



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره سی‌ویکم / پاییز ۱۳۹۸

## بررسی رابطه‌ی بین توسعه مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام

محمد حسین رنجبر

استادیار گروه مدیریت و حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس، هرمزگان، ایران (نویسنده مسئول)  
Mhranjbar54@gmail.com

حسین بدیعی

عضو هیات علمی گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران

مجتبی یاراحمدزاده

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی قشم، هرمزگان، ایران

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۵/۰۸ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۲۲

### چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی رابطه‌ی بین توسعه مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. بدین منظور اطلاعات مالی مربوط به ۱۱۸ شرکت که به روش حذف سیستماتیک و طی قلمرو زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ انتخاب شده بودند، مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش از دو معیار توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری به منظور اندازه‌گیری توسعه مالی و از مدل رشد گوردون برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام استفاده گردید. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها نیز از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره با داده‌های پنل استفاده شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه‌ی منفی و معناداری میان توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری با هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: هزینه حقوق صاحبان سهام، توسعه مالی، توسعه بازار سهام، توسعه بانکداری.

## ۱- مقدمه

فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مهمترین محرک اقتصادی و توسعه بازار سرمایه از اساسی‌ترین ارکان رشد و توسعه اقتصادی تلقی می‌شود. به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در راستای تخصیص بهینه سرمایه، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند. زیرا تصمیمات از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری در حالت عدم اطمینان اتخاذ می‌شود (بولو، ۱۳۸۶). هزینه سرمایه در واقع همان هزینه‌های تأمین منابع مالی است که از روشهای مختلف حسیل و برای انجام فعالیت‌های اقتصادی مورد نظر استفاده شده است. یکی از این روش‌ها، تحصیل از طریق صاحبان سهام عادی شرکت است که هزینه منابع مالی تأمین شده از سوی این گروه به عنوان هزینه حقوق صاحبان سهام در نظر گرفته می‌شود. از آن‌جا که شرکت‌ها بخش قابل توجهی از سرمایه خود را از این محل تأمین می‌کنند و هزینه حقوق صاحبان سهام مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، بررسی ابعاد و مطالعه دقیق آن دارای اهمیت ویژه‌ای می‌باشد. همچنین توسعه مالی و سرمایه‌گذاری از جمله نشانه‌ها و علائم و مشخصه‌های عمق مالی است که بر رشد اقتصادی تأثیر معنی‌دار و مثبتی دارد. به عبارتی عمق مالی در اقتصاد، غالباً معرف توسعه مالی بیشتر است (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۲). دیدگاه‌های اقتصادی صاحب‌نظران در زمینه ارتباط بین بخش مالی و رشد اقتصادی در طول دهه‌های اخیر فراز و نشیب‌های فراوانی را طی کرده است. به طوری که در ابتدا عقیده بر این بود که رشد اقتصادی زاینده تعمق مالی است. بعد از آن بر تقدم بخش واقعی اقتصاد بر بخش مالی تأکید شد. صرف‌نظر از اینکه کدام بخش ارجحیت دارد، در بسیاری از تحقیقات به ارتباط سیستماتیک عمق مالی، توسعه مالی و رشد اقتصادی اشاره شده است. همچنین نتایج برخی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری منجر به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌گردد. اما تأثیر توسعه بانکداری نسبت به توسعه بازار سهام بر هزینه حقوق صاحبان سهام کمتر است (جیونگ بان کیم و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). اما فقدان پژوهش‌های کافی، خصوصاً پژوهش‌های داخلی در این رابطه، این انگیزه را در پژوهشگران حاضر به وجود آورد تا به این موضوع پرداخته و با طرح این مسئله که آیا توسعه مالی و ابعاد آن می‌تواند موجب کاهش هزینه‌های حقوق صاحبان سهام شود یا خیر؟ این پژوهش را انجام دهند. بدین منظور و در بخش بعدی ابتدا مبانی نظری و پیشینه‌های مرتبط با موضوع تبیین و تشریح و در ادامه اهداف، روش انجام پژوهش، یافته‌ها و بحث و نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

هزینه سرمایه در تصمیمات مالی نقش مهمی ایفا می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تأمین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نماید. هزینه سرمایه به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد در مدل ارزش افزوده اقتصادی به شمار می‌رود و به عنوان معیار پذیرش طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید و نرخ تنزیل برای محاسبه ارزش افزوده بازار به کار گرفته می‌شود (بولو، ۱۳۸۶). به عبارت دیگر، هزینه سرمایه عبارتست از حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید تحصیل نماید تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران تأمین گردد. یعنی نرخ بازدهی که تحصیل آن برای حفظ ارزش بازاری شرکت یا قیمت سهام آن ضروری است و

شرکت این بازده را از سرمایه گذاری به دست می آورد تا بتواند انتظار سرمایه گذارانی که منابع مورد نیاز شرکت را فراهم آورده اند، تأمین کند. برآورد هزینه سرمایه یکی از وظایف اصلی مدیران شرکتها محسوب می گردد. زیرا هزینه سرمایه بر انتخاب پروژه های سرمایه ای شرکت، نرخ وام و تخصیص منابع مؤثر است. از میان ارقام تشکیل دهنده هزینه سرمایه، نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام مهمترین عنصر است، به طوری که شرکت ها درصد بالایی از سرمایه خود را از این محل تأمین می کنند (بولو و رحمانی مهر، ۱۳۹۲). به عبارت دیگر، هزینه حقوق صاحبان سهام، هزینه ای است که شرکت ها بابت تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام متحمل می شوند. این هزینه ها متأثر از عوامل متعددی از جمله شرایط اقتصادی (رکود و تورم) و شرایط سیاسی است. از سوی دیگر، بازار و نظام مالی از مؤلفه های با اهمیت مرتبط با موضوع مطالعه حاضر است. هییتی و همکاران (۱۳۸۶) معتقدند نظام مالی، مجموعه ای از اجزاء یکپارچه است که کارکردهای مالی را در بازار رقم می زند. همچنین، توسعه مالی مفهومی است جامع که در بر گیرنده شش بعد مختلف یعنی توسعه بخش بانکی، توسعه بخش مالی غیر بانکی، توسعه بخش پولی و سیاست گذاری پولی، مقررات و نظارت بانکی، باز بودن بخش مالی و محیط نهادی است (دادگر و نظری، ۱۳۹۲). در بعد توسعه بخش بانکی؛ سوددهی بانک ها، اعتبارات پرداختی و دسترسی آسان بخش خصوصی به اعتبارات بانکی مورد بررسی قرار می گیرد (دادگر و نظری، ۱۳۹۲). توسعه بخش مالی غیر بانکی؛ بازارهای سهام، مؤسسات رهنی و اجاره ای، بازارهای اوراق بهادار، شرکت های بیمه و صندوق های بازنشستگی را در بر می گیرد (بلک<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱). توسعه بخش پولی و سیاستگذاری پولی؛ علاوه بر شاخص عمق مالی، حدود استفاده دولت ها از ابزارهای سیاست پولی غیر مستقیم، نرخ بهره، کارایی نهاد سیاستگذاری پولی و همچنین سهمیه بندی اعتبار را شامل می گردد (دادگر و نظری، ۱۳۹۲). مقررات و نظام بانکی؛ نظارت دقیق بانک ها، میزان استقلال بانک مرکزی و شفافیت اطلاعات مالی و پولی را مورد اندازه گیری قرار می دهد (بویکری و حمزه<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). باز بودن بخش مالی؛ رتبه و جایگاه نظام مالی داخلی در جابجایی فرامرزی منابع مالی است. باز بودن بازارهای مالی بر روی ورود و خروج سرمایه، محدودیت های مبادلات داریابی های مالی یا ابزارهای ارزی خارجی و افراد مقیم در این بعد را مورد بررسی قرار می دهد (تورر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶). محیط نهادی؛ فضای قانونی و سیاسی نقش تعیین کننده ای در کیفیت خدماتی که موسسات مالی ارائه می دهند، دارند. کیفیت نهادهای قانونی، حقوق مالکیت، کیفیت دیوان سالاری و مسئولیت پذیری دولت بر عملکرد سیستم مالی تأثیرگذار هستند و بدین منظور محیط نهادی به عنوان یکی از ابعاد توسعه مالی مد نظر می باشند (بویکری و حمزه، ۲۰۰۷). همچنین تقوی (۱۳۸۸) بر اساس یافته های پژوهش گوپتا<sup>۵</sup> (۲۰۰۵)، معتقد است که عمق مالی بیشتر در اقتصاد معرف توسعه مالی بیشتر است که برای سنجش آن، نیاز به شاخص هایی است که نماینده این متغیر باشند. همچنین تعمیق مالی و توسعه نظام مالی و رشد و توسعه اقتصادی ارتباط مستقیمی با هم دارند (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۲). بخش مالی غیر بانکی فعالیت بازار سهام، روش های تأمین مالی غیر بانکی مسکن و سایر نهادهای مالی مانند صندوق های بازنشستگی، بیمه و لیزینگ را شامل می شود. به دلیل فعالیت محدود برخی از این مؤسسات و نیز عدم وجود داده های مناسب، در این بخش تنها به بررسی شاخص های توسعه وضعیت بازار سهام پرداخته می شود (دادگر و نظری، ۱۳۹۲).

توسعه بازار سهام تحت تأثیر عواملی چون درآمد، نرخ پس انداز، نرخ سرمایه‌گذاری، نقدشوندگی بازار سهام، بی‌ثباتی اقتصاد کلان، آزاد سازی بازار سهام، سیستم‌های تجاری الکترونیکی کاملاً خودکار، برنامه‌های خصوصی سازی، اصلاحات نهادی، محیط اقتصادی و اجتماعی، سطح توسعه موسسات مالی وابسته و قوانین بازار سهام قرار دارد (نصیر و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۷). توسعه بازار سهام را می‌توان از سه طریق عمق بازار، عرض بازار و کارایی بازار توصیف کرد؛ عمق بازار، اشاره به اندازه بازار سهام دارد، اندازه بازار مهم است، زیرا با توانایی برای تجهیز سرمایه و تنوع سازی ریسک همبستگی مثبت دارد (میلر<sup>۸</sup>، ۲۰۰۲). عرض بازار که به معنی تنوع بازار بر حسب اندازه شرکتها، تنوع در صنعت و داخلی یا خارجی بودن شرکت هاست، ریسک کل را کاهش می‌دهد، مالکان عمده را به افزایش سرمایه ترغیب می‌کند و شرکت‌های کوچکتر را قادر می‌سازد تا به سرمایه‌ای دسترسی داشته باشند که در غیاب شرکت‌های بزرگتر در بازار موجود نباشند. کارایی بازار، به مدیریت و اداره بازار اشاره دارد. زمانی که تعداد بنگاه‌های اقتصادی بیشتری در بازار حضور دارند، متوسط هزینه‌های فناوری پیچیده معاملاتی کاهش می‌یابد و موجب رشد شرکت شده و سرمایه‌گذاران حساسیت بیشتری در بازار برای انجام معاملات از خود نشان خواهند داد (میلر، ۲۰۰۲). همچنین یکی از موضوعات مهم در حوزه پژوهش‌های مالی تأثیر آزادسازی مالی بر روی هزینه سرمایه، تغییرپذیری و بازدهی دارایی و سرمایه‌گذاری و به طور کلی تحریک توسعه بازارهای سرمایه داخلی می‌باشد. به عقیده دانیل و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) با فراهم ساختن امکان اشتراک ریسک بین نمایندگان داخلی و خارجی می‌توان هزینه سرمایه یا نرخ بازده مورد انتظار سهام عادی شرکت در بازار سرمایه را کاهش داد. بر این اساس آزادسازی حساب سرمایه می‌تواند تأثیر مثبت بر روی سرمایه‌گذاری داشته باشد. لذا می‌توان نتیجه گرفت که آزادسازی بازار سهام می‌تواند هزینه سرمایه صاحبان سهام را تغییر دهد.

از طرفی دیگر توسعه بازار سهام به سه روش مورد محاسبه قرار می‌گیرد؛ ابتدا از طریق نسبت ارزش جاری بازار سهام به تولید ناخالص داخلی (GDP)، سپس نسبت ارزش معاملات به تولید ناخالص داخلی و در آخر نسبت ارزش سهام مبادله شده به متوسط ارزش جاری بازار (نصیر و همکاران، ۲۰۰۷). در ارتباط با توسعه بانکداری می‌توان گفت؛ در اکثر اقتصادها، بانک‌ها مرکز سیستم مالی و پرداخت بوده و نقش مهمی در فرآیند تجهیز پس اندازها، شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متنوع سازی ریسک ایفا می‌کنند. از اینرو اندازه ساختار و کارایی بخش بانکی به عنوان یک بعد مستقل توسعه مالی مورد توجه است. سوددهی بانک‌ها، اعتبارات پرداختی و دسترسی آسان بخش خصوصی به اعتبارات بانکی در این بعد مورد بررسی قرار می‌گیرد (کمپجانی و نادعلی، ۱۳۸۶). یکی از مهمترین عوامل توسعه بانکداری، قدرت و نقش بانک‌های تجاری در تبدیل منابع کوتاه مدت به اعتبارات و تسهیلات بلندمدت است. بنابراین، می‌توان شاخص بنیانی توسعه مالی را به صورت نسبت دارایی‌های داخلی بانک‌های تجاری به کل دارایی سیستم بانکی (شامل بانک مرکزی) محاسبه نمود (کمپجانی و نادعلی، ۱۳۸۶). علاوه بر این، شاخصی که برای کارایی توسعه بانکداری مورد استفاده قرار می‌گیرد، نسبت بدهی بخش خصوصی به سیستم بانکی به GDP است. این شاخص می‌تواند تا حدود زیادی کارایی سیستم بانکی را در بکارگیری امکانات بخش خصوصی نسبت به GDP افزایش دهد. این موضوع نشان دهنده نقش فعال بخش

خصوصی بوده و بطور کلی می توان قضاوت نمود که کارایی بخش بانکی در توسعه مالی موفقیت آمیز بوده است. اعتباردهی به بخش خصوصی مرسوم ترین معیار اندازه گیری توسعه مالی است (فلاحتی و همکاران، ۱۳۹۱). با توجه به اهمیت موضوع و عدم وجود پژوهشهای کافی در زمینه ارتباط توسعه مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام در داخل کشور، پرداختن به این موضوع ضرورتی اجتناب ناپذیر است. لذا پژوهش حاضر بر اساس پژوهش انجام شده توسط جیونگ بان کیم و همکاران (۲۰۱۵) طراحی و اجرا شده است. ضمن اینکه در این پژوهش به جای استفاده از دو معیار به عنوان توسعه مالی، از چهار معیار متفاوت استفاده شده است که در ادامه توضیح داده خواهد شد. همچنین این پژوهش بر اساس قلمرو زمانی و مکانی مورد مطالعه، متغیرهای مورد پژوهش و مدل های مربوطه دارای جنبه نوآوری است. در ادامه به تعدادی از پژوهشهای صورت گرفته و مرتبط با متغیرهای موضوع به عنوان پیشینه های پژوهش اشاره می شود.

کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) رابطه بین ویژگیهای کیفی سود و هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار دادند و نتیجه گرفتند که متغیرهای پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به موقع بودن سود با هزینه سرمایه سهام رابطه ی معکوس دارند ولی بین محافظه کارانه بودن سود به عنوان یکی از معیارهای دیگر کیفی سود با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معنی داری نگردید. ثقفی و بولو (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین برخی از ویژگی های سود مانند کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود و هموار بودن سود با هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند و نتیجه گرفتند که بین پایداری سود و هموار بودن سود با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه ای معکوس برقرار است. صادقی و حساس یگانه (۱۳۹۱) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که بین افشای اختیاری اطلاعات و هزینه حقوق صاحبان رابطه ی معنی داری وجود ندارد. بولو و همکاران (۱۳۹۲) در مطالعه ای به این نتیجه رسیدند که رابطه ی منفی و معنی داری بین شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام برقرار است. پورحیدری و همکاران (۱۳۹۲) اثر تعدیلات سنواتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام عادی را مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که تعدیلات سنواتی کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام را افزایش می دهد ولی تعدیلات سنواتی مثبت اثر معنی داری بر هزینه حقوق صاحبان سهام عادی ندارد. کرمی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی رابطه ی بین سطح افشاء با استفاده از سه متغیر قابلیت اتکای افشاء، به موقع بودن افشاء و افشای نهایی را با هزینه حقوق صاحبان سهام مطالعه کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین متغیرهای قابلیت اتکای افشاء و افشای نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در صنایع مورد مطالعه رابطه ی معنی داری وجود دارد. رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی به بررسی تعمیق مالی و توسعه نظام مالی پرداختند. نتایج مطالعه منتج به شناسایی و معرفی شاخص های سنجش عمق مالی گردید، همچنین نشان دادند که بین تعمیق مالی و توسعه نظام مالی و رشد اقتصادی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. محمدی و همکاران (۱۳۹۳)، در مطالعه عوامل موثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی، اثرات باز بودن تجارت بر توسعه مالی در ۳۶ کشور طی دوره زمانی ۱۹۹۸ الی ۲۰۱۰ را مورد آزمون قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که باز بودن تجارت نقش حیاتی در توسعه مالی دارد. بوتوسان<sup>۹</sup> (۱۹۹۷) رابطه بین اطلاعات افشاء شده اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار داد. نتایج

پژوهش وی نشان داد که با افشای اختیاری بیشتر در گزارش سالانه از هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام کاسته می‌شود. فرانسویس و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۳) ارتباط بین کیفیت سود را با هزینه خاص بدهی و هزینه خاص حقوق صاحبان سهام عادی مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که شرکتهای با کیفیت سود پایین در مقایسه با شرکتهایی با کیفیت سود بالا، هزینه بدهی و هزینه سرمایه سهام عادی بالاتری دارند. دانیل (۲۰۰۹)، با مطالعه بر روی آزاد سازی مالی بر روی هزینه ی سرمایه بیان می‌کند که اگر آزادسازی بازار سهام، کل هزینه سرمایه مالکانه را کاهش دهد، با ثابت نگهداشتن جریانهای نقدی آتی مورد انتظار می‌بایست شاهد افزایش شاخص قیمت سرمایه در کشور باشیم. ماری برث و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۳)، در بررسی هزینه سرمایه و شفافیت درآمد، دریافتند که شفافیت درآمد وابستگی معکوس قابل توجهی با هزینه سرمایه دارد. همچنین نشان دادند که شفافیت درآمدها مرتباً به مدل سه عاملی فاما- فرنچ وابسته است. جیونگ بان کیم و همکاران (۲۰۱۵) توسعه مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام، با یک نمونه بزرگ از شرکت های چینی در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنزل طی سال های ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۸ را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، رابطه ی بین هزینه حقوق صاحبان سهام و دو بعد توسعه مالی (توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری) مورد تجزیه تحلیل قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که توسعه بازار سهام، هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد، اما توسعه بانکداری تنها به شکل ضعیفی موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود.

### ۳- فرضیه های پژوهش

مبانی نظری در پژوهش حاضر، شواهد لازم جهت پاسخ به مسئله پژوهش و تبیین فرضیه هایی را فراهم نمود که عبارتند از:

- ۱) بین توسعه بازار سهام و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.
- ۲) بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

### ۴- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر توصیفی - همبستگی، از لحاظ هدف کاربردی و از منظر جهت پژوهش، پس رویدادی است. مبانی نظری و پیشینه پژوهش به روش کتابخانه ای و با استفاده از مقالات علمی و منابع معتبر تهیه گردید و داده های مورد نیاز از گزارش های مالی موجود در آرشیو بورس اوراق بهادار، بانک مرکزی و مرکز آمار ایران گردآوری شد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در قلمرو زمانی سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ است که با اعمال محدودیت هایی و به روش حذف سیستماتیک ۱۱۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش، ابتدا مقادیر مربوط به متغیرهای مورد نیاز محاسبه و پس از حصول اطمینان از قابلیت آزمون این داده ها بوسیله مدل های رگرسیونی چند متغیره، آزمون فرضیه ها به کمک نرم افزار Eviews8 انجام شد.

### ۵- مدل های مورد استفاده در پژوهش

برای آزمون فرضیات این پژوهش از مدل های رگرسیونی زیر استفاده گردیده است. این مدل از پژوهشهای هایل و لئوز<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹)، چن و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۱)، و بن نصر و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۲) استخراج گردید. برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی (۱) به شرح زیر استفاده خواهد شد:

$$CEC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 MKTCAP_{it} + \beta_2 MKTLIQ_{it} + \beta_3 FINAVG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 \sum_{i=1}^n YEAR_{it} + \beta_9 \sum_{i=1}^n IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$CEC_{it}$ : هزینه حقوق صاحبان سهام،  $MKTCAP_{it}$ ،  $MKTLIQ_{it}$ ،  $FINAVG_{it}$  معیارهای توسعه بازار سهام،  $SIZE_{it}$  اندازه شرکت،  $MB_{it}$  نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت،  $ROE_{it}$  بازده حقوق صاحبان سهام،  $LEV_{it}$  اهرم مالی و  $IND$  و  $YEAR$  متغیرهای مجازی برای اثرات ثابت سال و صنعت می باشند. برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل رگرسیونی (۲) به شرح زیر استفاده خواهد شد:

$$CEC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CREDIT_{it} + \beta_2 CRTLIA_{it} + \beta_3 BD_{it} + \beta_4 BD'_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 \sum_{i=1}^n YEAR_{it} + \beta_{10} \sum_{i=1}^n IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق نیز  $CREDIT_{it}$ ،  $CRTLIA_{it}$ ،  $BD_{it}$  و  $BD'_{it}$  معیارهای توسعه بانکداری هستند.

### ۶- متغیرهای پژوهش

**متغیر وابسته:** متغیر وابسته این پژوهش هزینه حقوق صاحبان سهام است که برای محاسبه آن از مدل رشد گوردون استفاده شده است (داموداران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۲):

$$CEC = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در رابطه ی فوق:

$CEC$ : هزینه حقوق صاحبان سهام سرمایه،  $D_1$ : سود نقدی پرداخت شده در پایان سال اول و  $g$ : نرخ رشد سود تقسیمی است. برای محاسبه نرخ رشد سود تقسیمی نیز از رابطه زیر استفاده گردید:

$$g = \left[ \frac{EPS_t}{EPS_0} \right]^{\left( \frac{1}{t} \right)} - 1 \quad \text{رابطه (۲)}$$

همچنین برای محاسبه قیمت هر سهم در ابتدای سال از رابطه زیر استفاده شده است:

$$P_0 = \frac{DPS_1}{r-g} \quad \text{رابطه (۳)}$$

۲: بازده مورد انتظار صاحبان سهام

متغیر مستقل: متغیر مستقل این پژوهش توسعه مالی می باشد که شامل دو بعد توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری می شود.

اندازه گیری توسعه بازار سهام: بر مبنای پژوهش جیونگ بان کیم و همکاران (۲۰۱۵)، برای اندازه گیری توسعه بازار سهام از سه معیار  $MKTCAP$ ،  $MKTLIQ$  و  $FIN_{AVG}$  استفاده شده که هر کدام به شرح ذیل محاسبه می گردند:

(a)  $MKTCAP$ : نسبت ارزش کل بازار سهام به تولید ناخالص داخلی؛ که به شرح زیر محاسبه می گردد (وارگلر<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۰):

$$MKTCAP = \frac{TVSM}{GDP} \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در رابطه ی فوق؛  $TVSM$ : ارزش کل بازار سهام در پایان سال  $t$  و  $GDP$  تولید ناخالص داخلی است. (b)  $MKTLIQ$ : نسبت ارزش کل سهام معامله شده شرکت ها به  $GDP$  که به شرح زیر اندازه گیری می شود (وارگلر، ۲۰۰۰):

$$MKTLIQ = \frac{TVST}{GDP} \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در این رابطه؛  $TVST$  ارزش کل سهام معامله شده در سال  $t$  است. (c)  $FIN_{AVG}$ : سومین معیار توسعه ی بازار سهام که به عنوان معیار جایگزین دیگر استفاده شده است، از میانگین دو سهم بالاتر  $MKTCAP$  و  $MKTLIQ$  محاسبه و با  $FIN_{AVG}$  نمایش داده می شود (وارگلر، ۲۰۰۰).

$$FIN_{AVG} = \frac{MKTCAP + MKTLIQ}{2} \quad \text{رابطه (۶)}$$

اندازه گیری توسعه بانکداری: در این پژوهش، برای محاسبه توسعه بانکداری از چهار معیار استفاده شده که به صورت زیر تشریح می گردد:

(a)  $CREDIT$ : نسبت کل قروض بانکی شرکت ها در پایان سال به  $GDP$  که به شرح زیر مورد محاسبه قرار می گیرد (حسن و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۹):

$$CREDIT = \frac{TBL}{GDP} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در این رابطه  $TBL$ ، کل قروض بانکی سالانه است.



(b)  $CRTLIA$ : نسبت ارزش وزنی بدهی های کل به دارایی های کل شرکت ها، از رابطه زیر استفاده می گردد (برون و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۳):

$$CRTLIA = \frac{TLW}{TAW} \quad \text{رابطه (۸)}$$

که در رابطه ی فوق  $TLW$  ارزش وزنی بدهی های کل،  $TAW$  ارزش وزنی دارایی های کل است.

(c)  $BD$ : نسبت ارزش سهام بانکها به تولید ناخالص داخلی که به شرح زیر محاسبه می شود:

$$BD = \frac{\text{Shares of banks}}{GDP} \quad \text{رابطه (۹)}$$

Shares of banks: ارزش سهام بانکها

(d)  $BD'$ : نسبت ارزش سهام بانکها به ارزش کل بازار سهام است که از رابطه زیر استفاده می شود:

$$BD' = \frac{\text{Shares of Banks}}{TVSM} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

بنابراین در این پژوهش، از سه معیار توسعه بازار سهام و چهار معیار توسعه بانکداری، به عنوان معیارهای اندازه گیری توسعه مالی استفاده می گردد. همچنین از متغیرهای کنترلی نظیر  $SIZE$ ،  $MB$ ،  $ROE$  و  $LEV$  استفاده شده است.

## ۷- یافته های پژوهش

یافته های پژوهش حاضر، شامل دو بخش آمار توصیفی و استنباطی است. بخش آمار توصیفی شامل تبیین ویژگی متغیرها به وسیله برخی از شاخص های مرکزی و پراکندگی است که در جدول (۱) آمده است. این شاخص ها شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار داده هاست. میانگین به عنوان مهمترین شاخص مرکزی بیانگر مرکزیت داده هاست. میانه داده ای را نشان می دهد که دقیقا در وسط داده های مرتب شده قرار می گیرد و نیمی از داده های توزیع کمتر از آن و نیمی بیشتر هستند. همچنین انحراف معیار، پراکندگی داده ها را از میانگین توزیع نشان می دهد.

همانگونه که در جدول شماره (۱) مشاهده می شود، میانگین هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های مورد مطالعه برابر با ۰/۲۲ و کمترین و بیشترین مقدار این متغیر برابر با ۰/۰۸ و ۰/۴۹ می باشد. همچنین انحراف معیار این متغیر نسبت به توزیع داده ها برابر با ۰/۱ است. با ملاحظه میانگین سایر متغیرها نیز می توان تا حدودی نسبت به وضعیت آنها اطلاع مناسبی را بدست آورد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
هزینه حقوق صاحبان سهام	CEC	۰/۲۲	۰/۱۸	۰/۴۹	۰/۰۸	۰/۱۰
ارزش کل بازار سهام به GDP	MKTCAP	۰/۵۴	۰/۴۶	۰/۸۰	۰/۳۶	۰/۱۵
ارزش کل سهام معامله شده به GDP	MKTLIQ	۰/۰۳	۰/۰۳	۰/۰۴	۰/۰۲	۰/۰۰۹
میانگین دو سهم بالاتر MKTCAP و MKTLIQ	FIN <sub>AVG</sub>	۰/۳۲	۰/۳۴	۰/۴۲	۰/۲۴	۰/۰۷
کل قروض بانکی به GDP	CREDIT	۰/۲۹	۰/۲۶	۰/۴۳	۰/۱۵	۰/۱۲
ارزش وزنی بدهی به دارایی کل	CRTLIA	۰/۲۳	۰/۲۳	۰/۳۰	۰/۱۷	۰/۰۴
نسبت ارزش سهام بانکها به GDP	BD	۰/۰۶	۰/۰۵	۰/۱۰	۰/۰۲	۰/۰۲
ارزش سهام بانکها به کل ارزش بازار سهام	BD <sup>*</sup>	۰/۱۲	۰/۱۱	۰/۲۱	۰/۰۷	۰/۰۵
اندازه شرکت	SIZE	۸/۴۷	۸/۵۸	۱۰/۸۹	۱/۱۱	۱/۳۶
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۲۷	۰/۲۹	۰/۹۹	-۵/۸۸	۰/۳۸
ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MB	۲/۴۷	۱/۹۷	۳۵/۵	-۱۴/۶۵	۲/۷۳
اهرم مالی	LEV	۰/۴۵	۰/۴۴	۰/۹۸	۰/۰۱	۰/۲۳

## آزمون فرضیه های پژوهش

همانگونه که گفته شد در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه ها، از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. لذا به منظور آزمون فرضیه ها بر اساس هر یک از مدل‌های رگرسیونی، ابتدا پیش‌آزمون‌های مورد نیاز (شروط کلاسیک برای مدل‌های رگرسیونی) انجام شد و در ادامه فرضیه ها مورد آزمون قرار گرفت. فرضیه با استفاده از مدل‌های رگرسیونی جداگانه به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود، در صورتی که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد، فرضیه مورد نظر تایید خواهد شد. نتایج مربوط به آزمون این فرضیه در جدول شماره ۲ و ۳ نشان داده شده است:

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

## آزمون فرضیه اول پژوهش: فرضیه اول پژوهش در دو حالت فرض پژوهشگر و فرض مقابل به شکل زیر مطرح

گردید. نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره (۲) نشان داده می‌شود.

$H_0$ : بین توسعه بازار سهام و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنا داری وجود ندارد

$H_1$ : بین توسعه بازار سهام و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنا داری وجود دارد.

جدول ۱- نتایج آزمون مدل فرضیه فرعی اول بر اساس مدل اثرات ثابت

$$CEC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 MKTCAP_{it} + \beta_2 MKTLIQ_{it} + \beta_3 FINAVG_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 \sum_{i=1}^n YEAR_{it} + \beta_9 \sum_{i=1}^n IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

شرح متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون	احتمال
مقدار ثابت	C	۰/۳۱۴	۰/۰۲۶	۱۲/۱۰	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش کل بازار سهام به GDP	MKTCAP	-۰/۱۵۰	۰/۰۱۸	-۸/۰۶	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش کل سهام معامله شده به GDP	MKTLIQ	-۳/۶۸۰	۰/۲۶۱	-۱۴/۰۷	۰/۰۰۰۰
میانگین دو سهام MKTCAP و MKTLIQ	FINAVG	-۰/۳۹۲	۰/۰۲۱	-۱۸/۲۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۰/۷۴۱	۰/۴۵۸۵
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۰۱۹	۰/۰۰۴	۴/۵۴۳	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	-۱/۰۰۱	۰/۳۱۷۱
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۶	-۰/۵۸۰	۰/۵۶۱۷
	Adjusted R-squared	D-W	F	p-value.(F)	
	۰/۷۶۶	۲/۲۴	۱۲/۲۹	(۰/۰۰۰۰)	
آزمون چاو (F لیمر)			آزمون هاسمن		
آماره F	p-value	معیار کای - دو	d.f	p-value	
۱۴/۸۹	۰/۰۰۰۱	۸/۹۸	۷	۰/۰۰۰۰	

نتایج حاصل از آزمون چاو و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰۱)، نشان دهنده ی این است که می بایست از روش داده های پنل استفاده نمود. همچنین سطح معنی داری آزمون هاسمن که کمتر از ۰/۰۵ است، لزوم برآورد مدل با استفاده از روش اثرات ثابت را نشان می دهد. همچنین، برآورد کلی مدل آزمون با مقدار احتمال آماره F برابر با ۰/۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بودن کل مدل تأیید می شود. مقدار آماره آزمون دوربین واتسون نیز ۲/۲۴ و حاکی از استقلال خطاها است. ضریب تعیین مدل نشان می دهد که حدود ۷۷ درصد از تغییرات مربوط به هزینه ی حقوق صاحبان سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. از آنجا که میزان آماره t متغیر MKTCAP برابر با -۸/۰۶ بوده و سطح معنی داری آن کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین می توان گفت بین نسبت ارزش کل بازار سهام به GDP و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه ی معکوس و معنی دار برقرار است. همچنین با توجه به مقدار آماره t و ضرایب منفی متغیرهای MKTLIQ و FINAVG و سطح معنی داری این متغیرها که کمتر از ۰/۰۵ است، نیز می توان گفت که بین نسبت ارزش کل سهام معامله شده به GDP و میانگین دو سهام MKTCAP و MKTLIQ با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه ی معکوس و معنی دار برقرار است. این نتایج بدین معنا است که توسعه بازار مالی می تواند منجر به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شود. از بین متغیرهای کنترلی نیز صرفاً بازده سهام رابطه ی مثبت و معنی داری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. با توجه به یافته های جدول فوق مدل رگرسیونی برآورد شده فرضیه اول به صورت زیر می باشد:

$$CEC_{it} = 0.314 - 0.150 (MKT CAP_{it}) - 3.68 (MKT LIQ_{it}) - 0.392 (FIN_{AVG}) - 0.002 (SIZE_{it}) + 0.019 (ROE_{it}) - 0.0001 (MB_{i,t}) - 0.003 (LEV_{it}) + \varepsilon_{it}$$

**آزمون فرضیه دوم پژوهش:** فرضیه دوم پژوهش نیز در دو حالت ادعای پژوهشگر و فرض مقابل به شکل زیر مطرح و نتایج مربوط به آزمون این فرضیه در جدول شماره (۳) نشان داده می‌شود.  
 $H_0$ : بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنا داری وجود ندارد  
 $H_1$ : بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنا داری وجود دارد.

**جدول ۳- نتایج آزمون مدل فرضیه فرعی دوم بر اساس مدل اثرات ثابت**

$CEC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CREDIT_{it} + \beta_2 CRTLIA_{it} + \beta_3 BD_{it} + \beta_4 BD'_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 \sum_{i=1}^n YEAR_{it} + \beta_{10} \sum_{i=1}^n IND_{it} + \varepsilon_{it}$					
احتمال	آماره آزمون	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	شرح متغیر
۰/۰۰۰۰	۳۰/۱۴	۰/۰۲۲	۰/۶۹۰	C	مقدار ثابت
۰/۰۰۰۰	-۱۲/۵۱	۰/۰۰۳	-۱/۱۴۷	CREDIT	نسبت کل قروض بانکی شرکت به GDP
۰/۰۰۰۰	-۲۴/۹۴	۰/۰۰۹	-۳/۲۶۴	CRTLIA	نسبت ارزش وزنی بدهی کل به دارایی کل
۰/۰۰۰۰	۲۸/۱۲۹	۰/۰۳۱	۱۲/۱۹۴	BD	نسبت ارزش سهام بانک ها به GDP
۰/۰۰۰۰	-۱۸/۱۷	۰/۰۰۷	-۱/۳۵۹	BD'	نسبت ارزش سهام بانک ها به ارزش کل بازار سهام
۰/۳۳۵۸	-۰/۹۶۳	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۲	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	۴/۴۸۸	۰/۰۰۴	۰/۰۱۹	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۲۱۰۱	-۱/۲۵۱	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۰۳	MB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۹۰۶۷	-۰/۱۱۷	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۰۷	LEV	اهرم مالی
p-value.(F)			F	D-W	Adjusted R-squared
(۰/۰۰۰۰)			۶۴/۴	۲/۳۳	۰/۶۸۲
آزمون هاسمن				آزمون چاو (F لیمر)	
p-value		d.f	معیار کای - دو	p-value	آماره F
۰/۰۰۰۰		۸	۸/۲۴	۰/۰۰۰۰	۱۲۲/۵

به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، ابتدا آزمون های چاو و هاسمن انجام شد که نتایج این آزمونها در انتهای جدول فوق ارائه شده است. سطح معنی داری آزمون چاو ۰/۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ است. این نتیجه لزوم استفاده از داده های پنل را نشان می دهد. همچنین سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ و حاکی از لزوم برآورد مدل با استفاده از روش اثرات است. مقدار احتمال آماره F لیمر ۰/۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ است، لذا با

اطمینان ۹۵ درصد معنی دار بودن کل مدل تأیید می شود. آماره آزمون دوربین واتسون به میزان ۲/۳۳ نیز نشان دهنده استقلال خطای متغیرهاست. ضریب تعیین مدل نشان می دهد که حدود ۷۵ درصد از تغییرات مربوط به متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. در بررسی متغیرهای مستقل مدل، از آنجا که سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیرهای CREDIT، CRTLI و BD' کمتر از ۰/۰۵ است، لذا می توان گفت که نسبت کل قروض بانکی به GDP، نسبت ارزش وزنی بدهی کل به دارایی کل و نسبت ارزش سهام بانک ها به کل ارزش بازار سهام به عنوان متغیرهای مستقل بر هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر وابسته اثر منفی و معنی داری دارند. اما رابطه ی بین نسبت ارزش سهام بانک ها به GDP که با نماد BD نشان داده شده است و هزینه حقوق صاحبان سهام مثبت و معنی دار است. از بین متغیرهای کنترلی نیز صرفاً بازده حقوق صاحبان سهام رابطه ی مثبت و معنی داری را با متغیر وابسته مدل دارد. با توجه به توضیحات جدول فوق و نتایج حاصل از آن، مدل رگرسیونی برآورد شده فرضیه دوم به صورت زیر می باشد:

$$CEC_{i,t} = 0.690 - 0.147 - 1.147(CREDIT_{i,t}) - 3.264(CRTLIA_{i,t}) + 12.194(BD_{i,t}) \\ - 1.359(BD'_{i,t}) - 0.002(SIZE_{it}) + 0.019(ROE_{it}) - 0.0003(MB_{i,t}) \\ - 0.0007(LEV_{it}) + \varepsilon_{it}$$

#### ۸- بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر به منظور بررسی رابطه ی بین توسعه مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام بر مبنای پژوهش انجام شده توسط جیونگ بان کیم و همکاران (۲۰۱۵) با مطالعه ی ۱۱۸ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و طی قلمرو زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ انجام شد. برای اندازه گیری توسعه مالی از دو معیار توسعه بازار سهام و توسعه بانکداری و برای سنجش هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل رشد گوردون استفاده گردید.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از وجود رابطه ی منفی و معنی دار نسبت ارزش کل بازار سهام به GDP، نسبت ارزش کل سهام معامله شده به GDP و میانگین MKTCAP و MKTLIQ به عنوان متغیرهای توسعه بازار سهام با هزینه حقوق صاحبان سهام است. این نتایج نشان می دهد که توسعه بازار مالی یعنی افزایش ارزش بازار سهام از طریق افزایش تعداد شرکتهای فعال در بازار و تسهیل فرایند خصوصی سازی و واگذاری شرکتهای دولتی و همچنین افزایش میزان سهام قابل معامله و سهام شناور آزاد می تواند منجر به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شود. نتیجه بدست آمده با نتایج پژوهش دانیل و همکاران (۲۰۰۹) و جیونگ بان کیم و همکاران (۲۰۱۵) همسو است. بر این اساس به مدیران، تحلیلگران و ذینفعان بازار سرمایه توصیه می شود که رابطه ی منفی بین این متغیرها را در تحلیل ها و تصمیم های خود در نظر داشته باشند. همچنین سیاست گذاران اقتصادی و بازار سرمایه نیز در نظر داشته باشند که توسعه بازار سهام می تواند منجر به کاهش هزینه ی حقوق صاحبان سهام شود.

همچنین نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش که به بررسی رابطه‌ی بین توسعه بانکداری به عنوان یکی از معیارهای اصلی دیگر توسعه مالی با هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخته است، نشان داد که؛ نسبت کل قروض بانکی به GDP، نسبت ارزش وزنی بدهی کل به دارایی کل و نسبت ارزش سهام بانک‌ها به کل ارزش بازار سهام به عنوان شاخص‌های اندازه‌گیری توسعه بانکداری با هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی منفی و معنی‌داری وجود دارند. یعنی توسعه بخش بانکداری با توجه به این شاخص‌ها می‌تواند منجر به کاهش هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام شود. این نتایج نیز با یافته‌های پژوهش جیونگ بان کیم و همکاران (۲۰۱۵) در یک راستا است. اگر چه رابطه‌ی بین نسبت ارزش سهام بانک‌ها به GDP به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های توسعه بانکداری با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار است. بنابراین به سیاست‌گذاران این حوزه پیشنهاد می‌شود، به منظور توسعه بانکداری، قدرت و نقش بانک‌های تجاری در تبدیل منابع به اعتبارات و تسهیلات بلند مدت و تخصیص آن به شرکتها و تامین منابع مالی مورد نیاز بازار سرمایه را به عنوان فاکتوری مهم در نظر بگیرند و در نظر داشته باشند توسعه بخش بانکداری می‌تواند منجر به توسعه بازار سهام و در نتیجه کاهش هزینه‌های تامین مالی شرکتها شود.

#### فهرست منابع

- \* بولو، قاسم. (۱۳۸۶). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود. رساله دکتری، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی.
- \* بولو، قاسم و رحمانی مهر، مسعود (۱۳۹۲)، "رابطه میان هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، ص(۸۰-۵۹).
- \* پورحیدری، امید و هوشمند زعفرانی، رحمت اله (۱۳۹۲)، "تأثیر تعدیلات سنواتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام عادی (نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران)"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال پنجم، شماره سوم، پاییز ۹۲ (ص ۱۸-۱).
- \* تقوی، مهدی (۱۳۸۸)، "توسعه مالی، سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی"، مطالعات مالی، سال دوم، شماره دوم، تابستان ۱۳۸۸.
- \* ثقفی، علی و بولو، قاسم (۱۳۸۸)، "هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های کیفی سود"، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، ص ۴-۲۹.
- \* دادگر، یداله و نظری، روح اله (۱۳۹۲)، "ارزیابی شاخص‌های توسعه مالی در ایران"، پژوهش‌های اقتصادی و مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، سال ۱۳۹۲.
- \* رهنمای رود پشته، فریدون؛ تقوی، مهدی و شاهوردیانی، شادی (۱۳۹۲)، "تعمیق مالی و توسعه نظام مالی"، فصلنامه علمی پژوهشی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره هفدهم بهار ۱۳۹۲.
- \* صادقی، حسین و حساس یگانه، یحیی (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین افشای اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سهام"، دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده مدیریت و حسابداری.

- \* فلاحتی، علی و همکاران (۱۳۹۱)، "اثر تورم بر بازارهای مالی در ایران"، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال دوازدهم، شماره سوم، پاییز ۹۱ ص (۱۳۳-۱۶۳).
- \* کردستانی، غلامرضا و مجدی، ضیاء الدین (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۴۸ تابستان ۸۶، (ص ۸۵-۱۰۴).
- \* کرمی، غلامرضا و همکاران (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۲۱ بهار ۹۲ سال ششم- (ص ۷۱-۴۷).
- \* کمیجانی، و نادعلی (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه علی عمق مالی و رشد اقتصادی در ایران"، پژوهش نامه بازرگانی شماره ۴۴ ص (۲۳-۴۷).
- \* محمدی و همکاران (۱۳۹۳)، "بررسی عوامل موثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو اسلامی"، فصلنامه سیاست های راهبردی و کلان سال دوم، شماره ششم، تابستان ۹۳ ص: (۲۵-۳۷).
- \* هییتی، فرشاد؛ نیکومرام، هاشم و رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۶)، "بازارها و نهاد های مالی"، تهران، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- \* Ben-Nasr, H, Boubakri, N, N, Cosset, J., (2012). "The Political Determinants of the Cost of Equity: Evidence from Newly Privatized Firms". J, Account. Res. 50, 605-646.
- \* Bernard S. Black (2001) "The Legal and Institutional Precondition for Strong Securities Markets", UCLA law Review, Vol. 48, P.P 781, 858, 2001.
- \* Botosan, Christiane (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital". The Accounting Review 72, 323-349.
- \* Boubakri, Narjess and Hamza, Olfa, (2007). "The Dynamics of Privatization, the Legal Environment and Stock Market Development" International Review of Financial Analysis, Vol. 16, No. 4, 2007.
- \* Brown, J. R .Martinsson. G., Petersen, B.C (2013). "Law, Stock Markets and Innovation". J. Finance. 56. 617-648 .
- \* Daniel Cajueiro, Periklis Gogas and Benjamin Tabak (2009) "Does Financial market Efficiency? The Case of the Athens Stock Exchange", International Review of Financial Analysis, 2009, vol. 18, issue 1-2, 50-57
- \* Chen, H, chen, J.Z, Lobo, Wang, Y., (2011) "Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity: Evidence from China" Contemp. Account. Res. 28, 892-925.
- \* Damodaran, Aswath (2002) "Investment Valuation: Tools and Technic for Determining the Value of Any Asset" Wiley 2<sup>nd</sup> Edition.
- \* Farancis, J. R. la fond, P. Ollson. And k. Schippner (2003). "Costs of equity and earning attributes". The Accounting review 79, 4: 467-1010.
- \* Gupta, R. (2005). "Essays of Financial Repression", Ph.D Dissertation, University of Connecticut.
- \* Luzi, Hail and Christian Leuz (2009). "Cost of equity effects and changes in growth expectations around U.S. Cross Listing". Journal of Financial Econometrics. Vol 93, Issue 3, 428-458.
- \* Hasan, I, wachtel, P., zhou, M., (2009). "Institutional Development, Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from China", Journal of Banking & Finance, 2009, vol. 33, issue 1, 157-170

- \* Jeong-Bon Kim, Mary L.Z.Ma and Haiping Wang (2015) "Financial Development and the Cost of Equity Capital" China Journal of Accounting Research, Volume 8, Issue 4, December 2015, Pages 243-277
- \* Mary E. Barth. Et al (2013) "Cost Of Capital and Earnings Transparency" Journal of Accounting and Economics, Vol. 55 PP. 206-224.
- \* Miller Robert M., (2002) "The Impact of Privatization on Stock Market Development", University of Illinois at Urbana – Champaign.
- \* Naceur. samy B., Samir hazouani and Mohamed Omran., (2007), "The Determinants of Stock Market Development in the Middle-eastern and North African Region", Managerial Finance, vol 33.P.P-477.489.
- \* Augustode la Torre, Juan Carlos Gozzi and Sergio L. Schmukler (2006). "Stock market development under globalization: Whither the gains from reforms? Journal of Banking & Finance, Volume 31, Issue 6, June 2007, Pages 1731-1754
- \* Wurgler, J., (2000). "Financial Markets and the Allocation of Capital" J. Finance. Econ. 58. 187-214.

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Jeong. Bon kim et al.,
- <sup>2</sup> Black
- <sup>3</sup> Boubakri and Hamza
- <sup>4</sup> Torre et al.,
- <sup>5</sup> Gupta
- <sup>6</sup> Naceur et al.,
- <sup>7</sup> Miller
- <sup>8</sup> Cajuerio Daniel
- <sup>9</sup> Botosan
- <sup>10</sup> Farancis et al
- <sup>11</sup> Barth E. Mary et al.
- <sup>12</sup> Hail and Leuz
- <sup>13</sup> Chen et al
- <sup>14</sup> Ben Nasr et al
- <sup>15</sup> Damodaran
- <sup>16</sup> Wurgler
- <sup>17</sup> Hasan et al.,
- <sup>18</sup> Brown et al.,