

# هزینه‌ها و منافع افشای اطلاعات

دکتر امین ناظمی ✍

طاهره نصیری

## مقدمه

اصطلاح افشا در گسترده‌ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات است (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹). افشای کافی، افشای مناسب و افشای کامل، اصطلاح‌هایی است که در کتابها و مقاله‌های حسابداری و حسابرسی برای توصیف افشا مورد استفاده قرار گرفته‌اند. ستایش و کاظم‌نژاد این اصطلاح‌ها را به شرح زیر تعریف کرده‌اند:

«افشای کافی بر ارائه حداقل اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان دلالت دارد؛ به نحوی که صورت‌های مالی همراه‌کننده نباشد. افشای مناسب به معنای افزایش ارائه اطلاعات به گونه‌ای است که تمامی گروه‌های استفاده‌کننده را به یک میزان مورد توجه قرار دهد. افشای کامل به معنی ارائه همه اطلاعات مربوط است؛ به گونه‌ای که صورت‌های مالی تصویر کاملی از فعالیت‌ها و رویدادهای مالی را نشان دهد» (ستایش و کاظم‌نژاد، ۱۳۸۹).

بررسی ادبیات مالی نشان می‌دهد پژوهشگرانی همچون **جوانوویک** (Jovanovic, 1982)، **ورچیا** (Verrecchia, 1983) و **لانن و ورچیا** (Lanen & Verrecchia, 1987) به دنبال پاسخ به این پرسش بودند که در چه شرایطی مدیران اقدام به افشای اطلاعات و یا از افشای آن خودداری می‌کنند.

مدیران همواره راه حل افشای کامل را انتخاب نمی‌کنند (Camp- bell et al., 2001; Verrecchia, 2001). زیرا در این راستا هزینه‌هایی همچون هزینه‌های نمایندگی و **مشارکت ریسک**<sup>۱</sup> نیز وجود دارند که مستلزم برآورد هزینه-منفعت است (Verrecchia, 2001). در نتیجه، مدیریت هنگام افشای اطلاعات به تجزیه و تحلیل هزینه و منفعت پرداخته و هنگامی تمایل به افشای داوطلبانه اطلاعات دارد که منافع آن بیش از هزینه آن باشد (Lopez, 2011). در این پژوهش ابتدا منافع افشای اطلاعات، سپس هزینه‌های افشای اطلاعات و در نهایت نتیجه‌گیری پژوهش بیان می‌شود.



## منافع افشا

مزیت افزایش افشا برای شرکت‌ها، یکی از مهمترین مسائل مطرح در پژوهش‌های امروزی حسابداری است (Espinosa & Trombetta, 2007). بررسی پژوهش‌های پیشین حاکی از آن است که افشای اطلاعات به‌طور کلی مزایای زیر را به دنبال دارد:

### ۱- افزایش اعتبار مدیریت

در عصر حاضر، شرکت‌ها به منظور حفظ شهرت و موقعیت خود در بازار سرمایه انگیزه‌های زیادی برای افشای بیشتر اطلاعات دارند. از دیدگاه مدیران، انگیزه اولیه برای افشای داوطلبانه افزایش اعتبار شرکت به خاطر در دسترس بودن (یا آشکارسازی اطلاعات) و افزایش اطمینان در میان سهامداران شرکت و دیگران است. افزایش اعتماد یا کاهش تردید سرمایه‌گذاران در نهایت منجر به افزایش قیمت سهام شرکت خواهد شد (Armitage & Marston, 2008).

شرکت‌ها نسبت به افشای اخبار بد مربوط به وضعیت شرکت نیز به اندازه اخبار خوب انگیزه دارند (Abdel-Fattah, 2008). در برخی موارد، مدیران به منظور ایجاد اعتبار در بازار و جلوگیری از خطرهای دادخواهی بالقوه، اقدام به آشکارسازی زود هنگام اخبار بد نسبت به اخبار خوب می‌کنند (Graham et al., 2005). استوکن (Stoken, 2000) نیز معتقد است که ملاحظات شهرت به‌تنهایی می‌تواند دلیل کافی برای افشای کامل اطلاعات مدیر کافی باشد.

### ۲- کسب مشروعیت

افشای اطلاعات راهکاری مهم برای شرکت‌ها به منظور ایجاد اطمینان در میان سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه است (Akhtaruddin et al., 2009). مدیران با افشای داوطلبانه

اطلاعات بیشتر می‌توانند با جامعه و سهامداران ارتباط برقرار کنند. برای مثال، مدیران برای مشروعیت بخشیدن به فعالیت‌های شرکت و در عین حال برای مشروعیت بخشیدن به موقعیت مدیریتی خود، می‌توانند اقدام به افشای داوطلبانه اطلاعات کنند (Abdel-Fattah, 2008).

### ۳- جذب تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران بیشتر

افشای داوطلبانه با کاهش هزینه کسب اطلاعات، تحلیل‌گران بیشتری را به اطلاعات افشاشده جذب می‌کند (Bailey et al., 2005). همچنین، افشای خوب دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران از سود سال‌های آینده را بهبود می‌بخشد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۰). هیلی و همکاران (Healy et al., 1999) معتقدند یکی از مزایای افشا، افزایش تداوم در ارزیابی تحلیل‌گران از شیوه افشای شرکت‌ها است که در نهایت منجر به افزایش جذب سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود. اگر شرکت‌ها اطلاعات بیشتری را افشا کنند، سرمایه‌گذاران درازمدت بیشتری را جذب می‌کنند (Petrova et al., 2012).

نیاز دائمی به سرمایه، دلیل دیگری برای افشای اطلاعات از سوی مدیریت است تا بدین وسیله موقعیت شرکت را به سرمایه‌گذاران توضیح دهد (Victoria et al., 2009). شرکت‌ها با افشای بیشتر اطلاعات می‌توانند سرمایه‌گذاران را با فرصت‌های سرمایه‌گذاری آشنا کنند. سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی دارند که اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند (دستگیر و بزاززاده، ۱۳۸۸).

### ۴- افزایش نقدینگی

افشای داوطلبانه منجر به کاهش نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران می‌شود و به نوبه خود نقدشوندگی

است (Elliott & Jacobson, 1994). هزینه سرمایه شرکت‌هایی که اقدام به افشای داوطلبانه اطلاعات می‌کنند، نسبت به شرکت‌های مشابهی که افشای داوطلبانه نمی‌کنند، پایین‌تر است (Francis et al., 2005; Cheynel, 2009).

#### ۸- کاهش هزینه بدهی

یکی از مزایای افشای داوطلبانه، کاهش هزینه بدهی است (Armitage and Martson, 2008). برای مثال، سنگوپتا (Sengupta, 1998) در پژوهشی مشاهده کرد رابطه معکوسی بین افشای داوطلبانه و هزینه بدهی وجود دارد؛ زیرا افشای داوطلبانه نرخ بهره قراردادهای بدهی را کاهش می‌دهد.

#### ۹- افزایش رفاه سرمایه‌گذاران

دیاموند (Diamond, 1985) نشان داد که با افشای اطلاعات، رفاه سرمایه‌گذاران می‌تواند بهبود یابد. گائو (Gao, 2010) نیز بر این موضوع تأکید می‌کند که افشا باعث بهبود رفاه سرمایه‌گذاران می‌شود و به نوبه خود هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد.

#### ۱۰- مزیت‌های رقابتی بیشتر و بهبود در نظم بازار

افشای داوطلبانه اطلاعات و شفافیت در گزارشگری مالی به شرکت‌ها در دستیابی به مزیت‌های رقابتی پایدار در درازمدت کمک می‌کند (Madhani, 2009) و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (Froidevaux, 2004). همچنین، افشای بیشتر تخصیص کارآمد منابع را تسهیل کرده و با کاهش نبود تقارن اطلاعاتی، باعث بهبود نظم در بازار می‌شود (Tadesse, 2006).

#### هزینه‌های افشا

با وجود این، افشای اطلاعات هزینه‌هایی را نیز به همراه دارد. به‌طور کلی، می‌توان هزینه‌های افشا را در دو گروه هزینه‌های مستقیم و هزینه‌های غیرمستقیم طبقه‌بندی کرد. هزینه‌های مستقیم شامل ارزش منابع مصرف‌شده در جمع‌آوری، تدوین، پردازش، حسابرسی و انتشار اطلاعات است (Elliott & Jacobson, 1994; Leuz & Wysocki, 2006; Abdel-Fattah, 2008). افشای اطلاعات ممکن است هزینه‌های غیرمستقیمی نیز داشته باشد؛ زیرا اطلاعات به‌وسیله دیگر گروه‌ها مانند رقیبان، کارمندان، سیاستمداران و قانونگذاران نیز استفاده می‌شود



مدیریت

هنگامی تمایل به

افشای داوطلبانه اطلاعات

دارد که

منافع آن

بیش از هزینه آن

باشد

سهام شرکت را بهبود داده و منفعی را برای اقتصاد ملی در پی خواهد داشت (Elliot & Jacobson, 1994; Madhani, 2009; Lopez, 2011). وجود نقدینگی بیشتر در بازار به تخصیص مؤثر سرمایه کمک می‌کند (Elliott & Jacobson, 1994).

#### ۵- کاهش خطر برآورد

سرمایه‌گذاران به‌منظور تعیین ارزش فعلی سرمایه‌گذاری خود، بر اطلاعات افشاشده شرکت برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده اتکا می‌کنند. اطلاعات بیشتر منجر به کاهش نبود اطمینان در مورد جریان‌های نقدی آینده و به‌تبع آن کاهش در خطر برآورد می‌شود (Petrova et al., 2012).

#### ۶- قیمت سهام بالاتر

افشا با کاهش ابهام، تمایل سرمایه‌گذاران به‌منظور پرداخت قیمت بالاتر برای سهام شرکت را افزایش می‌دهد (Gao, 2010; Lopez, 2011).

#### ۷- هزینه سرمایه کمتر

از دیگر مزایای افشای بیشتر، کاهش هزینه سرمایه

است. آنها دریافتند در شرکت‌هایی که هزینه‌های اطلاعات اختصاصی بالا است، پیش‌بینی سود از سوی مدیریت از دقت کمتری برخوردار است. بوتوسان و استنفورد (Botosan & Stanford, 2005) نیز مشاهده کردند زمانی که هزینه‌های اختصاصی بالا است، شرکت‌ها از انتشار بخشی از اطلاعات خودداری می‌کنند.

افشای اطلاعات خصوصی ممکن است در جهت منافع رقیبان شرکت عمل کرده و در نتیجه موجب تضعیف موقعیت شرکت و جریان‌های نقدی مربوط به آن شود (Dye, 1985). افشای نامطلوب رقابتی که با کمک به رقیبان، توانایی شرکت را برای ایجاد جریان‌های نقدی آینده تضعیف می‌کند، در راستای منافع کارکنان و مالکان شرکت نخواهد بود (Elliott & Jacobson, 1994). ماهیت رقابتی هزینه‌های اختصاصی در تعیین سطح افشای اطلاعات مهم است (Abdel-Fattah, 2008) و شرکت‌ها باید در تعیین راهبرد افشای خود، هزینه‌های اختصاصی افشا (مرتبط با ضرر رقابتی) و هزینه‌های غیراختصاصی افشا (هزینه بازاریابی اطلاعات) را در نظر بگیرند (Campbell et al., 2001).

افشای شرکت‌ها در موارد راهبردی بازاریابی، تحقیق و توسعه، فناوری و ... ممکن است مزیت رقابتی شرکت را به خطر اندازد (Bhasin, 2012). مدیران ممکن است به دلیل نگرانی از وقوع هزینه‌های اختصاصی (Verrecchia, 2001) یا به دلیل نبود اطمینان در مورد واکنش بازار به افشا (Nagar, 1999)، تمایلی به افشای اطلاعات خصوصی نشان ندهند.

همچنین، افشای بیشتر مشکلات نمایندگی و هزینه‌های مرتبط با آن از قبیل پاداش مدیران اجرایی را افزایش می‌دهد؛ در نتیجه ممکن است منجر به کاهش ارزش شرکت شود (Hermalin & Weisbach, 2012).

### نتیجه‌گیری

از دیدگاه اقتصادی، مدیران در صورتی اطلاعات را افشا می‌کنند که مزایای ناشی از افشای اطلاعات از هزینه‌های افشای اطلاعات بیشتر باشد (Maingot & Zeghal, 2008). اولین پژوهش کیفی متمرکز بر رابطه بین میزان افشا

(Leuz & Wysocki, 2006). هزینه‌های دعاوی حقوقی، هزینه‌های اختصاصی و هزینه‌های سیاسی نمونه‌ای از هزینه‌های غیرمستقیم هستند (Abdel-Fattah, 2008). دعاوی قضایی می‌تواند در نتیجه ادعاهای مربوط به افشای اطلاعات ناکافی یا افشای اطلاعات گمراه‌کننده به وجود آید. دعاوی قضایی ناشی از ادعای افشای اطلاعات گمراه‌کننده، نیاز به تجزیه و تحلیل دقیق‌تری دارد (Elliott & Jacobson, 1994). مدیران به منظور کاهش خطر وقوع شکایت علیه شرکت به دلیل افشای ناکافی یا نابه‌هنگام نیز انگیزه ارائه افشای داوطلبانه دارند (Lopez, 2011).

برخی مفسران معتقدند که افشا می‌تواند با فراهم کردن مزیت‌هایی همچون ارائه اطلاعات ارزشمند به رقبای بازار محصولات، زمینه زیان شرکت را فراهم کند (Armtiage and Martson, 2008; Hermalin & Weisbach, 2012). هرمالین و ویسباچ (Hermalin & Weisbach, 2012) و هیلی و پالپو (Healy & Palepu, 2001) این هزینه‌ها را از هزینه‌های اختصاصی می‌دانند؛ زیرا با افشای چنین اطلاعاتی، به موقعیت رقابتی شرکت آسیب وارد می‌شود. **البوت و ژاکوبسن** (Elliott & Jacobson, 1994) موارد زیر را از جمله انواع اطلاعاتی می‌دانند که می‌تواند برای شرکت ضرر رقابتی ایجاد کند:

- اطلاعات در مورد نوآوری‌های فناوری و مدیریتی (به‌عنوان مثال، فرایند تولید، روش‌های بهبود کیفیت مؤثرتر و روش‌های بازاریابی)،

- راهبردها، طرح‌ها و فنون خاص شرکت (به‌عنوان مثال، برنامه‌ریزی توسعه محصولات و هدف قرار دادن بازارهای جدید)، و

- اطلاعات مربوط به عملیات (به‌عنوان مثال، اطلاعات بخش فروش، هزینه تولید و آمار نیروی کار).

هنگامی که افشای اطلاعات تأثیر منفی بر مزیت رقابتی می‌گذارد، مدیران انگیزه‌ای برای ارائه افشای داوطلبانه اطلاعات ندارند (Lopez, 2011). **ورچیا** (Verrecchia, 1983) نیز معتقد است هنگامی که افشای کامل مستلزم صرف هزینه‌های اختصاصی است، شرکت‌ها اطلاعات خود را به‌طور کامل افشا نمی‌کنند. نتایج پژوهش **بامبر و چیون** (Bamber & Cheon, 1998) نیز تأییدی بر دیدگاه مزبور

- Bailey W., K.G. Andrew, and C. Salva, **The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-listings**, Journal of Financial Economics, Vol. 81, No. 1, 2005, pp. 175-213
- Bamber L.S., and Y.S. Cheon, **Discretionary Management Earnings Forecast Disclosures: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices**, Journal of Accounting Research, Vol. 36, No. 2, 1998, pp. 167-190
- Bhasin M.L., **Voluntary Corporate Governance Disclosures: Evidence from a Developing Country**, Far East Journal of Psychology and Business, Vol. 9, No. 2, 2012, pp. 10-31
- Botosan C.A., and M. Stanford, **Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS No. 131 on Analysts' Information Environment**, Accounting Review, Vol. 80, No. 3, 2005, pp. 751-771
- Campbell D., Sh. Philip, and H. Bohmbach-Saager, **Voluntary Disclosure of Mission Statements in Corporate Annual Reports: Signaling What and To Whom?**, Business and Society Review, Vol. 106, No. 1, 2001, pp. 65-87
- Cheynel E., **A Theory of Voluntary Disclosure and Cost of Capital**, Carnegie Mellon University, <http://www.kellogg.northwestern.edu/accounting/papers/Cheynel.pdf> [25 May 2013], 2009
- Diamond D.W., **Optimal Release of Information By Firms**, Journal of Finance, Vol. 40, No. 4, 1985, pp. 1071-1094
- Dye R.A., **Strategic Accounting Choice and the Effects of Alternative Financial Reporting Requirements**, Journal of Accounting Research, Vol. 23, No. 2, 1985, pp. 544-574
- Elliott R.K., and P.D. Jacobson, **Costs and Benefits of Business Information Disclosure**, Accounting Horizons, Vol. 4, No. 8, 1994, pp. 80-96
- Espinosa M., and M. Trombetta, **Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Spanish Continuous Market**, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 34, No. 9-10, 2007, pp. 1371-1392
- Francis J., N. Dhananjay, and P. Olsson, **Voluntary Disclosure, Information Quality, and Cost of Capital**, Duke University Working Paper, [http://www.researchgate.net/publication/4771099\\_Voluntary\\_Disclosure\\_Earnings\\_Quality\\_and\\_Cost\\_of\\_Capital/](http://www.researchgate.net/publication/4771099_Voluntary_Disclosure_Earnings_Quality_and_Cost_of_Capital/)

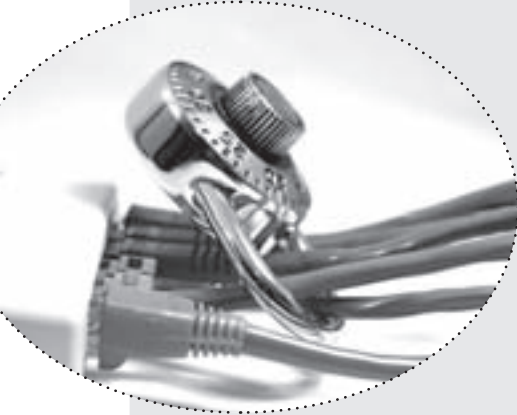
و هزینه سرمایه، توسط آرمیتاژ و مارستون (Armitage & Marston, 2008) انجام شد و به این نتیجه رسیدند که افشای اطلاعات باید تا نقطه بهینه‌ای ارائه شود که هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. بنابراین، افشای اطلاعات فراتر از این سطح بهینه ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. پیشرفت فناوری اطلاعات به کاهش هزینه‌های آماده‌سازی و انتشار اطلاعات کمک می‌کند (Elliott & Jacobson, 1994). در نتیجه می‌توان انتظار داشت که شرکت‌ها تمایل بیشتری به افشای اطلاعات داشته باشند (Abdel-Fat-tah, 2008). بنابراین می‌توان گفت به‌رغم منافع حاصل از افشای اطلاعات، وجود هزینه‌هایی چون نظارت و پیامدهای حقوقی موجب می‌شود تا شرکت‌ها منافع و هزینه‌های افشای اطلاعات را با یکدیگر مقایسه کرده و میزان اطلاعاتی را افشا کنند که به تعادل افشا برسند.

#### پانویس:

1-Risk Sharing

#### منابع:

- اعتمادی حسین، کورش امیرخانی، و محبت رضایی، **محتوای ارزشی افشای اجباری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران**، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۳، ۱۳۹۰، صفحات ۲۳۵-۲۵۲
- دستگیر محسن، و حمیدرضا بزاززاده، **تأثیر میزان افشا بر هزینه سهام عادی**، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۶، ۱۳۸۸، صفحات ۱۰۳-۸۳
- ستایش محمدحسین، و مصطفی کاظم‌نژاد، **افشا در حسابداری**، ماهنامه حسابدار، شماره ۲۲۷، ۱۳۸۹، صفحات ۶۹-۶۶
- Abdel-Fattah T.M.H., **Voluntary Disclosure Practices in Emerging Capital Markets: The Case of Egypt**, Durham University, <http://etheses.dur.ac.uk/1342/1/1342.pdf> [23 May 2013], 2008
- Akhtaruddin M., A.H. Monirul, H. Mahmud, and L. Yao, **Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms**, Journal of Applied Management Accounting Research, Vol. 7, No. 1, 2009
- Armitage S., and C. Marston, **Corporate Disclosure, Cost of Capital and Reputation: Evidence from Finance Directors**, The British Accounting Review, Vol. 40, No. 4, 2008, pp. 314-336



## افشای اطلاعات باید

تا نقطه بهینه‌ای

ارائه شود که

هزینه سرمایه

کاهش می‌یابد

**Transparency in Financial Reporting**, The Accounting World, Vol. 7, No. 6, 2009, pp. 63-66

• Maingot M., and D. Zeghal, **An Analysis of Corporate Governance Information Disclosure by Canadian Banks**, Corporate Ownership and Control, Vol. 5, No. 2, 2008, pp. 225-236

• Nagar V., **The Role of the Manager's Human Capital in Discretionary Disclosure**, Journal of Accounting Research, Vol. 37, 1999, pp. 167-181

• Petrova E. and G. Georgios and S. Ioannis and K.Z. Vasileiou, **Relationship between Cost of Equity Capital and Voluntary Corporate Disclosures**, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 3, 2012, pp. 83

• Sengupta P., **Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt**, Accounting Review, Vol. 73, No. 4, 1998, pp. 459-474

• Stocken P.C., **Credibility of Voluntary Disclosure**, Journal of Economics, Vol. 31, No. 2, 2000, pp. 359-374

• Tadesse S., **The Economic Value of Regulated Disclosure: Evidence from the Banking Sector**, Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 25, No. 1, 2006, pp. 32-70

• Verrecchia R.E., **Discretionary Disclosure**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 5, 1983, pp. 365-380

• Verrecchia R.E., **Essays on Disclosure**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 32, No. 1, 2001, pp. 97-180

• Victoria B., M.P. Cosmina, N.P. Dorina, and S. Carmen, **Voluntary Internet Financial Reporting and Disclosure - A New Challenge for Romanian Companies**, Annals of Faculty of Economics, Vol. 3, No. 1, 2009, pp. 770-778

file/60b7d51431efb4bda6.pdf [5 August 2013], 2005

• Froidevaux E.A., **Investor Relation Internet Disclosure and the Cost of Equity Capital: An Empirical Analysis**, University of Fribourg, <http://ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=FroidevauxE.pdf> [26 May 2013], 2004

• Gao P., **Disclosure Quality, Cost of Capital, and Investor Welfare**, Accounting Review, Vol. 85, No. 1, 2010, pp. 1-29

• Graham J.R., H. Campbell R., and

Sh. Rajgopal, **The Economic Implications of Corporate Financial Reporting**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 40, No. 1-3, 2005, pp. 3-73.

• Healy P., H. Amy, and K. Palepu, **Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure**, Contemporary Accounting Research, Vol. 16, No. 3, 1999, pp. 485-520

• Healy P.M., and K.G. Palepu, **Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure literature**, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, No. 1-3, 2001, pp. 405-440.

• Hermalin B.E., and M.S. Weisbach, **Information Disclosure and Corporate Governance**, Journal of Finance, Vol. 67, No. 1, 2012, pp. 195-233

• Jovanovic B., **Truthful Disclosure of Information**, Bell Journal of Economics, Vol. 13, No. 1, 1982, pp. 36-44

• Lanen W.N., and R.E. Verrecchia, **Operating Decisions and the Disclosure of Management Accounting Information**, Journal of Accounting Research, Vol. 25, 1987, pp. 165-189

• Leuz Ch., and P. Wysocki, **Capital-Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation**, Research Study on behalf of the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, <http://www.tfmsl.ca/docs/v2%282%29%20leuzwysocki.pdf> [17 May 2013], 2006

• Lopez E., **Voluntary Disclosure and the Cost of Equity Capital in the Netherland**, Erasmus University Rotterdam, <http://thesis.eur.nl/pub/10248/> [28 May 2013], 2011

• Madhani M.P., **Role of Voluntary Disclosure and**