3214	23.9202	-23.8294	-2.2782	10.0923	21.0131	48.5597
SIZE	13.5454	2.0949	10.4978	12.0507	13.2360	14.8670	17.2458

This table provides summary statistics of variables used in this paper. The sample contains 1013 firm-year observations from 2002 to 2006. COE is our measure of the implied cost of equity capital and is defined as the arithmetic average of implied cost of equity estimates obtained from the four models presented in the Appendix. FOG is the Fog index of the annual report calculated as (average words per sentence + percent of complex words) * 0.4. LEVERAGE is the firm leverage defined as the ratio of total debt to total assets. MTB is the market-to-book ratio defined as the ratio of market value to book value of equity. YRSGTH is long-term growth in expected earnings defined as the I/B/E/S five-year earnings growth rate. SIZE is the firm size defined as the natural logarithm of total assets.

جدول 1 - آمار خلاصه.

جدول 1 نیز ارقام متغیرهای کنترل را نشان می دهد. میانگین (متوسط) اهرم شرکت 24.49 (23.72) است. میانگین (متوسط) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری 2.54 (2.15) است. میانگین (متوسط) رشد بلند مدت درآمد 10.32 (10.09) است. میانگین (متوسط) اندازه شرکت های نمونه 13.54 (13.23) است.

جدول 2 همبستگی پرسون و اسپیرمن^{۲۴} بین متغیرها را نشان می دهد. مطابق با پیش بینی تئوری ما، FOG ارتباط مثبت و معناداری را با COE نشان می دهد (در سطح 1٪). به طور کلی، همه متغیرهای دیگر ارتباط با COE را نشان می دهند که با آن چه در ادبیات پیشین گزارش شده، مطابق است. همبستگی پرسون و اسپیرمن به طور کیفی مشابه است. روی هم رفته، آنها از رابطه ی مفروض بین خوانایی گزارش سالانه و هزینه سرمایه سهام حمایت می کنند.

²⁴Pearson and Spearman

Variable	COE	FOG	LEVERAGE	MTB	YR5GTH	SIZE
COE	1	0.0814 ^a	0.0657 ^b	-0.0311 ^a	-0.0816 ^a	-0.2178 ^a
FOG	0.0959 ^a	1	-0.0473	0.0796 ^b	0.0221	-0.0338
LEVERAGE	0.0670 ^b	-0.0377	1	-0.2009 ^a	-0.0518	0.3322 ^a
MTB	-0.2396 ^a	0.0439	-0.1776 ^a	1	0.2242 ^a	-0.1036 ^a
YR5GTH	-0.1089 ^a	0.0063	0	0.1902 ^a	1	-0.0373
SIZE	-0.2045 ^a	-0.0431	0.2890 ^a	-0.1229 ^a	-0.0015	1

This table reports correlation coefficients between variables applied in the study. *COE* is our measure of the implied cost of equity capital and is defined as the arithmetic average of implied cost of equity estimates obtained from the four models presented in the Appendix. *FOG* is the Fog index of the annual report calculated as (average words per sentence + percent of complex words) > 0.4. *LEVERAGE* is the firm leverage defined as the ratio of total debt to total assets. *MTB* is the market-to-book ratio defined as the ratio of market value to book value of equity. *LEVERAGE* is the firm leverage defined as the ratio of long term debt to total capital. *YR5GTH* is long-term growth in expected earnings defined as the 1/B/E/S five-year earnings growth rate. *SIZE* is the firm size defined as the natural logarithm of total assets. Pearson (Spearman) correlations are below (above) the diagonal.

^a statistical significance at the 1% level.

^b statistical significance at the 5% level.

^c statistical significance at the 10% level.

جدول 2 - ماتریس همبستگی.

5. نتایج رگرسیون

در این بخش، رابطه‌ی بین خوانایی گزارش سالانه و هزینه‌ی ضمنی سرمایه‌ی سهام را با برآورد رگرسیون‌های زیر بررسی می‌نماییم:

$$COE_{i,t} = \alpha + \beta_1 READABILITY_{i,t} + \beta_2 LEVERAGE_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 YR5GTH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + IndustryDummies + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن، *COE* مقیاس ما برای هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام تعریف شده که به صورت میانگین حسابی هزینه‌ی ضمنی برآوردهای حقوق صاحبان سهام، از مدل نوئل و توماس (2001)، گبهاردت و همکاران (2001)، ایستون (2004) و اولسون و جوئتنر-ناورث (2005)²⁵ به دست آمده است. *READABILITY* نشان دهنده‌ی سطح خوانایی گزارش سالانه است. مجموعه‌ی از متغیرهای کنترل را به حساب آوردیم که تاثیر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام را نشان می‌دهد. این متغیرها، اهرم شرکت (*LEVERAGE*)، نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری (*MTB*)، نرخ رشد درآمد طولانی مدت (*YR5GTH*) و اندازه شرکت (*SIZE*) هستند. همچنین بر اساس طبقه‌بندی صنعتی کمپبل (1996)²⁶، متغیرهای مصنوعی صنعتی را نیز به حساب آوردیم.

5.1. اهرم

²⁵ laus and Thomas (2001), Gebhardt et al. (2001), Easton (2004) and Ohlson and Juettner-Nauroth (2005)

²⁶ Campbell

گوده و موهانرام (2003) و بوتسون و پلاملی (2005)²⁷ استدلال می کنند که شرکت های اهرمی، بیشتر در معرض بحران مالی و ریسک هستند. هر دو مقاله شواهدی ارائه می کند که اهرم با هزینه سرمایه سهام ارتباط مثبتی دارد. ما اهرم شرکت را به صورت نسبت کل بدهی به کل دارایی محاسبه نمودیم.

5.2. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

به پیروی از هایل و لئوز (2006)، برای کنترل تفاوت در فرصت های رشد شرکت ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را نیز به حساب آوردیم. گوادهامی و میشرا (2009)²⁸ ادعا نمودند، انتظار می رود شرکت هایی با چشم انداز رشد بالا، قیمت های بالاتری داشته باشند و در جریان های نقدی، رشد بلندمدت بیشتری ایجاد کنند که منجر به هزینه سرمایه کمتری می شود. ما نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را نماینده ی فرصت های رشد قرار دادیم.

5.3. رشد بلند مدت در سود مورد انتظار

گبهاردت و همکاران (2001)²⁹ استدلال می کنند، شرکت هایی که رشد بلند مدت بالاتری دارند، با فشار بیشتر بر هزینه سرمایه رو به رو می شوند. این استدلال بر اساس یافته های لاپورتا (1996)³⁰ است که نشان می دهد، به طور متوسط پیش بینی تحلیلگران برای شرکت هایی با رشد بلند مدت بیشتر، خوش بینانه تر است که به قیمت بالاتر سهام منجر می شود. برعکس، گوده و موهانرام (2003) ادعا می کنند، شرکت های با رشد بالا، ریسک دار تلقی می شوند، از این رو هر گونه خطا در برآورد رشد می تواند تاثیر قابل توجهی بر قیمت داشته باشد. نرخ رشد درآمد پنج ساله ی I/B/E/S را نماینده ی رشد بلند مدت قرار دادیم.

5.4. اندازه شرکت

دایموند و ورکچیا (1991)³¹ نشان می دهند که افشای بیشتر اطلاعات می تواند منجر به به قیمت های بالاتر شود که به نوبه خود صرف ریسک را کاهش می دهد. از همه مهمتر، آنها نشان می دهند که حرکت قیمت به سمت بالا که ناشی از دسترسی اطلاعات است، برای شرکت های بزرگتر، چشمگیرتر است. به طور مداوم، گبهاردت و همکاران

²⁷Gode and Mohanram (2003) and Botosan and Plumlee(2005)

²⁸Guedhami and Mishra

²⁹Gebhardt

³⁰La Porta

³¹Diamond and Verrecchia

(2001) و گوده و موهانرام (2003)^{۳۲}، بین اندازه شرکت و هزینه ضمنی سرمایه حقوق صاحبان سهام، یک ارتباط منفی مستند نمودند. ما لگاریتم طبیعی کل دارایی را نماینده اندازه شرکت قرار دادیم.

جدول 3، نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون را از رابطه بین خوانایی گزارش سالانه و هزینه سرمایه سهام پس از کنترل سایر عوامل بالقوه ی تعیین هزینه سرمایه سهام، به تصویر می کشد. با استفاده از رگرسیون دو مرحله ای فاما و مکبث (1973)^{۳۳}، معادله (3) را تخمین زدیم، از جمله متغیرهای صنعتی بر اساس طبقه بندی صنعتی کمپبل (1996). با استفاده از اصلاح *Newey-West* (1987)، برای ناهمواریانسی و همبستگی، خطاهای استاندارد ی تنظیم نمودیم. همانطور که کوکران (2001)^{۳۴} پیشنهاد نمود، ارتباط پیاپی در ضرایب برآورد شده، با استفاده از یک فرایند خود کاهشی مرتبه اول مشخص شده است.

Independent variable	Expected sign	Baseline regression		Full regression		Economic impact (Eq. (2))
		Eq. (1)	Eq. (2)	Eq. (3)		
<i>FOG</i>	+	0.1013 ^a (5.3909)	0.1114 ^a (6.2907)			0.0029
<i>FOG_HIGH</i>	+			0.3336 ^a (5.0745)		
<i>LEVERAGE</i>	+		0.0207 ^a (6.0614)	0.0209 ^a (5.3025)		0.0045
<i>MTB</i>	-		-0.5030 ^a (-8.5802)	-0.4986 ^a (-8.5367)		-0.0089
<i>YR5GTH</i>	+/-		-0.0083 (-1.7982)	-0.0085 (-1.7750)		-0.0019
<i>SIZE</i>	-	-0.2437 ^a (-8.4215)	-0.3204 ^a (-12.9895)	-0.3157 ^a (-12.3370)		-0.0090
<i>Intercept</i>	?	12.6000 ^a (14.8858)	14.1518 ^a (18.9590)	16.3844 ^a (31.8137)		
<i>Industry dummies</i>		Yes	Yes	Yes		
<i>N</i>		1013	1013	1013		
<i>R-squared</i>		0.1509	0.2572	0.2504		
<i>F</i>		15.58 ^a	24.45 ^a	22.76 ^a		

This table reports the results of the effect of annual report readability on the cost of equity capital using the Fama and MacBeth (1973) cross-sectional regressions, adjusted for Newey and West (1987) autocorrelation with one lag. The dependent variable (*COE*) is defined as the arithmetic average of implied cost of equity estimates obtained from the four models presented in the Appendix, multiplied by 10⁷. The main test variable (*FOG*) is the Fog index of the annual report calculated as (average words per sentence + percent of complex words) × 0.4. For robustness, we use *FOG_HIGH* as an additional proxy for annual report readability. This variable is defined as a dummy variable that equals one if *FOG* is higher than the median Fog index and zero otherwise. *LEVERAGE* is the firm leverage defined as the ratio of total debt to total assets. *MTB* is the market-to-book ratio defined as the ratio of market value to book value of equity. *YR5GTH* is long-term growth in expected earnings defined as the I/B/E/S five-year earnings growth rate. *SIZE* is the firm size defined as the natural logarithm of total assets. Industry (based on Campbell (1996) classification) are also included. The *t*-statistics reported in parentheses are based on the autocorrelation-adjusted Fama and MacBeth (1973) standard errors.

^a statistical significance at the 1% level.
^b statistical significance at the 5% level.
^c statistical significance at the 10% level.

جدول 3 - خوانایی گزارش سالانه و هزینه سرمایه سهام (رگرسیون دو مرحله ای *Fama and MacBeth* (1973)).

اولین ستون از جدول 3، نتایج حاصل از رگرسیون پایه را نشان می دهد که در آن، رگرسیون هزینه ضمنی سرمایه را در برابر شاخص *FOG* و اندازه شرکت انجام دادیم. مطابق با پیش بینی ما، *FOG* یک هزینه ی اضافی مثبت بر *COE* را نشان می دهد. با این حال، این نتایج ممکن است مغرضانه باشد، زیرا عوامل ریسک مختلفی که هزینه

³²Gebhardt

³³Fama and Macbeth

³⁴Cochrane

ضمنی سرمایه حقوق صاحبان سهام را تحت تاثیر قرار می دهد را به حساب نیاوردیم. ستون 2 از جدول 3، با در بر گرفتن اهرم شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، نرخ رشد درآمد بلند مدت و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترل، مدل پایه را گسترش می دهد. ضریب *FOG* مثبت و در آستانه 1٪ معنادار است که نشان می دهد شرکت هایی با گزارش سالانه ناخوانا، با هزینه ی سرمایه بالاتر جریمه می شوند. مطابق با مقاله گوده و موهانرام (2003) و داهالی وال و همکاران (2006)، اهرم با *COE* رابطه مثبت و معناداری دارد (کمتر از 1٪)، که نشان می دهد سرمایه گذاران شرکت هایی که اهرم بالایی دارند را ریسکی می دانند و خواستار بازده بالاتری هستند. ضریب *MTB* منفی و در سطح کمتر از یک 1٪ معنا دار است و با شواهد فاما و فرنچ (1992) مطابقت دارد که نشان می دهد شرکت هایی با *MTB* بالاتر، بازده بیشتری به دست می آورند. در نهایت، ما مستند نمودیم که دسترسی بالاتر اطلاعات، که به عنوان نماینده ی اندازه شرکت قرار گرفته، هزینه سرمایه سهام را کاهش می دهد. این نتیجه با یافته های قبلی فاما و فرنچ (1992) و گبهاردت و همکاران (2001)³⁵ مطابق است. ضریب *YR5GTH* منفی است اما در هر سطح معنادار نیست.

در ستون سوم جدول 3، برای خوانایی گزارش سالانه از یک پروکسی جایگزین استفاده نمودیم. به طور خاص، معادله (3) شامل *FOG_HIGH* است که به عنوان یک متغیر مصنوعی تعریف شده که اگر *FOG* بالاتر از متوسط شاخص *FOG* باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است. مطابق با یافته های قبلی ما، *FOG_HIGH* بر *COE* هزینه ی اضافی مثبتی وارد می کند و در کمتر از سطح 1 درصد معنی دار است. این امر نشان می دهد که نتایج ما برای استفاده از پروکسی جایگزین سطح خوانایی گزارش سالانه، از نظر کیفی پایدار است. علاوه بر این تمام متغیرهای کنترل در دو مدل، نشانه هایی را نشان می دهند که در جهت مورد انتظار است.

ستون آخر جدول 3، برآورد اثرات اقتصادی متغیرهای سمت راست را با استفاده از ضریب برآورد شده ی مدل (2) گزارش نموده است. هر ورودی نشان دهنده تاثیر افزایش متغیرهای سمت راست از صدک 25 تا 75 در توزیع نمونه، بر *COE* است. به طور متوسط، تغییر میان چارکی در *FOG* از پایین ترین چارک به بالاترین چارک بازده، تقریباً هزینه سرمایه سهام را 29 واحد پایه افزایش می یابد. *SIZE* برای بزرگترین تاثیر اقتصادی در *COE* محاسبه می شود.

³⁵Fama and French (1992) and Gebhardt et al(2001) .

اگر روش همبستگی فاما و مکبث (1973) برای حضور اثرات زمانی و شرکتی اصلاح شده است، پترسون (2009) استدلال می کند که این روش ممکن است در برخی موارد، اشتباهات استاندارد ایجاد کند که مغرضانه است. بر اساس توصیه چندین مطالعه ی اخیر (پترسون (2009)؛ تامپسون (2011)؛ کامرون و همکاران (2011)^{۳۶})، آمار آزمون های ما بر اساس خطاهای استاندارد است که از طریق یک خوشه دو بعدی در سطوح شرکت و سال تنظیم شده و برای ناهمواریانسی، همبستگی مقطعی و سری زمانی اصلاح شده است. روی هم رفته، نتایج گزارش شده در جدول 4، نتایج به دست آمده از روش فاما و مکبث (1973) را تایید می نماید.

روی هم رفته، شواهد ارائه شده در جداول 3 و 4 از فرضیه ی ما حمایت می کند، مبنی بر اینکه شرکت های با گزارش سالانه ناخواناتر با هزینه های سرمایه بالاتر مواجه می شوند. همچنین یافته های اخیر کوثری و همکاران (2009)^{۳۷} را تکمیل می نماید که مستند نمودند لحن ارتباطات روایتی شرکت ها، تا حدی، تفاوت در هزینه سرمایه سهام را توضیح می دهد.

Independent variable	Expected sign	Baseline regression		Full regression	
		Eq (1)	Eq (2)	Eq (3)	
<i>FOG</i>	+	0.1002 ^b (2.3615)	0.1120 ^a (2.6293)		
<i>FOG_HIGH</i>	+			0.2961 ^b (2.1704)	
<i>LEVERAGE</i>	+		0.0196 ^a (3.7921)	0.0198 ^a (3.7460)	
<i>MTB</i>	-		-0.4991 ^a (-5.3986)	-0.4989 ^a (-5.3759)	
<i>YR5GTH</i>	+/-		-0.0062 (-1.5383)	-0.0061 (-1.4628)	
<i>SIZE</i>	-	-0.2478 ^a (-3.7582)	-0.3267 ^a (-5.9605)	-0.3240 ^a (-5.9675)	
<i>Intercept</i>	?	12.6817 ^a (9.1031)	14.2956 ^a (10.8529)	16.5906 ^a (18.3699)	
<i>Industry dummies</i>		Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>		1013	1013	1013	
<i>R-squared</i>		0.1086	0.2041	0.1986	
<i>F</i>		9.64 ^a	16.38 ^a	15.77 ^a	

This table portrays the results of the effect of annual report readability on the cost of equity capital. The dependent variable (*COE*) is defined as the arithmetic average of implied cost of equity estimates obtained from the four models presented in the Appendix, multiplied by 10². The main test variable (*FOG*) is the Fog Index of the annual report calculated as (average words per sentence + percent of complex words) > 0.4. For robustness, we use *FOG_HIGH* as an additional proxy for annual report readability. This variable is defined as a dummy variable that equals one if *FOG* is higher than the median Fog index and zero otherwise. *LEVERAGE* is the firm leverage defined as the ratio of total debt to total assets. *MTB* is the market-to-book ratio defined as the ratio of market value to book value of equity. *YR5GTH* is long-term growth in expected earnings defined as the I/B/E/S five-year earnings growth rate. *SIZE* is the firm size defined as the natural logarithm of total assets. Industry dummies based on Campbell (1996) classification are also included. The *t*-statistics reported in parentheses are based on standard errors adjusted by a two-dimensional cluster at the firm and year levels.

^a statistical significance at the 1% level.
^b statistical significance at the 5% level.
^c statistical significance at the 10% level.

جدول 4 - خوانایی گزارش سالانه و هزینه سرمایه عدالت (خوشه بندی دو طرفه در سطح بنگاه و سال).

6. آزمون پایداری

در این بخش برای بررسی ثبات نتایجمان، چندین آزمون حساسیت را اجرا نمودیم. اول، بررسی نمودیم آیا نتیجه گیری های ما از طریق علیت معکوس بالقوه در رابطه ی بین خوانایی گزارش سالانه و هزینه ی سرمایه سهام، به

³⁶Petersen (2009); Thompson (2011); Cameron et al(2011) .

³⁷Kothari

طور بی جهت تاثیر می پذیرد. هر چند بعید است که شرکت ها در پاسخ به تغییرات هزینه های سرمایه شان، سطح خوانایی افشای خود را تنظیم کنند، برای کاهش نگرانی، آزمون اضافی انجام دادیم. معادله (1) از جدول 5، نتایج رگرسیون را با استفاده از مقادیر تاخیری شاخص *Fog* گزارش می کند. ضریب *LAGGED_FOG* مثبت و در کمتر از حد آستانه 5 درصد معنا دار است، این امر یادآوری می کند که احتمالاً علیت معکوس، نگرانی جدی در این مطالعه نیست.

دوم، ما برای کنترل وابستگی مقطعی و سریالی، بر تکنیک های اقتصادسنجی جایگزین تکیه نمودیم، یعنی روش های برآورد *Newey-West* و *Prais-Winsten*. معادله (2) و معادله (3) از جدول 5 نشان می دهد که نتایج ما از نظر کیفی بدون تغییر باقی می ماند.

Independent variable	Eq. (1) using lagged <i>FOG</i>	Eq. (2) Newey and West regression	Eq. (3) Prais-Winsten regression	Eq. (4) using median regression	Eq. (5) excluding utility firms
<i>FOG</i>		0.1097 ^a (2.8419)	0.0813 ^b (2.4195)	0.1030 ^a (3.3554)	0.1302 ^a (6.3931)
<i>LAGGED_FOG</i>	0.1311 ^b (4.4434)				
<i>LEVERAGE</i>	0.0180 ^a (3.6514)	0.0195 ^a (3.4134)	0.0147 ^b (2.1068)	0.0170 ^a (3.2399)	0.0226 ^a (7.1498)
<i>MTB</i>	-0.4664 ^a (-10.0014)	-0.4815 ^a (-5.5387)	-0.3954 ^a (-4.7887)	-0.5040 ^a (-8.4085)	-0.5090 ^a (-7.8165)
<i>YR5GTH</i>	-0.0099 (-1.4300)	-0.0075 ^b (-2.0389)	-0.0052 ^c (-1.8016)	-0.0051 ^c (-1.4747)	-0.0092 (-1.9892)
<i>SIZE</i>	-0.2404 ^a (-11.6661)	-0.3268 ^a (-6.6894)	-0.3506 ^a (-5.5172)	-0.2948 ^a (-4.9511)	-0.3186 ^a (-9.9845)
<i>Intercept</i>	12.8106 ^a (24.3454)	14.7674 ^a (12.8495)	15.6452 ^a (12.8663)	13.4636 ^a (10.7141)	13.6927 ^a (15.0957)
<i>N</i>	699	1013	1013	1013	986
<i>R-squared</i>	0.2877	-	0.5703	-	0.2640
<i>Pseudo R-squared</i>	-	-	-	0.1215	-
<i>F</i>	36.65 ^a	11.53 ^a	8.06 ^a	-	20.57 ^a

This table reports results of the robustness checks. The first equation uses the lagged values of *FOG* as main test variable. The second and third equations perform the Newey-West and Prais-Winsten regressions, respectively. The fourth equation estimates a median regression. The fifth equation excludes utility firms from the analysis. *FOG* is the Fog Index of the annual report calculated as (average words per sentence + percent of complex words) × 0.4. *LEVERAGE* is the firm leverage defined as the ratio of total debt to total assets. *MTB* is the market-to-book ratio defined as the ratio of market value to book value of equity. *YR5GTH* is long-term growth in expected earnings defined as the I/B/E/S five-year earnings growth rate. *SIZE* is the firm size defined as the natural logarithm of total assets. Industry dummies based on Campbell (1996) classification are included in all equations. For the first and fifth equations, the *t*-statistics reported in parentheses are based on the autocorrelation-adjusted Fama and MacBeth (1973) standard errors.

^a statistical significance at the 1% level.

^b statistical significance at the 5% level.

^c statistical significance at the 10% level.

جدول 5 - آزمون پایداری.

سوم، برای جلوگیری از اینکه استنباط ما تحت تاثیر داده های پرت قرار گیرد، بر مجموعه رگرسیون متوسط تکیه نمودیم که به جای مجموع مربعات، باقیمانده مطلق را به حداقل می رساند. در این رگرسیون، خطاهای استاندارد با استفاده از نمونه گیری مجدد و بر اساس 20 تکرار محاسبه می شود. نتایج گزارش شده در ستون چهارم از جدول 5، عمدتاً با تجزیه و تحلیل اولیه ما سازگار می باشد، که نشان می دهد احتمالاً پرت ها یک نگرانی نیستند. در نهایت، پس از کنار گذاشتن خدمات رفاهی (کد *SIC 4900-4999*) از تجزیه و تحلیل، رگرسیون اصلی را تکرار نمودیم. ما این کار را انجام دادیم نظر به اینکه سیاست های علنی این شرکت ها، به احتمال زیاد به جای

نگرانی های نمایندگی، با دلایل قانونی هدایت می شود. معادله (5) از جدول 5 نشان می دهد که یافته های ما تحت تاثیر شمول شرکت همگانی قرار نمی گیرد.

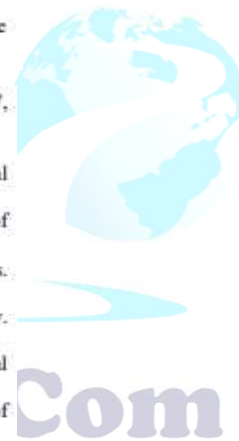
7. نتیجه گیری

این مطالعه در طول دوره 2002-2006 در نمونه ای از 288 شرکت فهرست شده، اثر خوانایی گزارش سالانه بر هزینه سرمایه سهام را بررسی می نماید. پس از کنترل عوامل ریسک مختلف، نتایج ما شواهدی ارائه می کند که نشان می دهد شرکت های با گزارش سالانه ی ناخواناتر، با هزینه ی سرمایه ی بالاتر رو به رو می شوند. این یافته ها با تصور زیر مطابقت می کند: از آن جا که تفسیر و پردازش گزارش سالانه ی ناخواناتر، پرهزینه تر است، سرمایه گذاران خواستار صرف ریسک بالاتری هستند، که به معنی هزینه ی سرمایه ی بالاتر است. اگر چه ممکن است کسی فکر کند که سرمایه گذاران غیر متخصص، کاربران اصلی گزارش سالانه نیستند و از این رو ممکن است به دنبال کسب اطلاعات از تحلیلگران باشند، لهاوی و همکاران (2011) مستند نمودند زمانی که خواندن گزارش سالانه دشوار است، تحلیلگران درآمد را با دقت کمتری پیش بینی می نمایند. نتایج ما ادبیات وسیعی که به رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه پردازد را کامل می کند. علاوه بر این، تمرکز ما بر روی خواص متنی افشای شرکت ها، این زمینه ی که به خوبی پیموده شده را با شواهد جدید تکمیل می کند و به درک بهتر مفاهیم بازار سرمایه کمک می نماید.

References

- Aboddy, D., Hughes, J., Liu, J., 2005. Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research* 43, 651-673
- Attig, N., Guedhami, O., Mishra, D., 2008. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance* 14, 721-737
- Barry, C.B., Brown, S.J., 1985. Differential Information and Security Market Equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 407-422
- Bawa, V.S., Brown, S.J., Klein, R.W., 1979. Estimation risk and optimal portfolio choice. NORTH-HOLLAND PUBL. CO., N. Y., 190 pp
- 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*
- 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, 296-343
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M., 2003. The world price of earnings opacity. *Accounting Review* 78, 641-678
- Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R., 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48, 112-131
- Botosan, C.A., 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* 72, 323-349
- Botosan, C.A., Plumlee, M.A., 2002. A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 40, 21-40
- Botosan, C.A., Plumlee, M.A., 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *Accounting Review*, 21-53

- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., Saffar, W., 2012. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 18, 541-559
- Cameron, A.C., Gelbach, J.B., Miller, D.L., 2011. Robust inference with multiway clustering. *Journal of Business & Economic Statistics* 29
- Campbell, J.Y., 1996. Understanding risk and return. *Journal of political economy* 104, 298-345
- Chen, S., Shevlin, T., Tong, Y.H., 2007. Does the Pricing of Financial Reporting Quality Change Around Dividend Changes? *Journal of Accounting Research* 45, 1-40
- Claus, J., Thomas, J., 2001. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *The Journal of Finance* 56, 1629-1666
- Cochrane, J., 2001. *Asset pricing*. Princeton University Press
- Coles, J.L., Loewenstein, U., Suay, J., 1995. On equilibrium pricing under parameter uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30, 347-364
- Core, J.E., 2001. A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics* 31, 441-456
- Cox, C., 2007. Closing Remarks to the Second Annual Corporate Governance Summit. Delivered at the USC Marshall School of Business, Los Angeles, CA, March 23. Available at <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch032307cc.htm>.
- Dechow, P., Dichev, I., 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77, 35-59
- Dhaliwal, D.A.N., Heitzman, S., Zhen Li, O., 2006. Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 44, 691-723
- Diamond, D.W., Verrecchia, R.E., 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 1325-1359
- Easley, D., Hvidkjaer, S., O'Hara, M., 2002. Is information risk a determinant of asset returns? *The Journal of Finance* 57, 2185-2221
- Easley, D., O'Hara, M., 2004. Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance* 59, 1553-1583
- Easton, P.D., 2004. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review* 79, 73-95
- Elton, E.J., 1999. Presidential address: expected return, realized return, and asset pricing tests. *The Journal of Finance* 54, 1199-1220
- Fama, E., French, K., 1992. The cross section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47, 427-465
- Fama, E., French, K., 2002. The equity premium. *The Journal of Finance* 57, 637-659
- Fama, E., MacBeth, J., 1973. Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of political economy* 81, 607-636
- Fama, E.F., French, K.R., 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33, 3-56
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2004. Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review* 79, 967-1010
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2005a. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39, 295-327
- Francis, J.R., Khurana, I.K., Pereira, R., 2005b. Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review* 80, 1125-1162
- Gebhardt, W.R., Lee, C., Swaminathan, B., 2001. Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research* 39, 135-176
- Gode, D., Mohanram, P., 2003. Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner model. *Review of Accounting Studies* 8, 399-431
- Guedhami, O., Mishra, D., 2009. Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence. *Financial Review* 44, 489-524
- 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, 485-531
- Hail, L., Leuz, C., 2009. Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross-listings. *Journal of Financial Economics* 93, 428-454
- Klein, R.W., Bawa, V.S., 1976. The effect of estimation risk on optimal portfolio choice. *Journal of Financial Economics* 3, 215-231
- Kothari, S., Li, X., Short, J.E., 2009. The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis. *The Accounting Review* 84, 1639-1670
- Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R., 2007. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research* 45, 385-420
- Lawrence, A., 2011. Individual Investors and Financial Disclosure. Working paper, University of Toronto
- Lee, Y.-J., 2010. The Effect of Quarterly Report Readability on Information Efficiency of Stock Prices. Working paper, National Taiwan University.
- 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, 1087
- Levitt, A., 1997. The Importance of High Quality Accounting Standards. Securities and Exchange commission, Washington, D.C. September 29.



- Li, F., 2008. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45, 221-247
- Li, S., 2010. Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? *The Accounting Review* 85, 607-636
- Li, X., 2009. Accounting conservatism and cost of capital: International analysis. Working Paper, Fox School of Business, Temple University
- Miller, B.P., 2010. The Effects of Reporting Complexity on Small and Large Investor Trading. *Accounting Review* 85, 2107-2143
- Newey, W., West, K., 1987. A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica* 55, 703-708
- Ohlson, J.A., Juettner-Nauroth, B.E., 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies* 10, 349-365
- Petersen, M., 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies* 22, 435-480
- Ramanna, K., Watts, R.L., 2011. Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment. *Review of Accounting Studies* Forthcoming
- Schapiro, M., 2011. Roundtable on International Financial Reporting Standards in the United States, Washington, D.C., July 07.
- Thompson, S.B., 2011. Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time. *Journal of Financial Economics* 99, 1-10
- Wysocki, P., 2009. Assessing earnings and accruals quality: US and international evidence. Working paper



برای خرید فرمت ورد این ترجمه، بدون واتر مارک، اینجا کلیک نمایید.

این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی