

پژوهش‌های تجربی حسابداری

سال هجری، شماره ۲۵، پیاپی ۱۳۹، صص ۳۹-۶۰

## بررسی رابطه کیفیت سود، افشای داوطلبانه و رفتارنامتقارن اطلاعاتی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ابراهیم عباسی، محسن بذرافشان\*\*

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۳/۰۳

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۷/۲۵

### چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین کیفیت سود، افشای داوطلبانه، رفتارنامتقارن اطلاعات با هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخته شد. نمونه آماری این پژوهش متشکل از ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ و با استفاده از رگرسیون چند متغیره از نرم افزار Eviews، Spss و STATA مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد بین کیفیت سود و افشای داوطلبانه با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارتی بهبود کیفیت سود و افشای داوطلبانه شرکت‌ها موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌شود. همچنین بین رفتارنامتقارن اطلاعات و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری حاکم است و رفتارنامتقارن اطلاعات موجب افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت سود، افشای داوطلبانه، رفتارنامتقارن اطلاعات، هزینه حقوق صاحبان سهام.

طبقه‌بندی موضوعی: M41 , M49

### مقدمه

کد DOI: 10.22051/jera.2017.15625.1676

\* دانشیار، گروه مدیریت، دانشگاه الزهراء (س)، نویسنده مسئول، (abbasiebrahim2000@yahoo.com).

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، پردیس علوم و تحقیقات شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، (Bazrafshan.Mohsen@gmail.Com).

هزینه حقوق صاحبان سهام از اهمیت بالایی برای مدیران شرکت‌ها برخوردار است، چرا که یکی از عناصر اساسی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌باشد و با کاهش آن، ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها افزایش می‌یابد. از آنجا که هزینه حقوق صاحبان سهام مبنای مقایسه در ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرد، شرکت‌ها ناگزیر از حفظ هزینه سرمایه خود در سطح معقولی هستند؛ چرا که در صورت بالا بودن هزینه حقوق صاحبان سهام، شرکت ناگزیر به کنارگذاری بسیاری از پروژه‌های سرمایه‌گذاری بالقوه خود خواهد گردید. پژوهش‌های اخیر در حوزه حسابداری، در کنار عوامل شناسایی شده توسط فاما و فرنچ (۱۹۹۳) سطوح افشا در صورت‌های مالی را به عنوان عاملی که رابطه معکوسی با هزینه سرمایه شرکت‌ها دارد، شناسایی نموده‌اند. افشای اطلاعات رابطه تنگاتنگی با مسأله عدم تقارن اطلاعاتی دارد. افشای بیشتر می‌تواند منجر به کاهش رفتار نامتقارن اطلاعاتی گردد (ورشیا، ۲۰۰۱). نتایج تحقیقات تجربی در این زمینه مؤید این مطلب است که سطح افشا توسط شرکت‌ها با میزان عدم تقارن اطلاعاتی دارای رابطه معکوس است و عدم تقارن اطلاعاتی پیامدهای نامطلوب مختلفی از قبیل کاهش کارآیی بازار، افزایش هزینه‌های معاملاتی، کاهش نقدشوندگی سهام و به طور کلی، افزایش هزینه سرمایه شرکت در پی دارد (براون و همکاران ۲۰۰۴). هدف این پژوهش، تبیین و بررسی ماهیت کیفیت سود، افشای داوطلبانه، رفتار نامتقارن اطلاعاتی و رابطه‌ای که می‌تواند با هزینه حقوق صاحبان سهام داشته باشند؛ می‌باشد.

### مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

#### افشا، رفتار نامتقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام

بوتوسان (۱۹۹۷) با استفاده از رویکردی تجربی نشان داد شرکت‌هایی که افشای اختیاری بیشتری انجام می‌دهند، از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری برخوردارند. هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است؛ چرا که از اطلاعات مربوط به آن، اغلب برای ارزیابی راهکارهای جایگزین برای تامین مالی، بودجه بندی سرمایه‌ای و ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود. هزینه سرمایه بالا منجر به کنارگذاری فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بالقوه می‌گردد که ممکن است به نوبه خود بر رشد آینده شرکت اثرگذار باشد. بنابراین، اگر راهکارهایی برای تغییر هزینه سرمایه پیش روی شرکت‌ها قرار داشته باشد، عدم استفاده از آن‌ها توسط شرکت منطقی نمی‌باشد. افشای اطلاعات رابطه

تنگناکنگی با مسأله رفتار نامتقارن اطلاعاتی دارد. مطابق با ادبیات تحقیق، افشای بیشتر می‌تواند منجر به کاهش رفتار نامتقارن اطلاعاتی گردد (ورشیا، ۲۰۰۱). رفتار نامتقارن اطلاعاتی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن، یکی از دو طرف مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل، در اختیار داشته باشد. بنابراین، ممکن است افراد دارای اطلاعات بیشتر، منافع بیشتری را به سبب اطلاعات بیشتر به دست آورند. رفتار نامتقارن اطلاعاتی منجر به بروز دو مشکل اصلی می‌گردد که گزینش نادرست و خطر اخلاقی‌اند. این مسایل باعث می‌شود سرمایه‌گذاران از بازارهایی که در آن عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، کناره‌گیری نمایند و در پی این امر شاهد بازارهای سرمایه با نقدشوندگی کمتر و ناکارا باشیم؛ بنابراین، یکی از راه‌های ایجاد بازار سرمایه کارا، اطمینان دادن به سرمایه‌گذاران نسبت به پایین بودن یا حتی نبود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه است. نتایج تحقیقات تجربی در این زمینه مؤید این مطلب است که سطح افشا توسط شرکت‌ها با میزان رفتار نامتقارن اطلاعاتی دارای رابطه معکوس است و رفتار نامتقارن اطلاعاتی پیامدهای نامطلوب مختلفی از قبیل کاهش کارایی بازار، افزایش هزینه‌های معاملاتی، کاهش نقدشوندگی سهام و به طور کلی، افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت در پی دارد (بروان و همکاران، ۲۰۰۴).

### کیفیت سود، رفتار نامتقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام

مفاهیم حسابداری نظیر دارایی، بدهی و سود به عنوان علائم آگاهی بخش در نظر گرفته می‌شود که اخباری را در مورد شرکت به استفاده‌کنندگان اطلاعات بازگو می‌کند. از سوی دیگر هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد در الگوی ارزش افزوده اقتصادی است. هزینه سرمایه دارای کاربردهای دیگری مانند معیار پذیرش طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید نرخ تنزیل برای محاسبه ارزش افزوده بازار و معیار ارزیابی نرخ‌های بازده سرمایه به کار گرفته شده است (بولو، ۱۳۸۶). از پیامدهای بالقوه کیفیت سود اثر ضعیف آن بر رفتار نامتقارن اطلاعاتی است. رفتار نامتقارن اطلاعاتی باعث افزایش ریسک گزینش نادرست و در نتیجه افزایش هزینه‌های تجاری و کاهش نقدینگی در بازارهای مالی می‌شود و ارتباط آن با کیفیت سود برای تحلیلگران مالی سرمایه‌گذاران و دیگر افراد دارای اهمیت است (باتاچاریا و همکاران، ۲۰۰۸). میزان و دقت اطلاعات می‌تواند بر هزینه حقوق صاحبان سهام (باتاچاریا و همکاران، ۲۰۰۸). میزان و دقت سرمایه‌گذاران بیشتر باشد هزینه سرمایه کاهش

می‌یابد. کیفیت بالای اطلاعات تقارن اطلاعاتی موجب هماهنگی بیشتر مدیران و سرمایه‌گذاران می‌شود. سرمایه‌گذاران به جهت پذیرش ریسک بیشتر هزینه حقوق صاحبان سهام بالایی را مطالبه می‌کنند. با توجه به اینکه در ایران نرخ هزینه تامین مالی از طریق بدهی (نرخ بهره) رقابتی نبوده و معمولاً از طریق سیستم بانکی و به صورت دستوری تعیین می‌شود، لذا در این تحقیق از میان اجزای هزینه سرمایه، فقط هزینه حقوق صاحبان سهام مد نظر قرار گرفته است سود حسابداری و اجزای آن از جمله اطلاعاتی محسوب می‌شود که در هنگام تصمیم‌گیری توسط افراد در نظر گرفته می‌شود. سرمایه‌گذاران منافع خود را در اطلاعات سود جستجو می‌کنند. سود حسابداری نشان داده است که موجب تغییر باورها و رفتار سرمایه‌گذاران می‌شود. شواهد نشان داده است که سود حسابداری شاخص خوبی برای بازدهی سهام و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده است، اما به دلیل استفاده از محدودیت‌های محافظه‌کاری و اهمیت در تعیین سود حسابداری، برخی از تحلیلگران به این نتیجه رسیدند که سود اقتصادی نسبت به سود حسابداری، شاخص بهتری برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده است. سود اقتصادی نیز اولین بار توسط آدام اسمیت تعریف شد و سپس این تعریف توسط هیکس بسط داده شد و سود را مبلغی تعریف کرد که شخص می‌تواند طی یک دوره مصرف کند و در آخر دوره دارای همان رفاهی باشد که در اول دوره داشته است. برای اینکه سود گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و سنجش توان سودآوری یک شرکت به استفاده‌کنندگان کمک نماید و ذینفعان و سرمایه‌گذاران با اتکاء به اطلاعات سود، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، کیفیت اطلاعات باید به نحوی باشد که ارزیابی عملکرد گذشته را ممکن سازد و در سنجش توان سودآوری و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی موثر باشد. بنابراین علاوه بر اینکه رقم سود گزارش شده برای سرمایه‌گذاران مهم است و بر تصمیم‌های آنها تاثیر دارد، ویژگی کیفیت سود نیز به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات سود مورد توجه خاص سرمایه‌گذاران است. سود با کیفیت بالا به لحاظ کاهش ریسک اطلاعات که با کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام و افزایش حجم معاملات ارتباط دارد، موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. افزایش ابهام در سود با افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام و کاهش حجم معاملات در بازار سهام در ارتباط است. زمانی که عموم مردم به فرایند گزارش‌شگری مالی یا به اطلاعات مالی منتشر شده اطمینان نداشته باشند، از سرمایه‌گذاری منصرف می‌شوند و این امر به نوبه خود از گسترش بازار سرمایه

جلوگیری می‌کند. کیفیت بالای سود در سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری بیشتر اشتیاق ایجاد می‌کند. زمانی که سرمایه‌گذاران مطمئن شوند که کیفیت سود شرکت‌ها بالاست آنها در اوراق بهادار بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند (بولو، ۱۳۸۵).

مروری بر مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که رابطه بین رفتار نامتقارن اطلاعاتی، افشاء، کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام توسط محققان متعددی مورد بررسی قرار گرفته است.

### پیشینه داخلی

مشایخی و هم‌پژوهان (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان مخارج سرمایه‌ای، اقلام تعهدی و بازده سهام به این نتیجه رسیدند که نابهنجاری مخارج سرمایه‌ای و نابهنجاری اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران وجود دارد و از هم مجزا هستند اگرچه این دو نابهنجاری ممکن است به طرق مختلف با هم مربوط باشند. نتایج حاکی از آن است که بعد از کنترل کردن برای سه عامل ریسک فاما- فرنچ سرمایه‌گذاران با به کارگیری همزمان دو ناهنجاری به جای فقط استفاده از یک ناهنجاری بازده‌های بالاتری کسب می‌کنند.

خانی و قجاوند (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان تاثیر طیف رقابتی بازار بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی به این نتیجه دست یافتند که در سطح رقابت کامل، معیارهای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط معناداری بر هزینه سرمایه ندارد.

فرج زاده دهکردی و همکاران (۱۳۹۲) بررسی رابطه بین تقسیم سود و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد شرکت‌هایی که سود توزیع می‌کنند در مقایسه با سایر شرکت‌ها از کیفیت سود بالاتری برخوردارند.

شمس و سلیمانی اشرفی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی به این نتیجه دست یافتند که بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی و نیز ارزش معاملات و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد. در واقع افزایش حد نوسان می‌تواند باعث افزایش کارایی بازار و تقارن اطلاعاتی گردد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۳) در مقاله‌ای با عنوان بررسی رابطه بین افشای داوطلبانه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به نتایجی دست یافتند. نتایج آنها نشان داد که رابطه معناداری بین افشای داوطلبانه با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام وجود ندارد؛ اما رابطه مثبت معناداری بین افشای داوطلبانه و نمرات کارایی محاسبه شده به وسیله تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها به عنوان معیار جامع عملکرد است.

بولو و حسنی الفار (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان ارتباط میان کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام و رابطه منفی معنادار میان عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود است. همچنین نتایج حاصل از این آزمون وجود رابطه میان کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام را رد کرد.

خدادادی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی اثر تعدیل کننده عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج مدیریت سود در شرکت‌های مورد مطالعه با عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط مثبت معناداری دارد و در یک محیط با عدم اطمینان بالا، شدت ارتباط مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد.

### پیشینه خارجی

فرانسیس و همکارانش (۲۰۰۴) رابطه بین هفت ویژگی کیفی سود شامل کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن (ویژگی‌های مبتنی بر داده‌های حسابداری) و مربوط بودن، به موقع بودن و محافظه کارانه بودن (ویژگی‌های مبتنی بر داده‌های بازار) و هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد مطالعه قرار داده‌اند و دریافته‌اند که شرکت‌هایی با کیفیت سود پایین، هزینه حقوق صاحبان سهام بالاتری را تجربه می‌کنند.

گرای و همکاران (۲۰۰۹) تحقیق فرانسیس را در استرالیا با در نظر گرفتن کیفیت ارقام تعهدی به عنوان معیاری برای کیفیت سود، مطالعه قرار دادند و به شواهد تأییدکننده‌ای پیرامون رابطه منفی بین متغیرهای تحقیقتشان دست یافتند.

ژو (۲۰۰۹) به بررسی این موضوع پرداخت که آیا اطلاعات محیطی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و هزینه سرمایه تاثیرگذار است یا خیر؟ نتایج پژوهش او نشان داد که بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و هزینه سرمایه شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

باتاچاریا و همکاران (۲۰۱۱) در تحقیقی ارتباط میان کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام را بررسی کردند و به شواهد قابل اتکایی از ارتباط مستقیم میان عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام و ارتباط معکوس میان کیفیت سود، هزینه حقوق صاحبان سهام از یک طرف و کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی از طرف دیگر دست یافتند.

نین چن و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر قوانین افشا بر مدیریت سود ناشی از معاملات با اشخاص وابسته پرداختند به طور کلی آن‌ها بیان کردند قوانین افشا، مدیریت سود را کاهش می‌دهد.

پرسیکا و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان کیفیت سود تحت بحران مالی به این نتیجه رسیدند که در طول بحران مالی کیفیت سود کاهش یافته با این حال این وخامت در کیفیت سود به نظر می‌رسد در خوشه ۳ و ۲ که توسط حمایت سهامداران متوسط و ضعیف مشخص شده شدیدتر است مطالعه نشان می‌دهد که در تلاش برای مقابله با رکود اقتصادی مدیران باید انگیزه ای برای انتخاب محافظه تهاجمی تر، کاهش پیش بینی سود و ارقام تعهدی بیشتر است. کشورها در خوشه شماره ۳ گزارش مالی مربوط تر و در طول بحران مالی که کشورهای خوشه ۱ متناقض با کشورهای گروه ۳ و ۲ هستند.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و هدف پژوهش مبنی بر رابطه کیفیت سود، افشاء داوطلبانه و رفتار نامتقارن اطلاعات با هزینه حقوق صاحبان سهام، فرضیه‌های تحقیق شامل سه فرضیه به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین افشای داوطلبانه و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین رفتار نامتقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

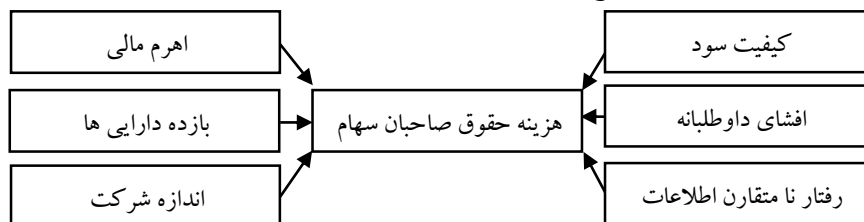
### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ می‌باشد و نمونه انتخابی با استفاده از نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک انجام می‌گیرد. با توجه به شرایط شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، نمونه انتخابی باید دارای شرایط زیر باشد:

۱. سال مالی به پایان اسفند منتهی باشد،
  ۲. در دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداده باشد.
  ۳. تمامی اطلاعات مربوط به اجزای محاسبه متغیرهای معادلات در دسترس و افشا شده باشد.
  ۴. شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بیمه‌ها و بانک‌ها نباشد.
- با توجه به محدودیت‌های اعمال شده، در نهایت تعداد ۱۲۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند که اطلاعات این شرکت‌ها از سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای ره آورد نوین جمع‌آوری شده است.

### مدل مفهومی

در این پژوهش از طریق متغیرهای مستقل و همچنین با توجه به اثرگذاری متغیرهای پیش‌بین (متغیرهای کنترلی)، به تبیین و پیش‌بینی هزینه‌های حقوق صاحبان سهام (متغیر وابسته) پرداخته می‌شود؛ با توجه به این موضوع، مدل مفهومی زیر تبیین می‌گردد:





### مدل تحلیلی پژوهش

به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش بر اساس تحقیق هینسون و اوتک (۲۰۱۵) از مدل زیر استفاده شده است:

$$COC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IA_{i,t} + \alpha_2 EQ_{i,t} + \alpha_3 VD_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

### متغیرهای مورد بررسی در مدل تحلیلی پژوهش

در این بخش نحوه کمی سازی کلیه متغیرهای پژوهش مورد تشریح قرار می‌گیرند.

هزینه حقوق صاحبان سهام ( $COC_{i,t}$ ) در این پژوهش متغیر وابسته است. هزینه حقوق صاحبان سهام با میانگین موزون اجزای مختلف تشکیل دهنده سرمایه شرکت مانند بدهی، سهام ممتاز، سهام عادی و سود انباشته محاسبه می‌شود. طبق پژوهش هینسون و اوتک (۲۰۱۵) برای اندازه گیری آن از مدل استون (۲۰۰۴) استفاده می‌شود:

$$PEG = \sqrt{\frac{FEPS_{t+1} + FEPS_t}{P_t}} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در این رابطه؛

$P_t$ : قیمت هر سهم در سال  $t$

$FEPS_t$ : متوسط سود هر سهم پیش بینی شده برای سال جاری

$FEPS_{t+1}$ : متوسط سود هر سهم پیش بینی شده برای یک سال بعد

در این پژوهش سه متغیر ( $IA_{i,t}$  (رفتار نامتقارن اطلاعات)،  $EQ_{i,t}$  (کیفیت سود) و  $VD_{i,t}$  (افشای داوطلبانه) متغیر مستقل هستند. که نحوه اندازه گیری آنها در ادامه مورد بحث قرار می‌گیرد:

به منظور اندازه گیری  $IA_{i,t}$  (رفتار نامتقارن اطلاعات) طبق پژوهش هینسون و اوتک (۲۰۱۵) از فرمول زیر استفاده می‌شود:

$$SPREAD = \frac{(AP - PB) * 100}{(AP + PB) \div 2} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در این رابطه؛

*SPREAD*: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به پیشنهاد هیئت مدیره و مجمع عمومی سالانه به تصویب می‌رسد.

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$ ,

$i$ : شرکت مورد بررسی،

$t$ : سال مورد بررسی،

PB: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت،

طبق مدل بالا، هر چه دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است.

برای اندازه گیری  $EQ_{i,t}$  (کیفیت سود) طبق پژوهش هینسون و او تک (۲۰۱۵) از مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) استفاده می‌شود:

$$AC_{it} = \alpha + \beta_0 (1/AT_{i,t-1}) + \beta_1 \Delta REV_{it} + \beta_2 PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۴)}$$

در مدل فوق؛

کل ارقام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$  ( $AC_{it}$ ): ارقام تعهدی شاخص مهمی برای تشخیص کیفیت سود است و در ارزشیابی سهام کاربرد دارد. نقش ارقام تعهدی در تغییر یا اصلاح شنا سایی جریان‌های نقد است. کیفیت ارقام تعهدی و سود با توجه به اندازه خطاهای برآورد آن‌ها کاهش می‌یابد (حقیقت، ۱۳۸۳؛ مشایخ و نصیری، ۱۳۹۵). به منظور اندازه گیری ارقام تعهدی کل از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$AC_{it} = ACT - LCT - CHE + DLC - DP \quad \text{مدل (۵)}$$

$ACT$ : تغییر در دارایی‌های جاری سال  $t$  به سال  $t-1$

$LCT$ : تغییر در بدهی‌های جاری سال  $t$  به سال  $t-1$

$CHE$ : تغییر در وجه نقد سال  $t$  به سال  $t-1$

$DLC$ : تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت  $t$  به سال  $t-1$

$DP$ : استهلاک دارایی‌ها در سال  $t$

$AT_{it-1}$ : جمع دارایی‌های شرکت در پایان دوره  $t$  قبل (ابتدای سال جدید)

$REV_{it}$ : تغییر در درآمد شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد که درآمد شرکت مساوی است با (درآمد امسال - درآمد سال قبل) به دست می‌آید.

$PPE_{it}$ : جمع ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات (دارایی‌های ثابت) است.

افشای داوطلبانه ( $VD_{i,t}$ ) به منظور اندازه‌گیری این متغیر طبق کتابچه منتشر شده سازمان حسابرسی مبنی بر فرمت نمونه گزارشگری که شرکت‌ها در تهیه و گزارش اطلاعات؛ از مولفه اطلاعات پیش‌بینی شده استفاده شده است. از این رو به منظور مقایسه پیش‌بینی‌های قبلی سود با سودهای واقعی و نیز طبق پژوهش هینسون و اوتک (۲۰۱۵) برابر است با متوسط دقت پیش‌بینی سود هر سهم توسط شرکت که از طریق فرمول زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$$FORECAST\ Accuracy = \frac{1}{\frac{|Actual\ EPS - Forecasted\ EPS|}{Actual\ EPS}} \quad \text{مدل (۶)}$$

$Actual\ EPS$ : سود واقعی هر سهم

$Forecasted\ EPS$ : سود پیش‌بینی شده هر سهم

متغیرهای کنترلی در این پژوهش عبارتند از: اهرم مالی ( $Lev_{i,t}$ )، بازده دارایی‌ها ( $ROA_{i,t}$ )، اندازه شرکت ( $SIZE_{i,t}$ ). در ادامه به تعریف هر کدام پرداخته می‌شود:

اهرم مالی ( $Lev_{i,t}$ ): اهرم مالی از نسبت بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت  $t$  سال بدست می‌آید.

بازده دارایی‌ها ( $ROA_{i,t}$ ): این نسبت از طریق تقسیم سود خالص بر میانگین کل دارایی‌ها شرکت  $t$  سال بدست می‌آید.

اندازه شرکت ( $SIZE_{i,t}$ ): عبارت است از لگاریتم دارایی‌های شرکت  $t$  سال محاسبه می‌گردد.

## یافته‌های پژوهش

**آمار توصیفی:** در نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش آورده شده است.

## نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	کشیدگی	جولگی
هزینه سرمایه	COC	۳۷/۷۳۸۴	۳۳/۶۰۸	۱۶۶/۷۸۲۲	۱/۴۱۹	۲۱/۳۰۶۱۷	۱/۳۰۲۶۸۵	۴/۲۹۶۰۰۴
رفتار نامتقارن اطلاعاتی	IA	۱/۰۰۸۹۴۸	۰/۰۰۰	۵۰	-۴۰/۳۴۸	۵/۷۹۳۲۲۳	۲/۷۳۵۸۵۳	۳/۱۳۲۷۳
کیفیت سود	EQ	-۴۳۰/۷۸۹	۲۴۶۱۳۳۹	۹۹۳۵۱۱۸۱	۰/۰۰۰	۳۱/۱۹۵۳۹۹	-۱۰/۴۸۸۹	۱۵/۷۶۲۱
افشای داوطلبانه	VD	-۳/۳۳۴۴	-۰/۶۸۴۵۹۱	۴۵/۶۶۶	-۷۱۱	۲۸/۵۶۴۵	-۲/۷۶۶۲	۴/۰۰۲
اهرم مالی	LEV	۰/۰۷۱۱۲۲۴	۰/۶۵۶۸۶۲	۳/۷۶۰۰۷۴	۰/۰۶۵۸	۰/۴۱۱۰۸۳	۰/۶۹۸۷۹۰	۲/۱۷۶۸۱
بازده دارایی ها	ROA	۰/۷۱۸۳۰۱	۰/۴۳۳۴۴	۴۴۷/۵۰۷۵	-۱/۸۸۲۰۴۳	۱۶/۲۷۲۵۵	۱/۲۹۷۵۶۵	۲/۹۸۷۷۰۲
اندازه شرکت	SIZE	۵/۸۶۴۹۷۴	۵/۸۲۶۹۰۲	۸/۵۶۵۴۰۲	۳/۹۳۲۸۲۹	۰/۶۹۸۰۷۱	۰/۶۳۷۷۴۴	۲/۱۸۴۴۵۷

**آمار استنباطی:** در پژوهش حاضر برای تحلیل مدل از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. در بخش داده‌های ترکیبی مطرح شده ابتدا باید مشخص شود که تفاوت فردی یا به اصطلاح ناهمگنی در مقاطع وجود دارد یا اینکه مقطع‌ها با هم همگن هستند؟ و برای این تخمین می‌بایست داده‌های آماری روی هم انباشته کرد و به روش داده‌های تلفیقی یا روش داده‌های تابلویی برآورد را انجام داد تا روش مناسب انتخاب شود. بعد از تحلیل اجمالی داده‌های بکار رفته، ابتدا با استفاده از آزمون ریشه واحد پایایی متغیرها برای بررسی عدم کاذب بودن رگرسیون برآوردی، آزمون LRTEST به منظور تشخیص واریانس ناهمسانی و همچنین از آزمون Xtserial برای مشکل خودهمبستگی جملات پسماند مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در ادامه با استفاده از آزمون F لیمر مشخص خواهد شد که تفاوت فردی یا به اصطلاح ناهمگنی در مقاطع وجود دارد، یا اینکه مقطع‌ها با هم همگن هستند و از آزمون ها سمن جهت تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت واحدهای مقطعی استفاده می‌شود. در ادامه نیز مدل تحقیق برآورد و نتایج حاصل، مورد تحلیل قرار خواهد گرفت. به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری شده، از نرم افزار Excel و برای آزمون فرضیه ها و همچنین آزمون‌های تکمیلی جهت اطمینان از مدل رگرسیونی مستقل، از نرم افزار Eviews، Spss و STATA استفاده شد.

**نگاره (۲): نتایج آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی (Pooling) یا تلفیقی (Panel)**

نتیجه آزمون	p-value	درجه آزادی	آماره آزمون	آزمون اثرات	فرضیه صفر
H <sub>0</sub> رد می‌شود (روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود)	۰/۰۰۰	(۵۸۹/۱۲۵)	۱۷/۸۷۱۸۳۵	F آزمون	اثرات خاص شرکت معنی‌دار نیستند (روش Pooling مناسب است)

همان‌گونه که در نگاره (۲) دیده می‌شود در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مدل پژوهش فرض صفر آزمون رد شده است، بنابراین باید از روش داده‌های پانل استفاده نمود. در نتیجه بحث انتخاب از بین مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی پیش می‌آید که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

**نگاره (۳): نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی**

نتیجه آزمون	p-value	درجه آزادی	آماره $\chi^2$	فرضیه صفر
H <sub>0</sub> پذیرفته می‌شود (روش اثرات تصادفی مناسب است)	۰/۳۴۳۷	۶	۶/۷۵۹۲۸۴	روش اثرات تصادفی مناسب است

نتایج نگاره بالا، بیانگر آن است که در مدل فرض شده پژوهش باید از روش اثرات تصادفی استفاده نمود.

**نگاره (۴): نتایج آزمون ولد ریچ مدل‌های پژوهش**

Wooldridge Test		
نتیجه	احتمال آماره	آماره
خودهمبستگی در مدل پژوهش	۰/۰۰۰	۷۹/۸۰۴

در نگاره (۴) نتایج آزمون خودهمبستگی برای آزمون مدل آمده است. با توجه به اینکه P-Value مندرج در نگاره (۴) برای مدل، کمتر از سطح معنی‌دار ۵٪ است، مدل دارای خودهمبستگی می‌باشد. به منظور رفع این مشکل در برآورد نهایی مدل، از الگوی متغیر وابسته با یک وقفه تاخیر استفاده می‌گردد. زیرا در مدل اثرات تصادفی نمی‌توان از الگوهای خود رگرسیون AR استفاده نمود.

**نگاره (۵): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس مدل پژوهش**

LRTEST		
نتیجه	احتمال آماره	آماره
ناهمسانی واریانس	۰/۷۷۹۵	۰/۰۸

در نگاره (۵) نتایج آزمون ناهمسانی واریانس برای آزمون مدل مربوط به فرضیات آمده است. در صورتی که P-Value کمتر از سطح معنی داری ۵٪ باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته نمی شود و مدل دارای ناهمسانی واریانس است. با توجه به اینکه P-Value مندرج در نگاره (۴) بیشتر از سطح معنی داری ۵٪ است، مدل فاقد ناهمسانی واریانس می باشد.

#### نگاره (۶): نتایج آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال در مدل تحقیق

LRTEST		
نتیجه	احتمال آماره	آماره چارک برا
ناهمسانی واریانس	۰/۳۲۱۷۳۶	۲/۷۱۲۲۱

#### نتایج آزمون فرضیه‌ها

پس از اطمینان از برقراری فروض کلاسیک، به منظور برآورد مدل با توجه به ناهمسانی واریانس، از الگوی از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته و شیوه داده‌های ترکیبی و روش اثرات تصادفی استفاده شد. جهت بررسی فرضیات تحقیق از مدل زیر استفاده شده است.

$$COC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IA_{i,t} + \alpha_2 EQ_{i,t} + \alpha_3 VD_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

نتایج حاصل از برآورد مدل اول تحقیق به شرح نگاره (۷) می باشد.

#### نگاره (۷): خلاصه نتایج آماری آزمون مدل

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
C (عرض از مبدأ)	۲۰/۴۷۳۸۴	۳/۳۹۷۲۲۰	۶/۰۲۶۶۴۵	۰/۰۰۰
رفتار نامتقارن اطلاعاتی	۱/۰۹۷۰۶۹	۰/۰۶۹۵۲۱	۲/۳۹۶۲۵۷	۰/۰۲۳۲
کیفیت سود	-۲/۲۷۰۷۴۲	۰/۵۴۹۰۵۸	-۴/۱۳۵۷۰۶	۰/۰۰۰
افشا داوطلبانه	-۰/۰۲۴۷۸۴	۰/۰۱۲۱۲	-۲/۰۴۴۷۷۷	۰/۰۴۱۳
اهرم مالی	-۲/۲۴۸۶۱۵	۰/۹۷۶۴۱۱	-۲/۳۰۲۹۳۹	۰/۰۲۱۶
بازده دارایی‌ها	-۰/۰۳۲۲۷۷	۰/۰۲۰۸۴۸	-۱/۵۴۸۲۱۱	۰/۱۲۲۱
اندازه شرکت	-۲/۵۶۱۲۰۸	۰/۶۷۲۸۰۸	-۳/۵۳۶۸۳۹	۰/۰۰۰
متغیر وابسته با یک وقفه تاخیر	۰/۸۵۷۰۵۲	۰/۰۱۷۶۳	۳۸/۶۱۲۱۱	۰/۰۰۰
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۳۱۷/۱۵۹۵ ۰/۰۰۰	آماره دوربین واتسن		۱/۸۹۸۶۴۸
ضریب تعیین	۰/۷۸۹۴۸۲	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۸۶۹۹۳

پیش از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیون برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۷۸ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (هزینه سرمایه)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار آزمون دوربین واتسون ۱/۸۹۸۶۴۸ که بین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد نشان دهنده مناسب بودن استقلال خطاهای مدل تحقیق می‌باشد.

**فرضیه اول:** بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد. بررسی مقدار آماره  $t$ ، متغیر کیفیت سود (۴/۱۳۵۷۰۶-) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر منفی و معنی‌داری بر میزان هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌باشد. بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد می‌گردد. از این رو با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد هرچه کیفیت سود افزایش (کاهش) یابد، فراوانی هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش (افزایش) پیدا می‌کند (نگاره ۷).

**فرضیه دوم:** بین افشای داوطلبانه و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

بررسی مقدار آماره  $t$ ، متغیر افشای داوطلبانه (۲/۰۴۴۷۷۷-) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر منفی و معنی‌داری بر میزان هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌باشد. بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد می‌گردد. از این رو با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد هرچه افشای داوطلبانه افزایش (کاهش) یابد، فراوانی هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش (افزایش) پیدا می‌کند (نگاره ۷).

**فرضیه سوم:** بین رفتار نامتقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

بررسی مقدار آماره  $t$ ، متغیر رفتار نامتقارن اطلاعاتی (۲/۳۹۶۲۵۷) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵ درصد دارای تاثیر مثبت و معنی‌داری بر میزان هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌باشد. بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد رد می‌گردد.

از این رو با توجه به نتایج بدست آمده می توان بیان کرد هرچه رفتار نامتقارن اطلاعاتی افزایش (کاهش) یابد، فراوانی هزینه حقوق صاحبان سهام نیز افزایش (کاهش) پیدا می کند (نگاره ۷). همچنین نتایج نشان می دهد از بین متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده در تحقیق اهرم مالی شرکت ها و اندازه شرکت رابطه معکوس و معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارند. زیرا سطح معناداری مربوط به آزمون آن ها کمتر از میزان خطا ۰/۰۵ می باشد.

### نتیجه گیری و پیشنهادها

هزینه سرمایه به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد در الگوی ارزش افزوده اقتصادی است. نظر به اهمیت این مهم، در این پژوهش به پیروی از تحقیق هینسون و اوتک (۲۰۱۵) از سه مولفه کیفیت سود، افشاء داوطلبانه، رفتار نامتقارن اطلاعاتی به عنوان متغیرهای موثر بر هزینه حقوق صاحبان سهام استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد بین کیفیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد به عبارتی با افزایش و بهبودی کیفیت سود، هزینه های حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد. این نتیجه حاکی از آن است که کیفیت سود در کاهش و افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها یک عامل موثر و معنادار است و با اعمال تغییرات در کیفیت سود می توان هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها را مدیریت و کنترل کرد. شرکت هایی که سود آنها با کیفیت است ریسک پایین تری برای جلب نظر سرمایه گذاران به منظور تامین مالی دارند. از اینرو تامین کنندگان منابع شرکت ها به دنبال سرمایه گذاری در شرکت هایی هستند که واجد سودهای با کیفیت می باشند. در واقع ورود سرمایه و تامین مالی برای موسسات و شرکت هایی که سودهای با کیفیتی دارند آسانتر است زیرا یک اطمینان منطقی در سرمایه گذاران برای کسب بازده مورد نظر را به وجود می آورند. از طرفی شرکت هایی که سودهایی با کیفیت پایین یا بی کیفیت را تجربه می کنند برای جلب نظر سرمایه گذاران می بایست نرخ بازده بالاتری را نسبت به سایر شرکت ها برای ایشان تامین کنند، از اینرو نرخ بازده از دید سرمایه گذاران و تامین کنندگان منابع مالی و نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام از دید شرکت ها و موسسات افزایش می یابد. نتایج این فرضیه مشابه نتایج کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) و فرانسیس و همکاران (۲۰۰۳) می باشد. همچنین افشای داوطلبانه شرکت ها موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می شود به عبارتی بین این دو متغیر رابطه معکوسی وجود دارد. صورت های مالی شفاف، صور های هستند که رویدادها، مبادلات،



قضاوت‌ها و برآوردهای اساسی صورت‌های مالی و کاربردهای آنها را نشان دهند. شفافیت، استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا نتایج و کاربردهای تصمیمات، قضاوت‌ها و برآوردهای تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی را مشاهده و درک کنند. افشای کامل بر فراهم کردن تمام اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری و در نتیجه، حصول اطمینان مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران گمراه نمی‌شوند، دلالت دارد. افشای مالی ضعیف موجب گمراهی سهامداران می‌شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آنها دارد. برخی سرمایه‌گذاران اطلاعات ناقصی دارند و از تمام شرکت‌های موجود در اقتصاد آگاه نیستند. در نتیجه، مشارکت در ریسک، ناقص و ناکاراست. افشا توسط این شرکت‌های کمتر شناخته شده می‌تواند سرمایه‌گذاران را از وجود آنها آگاه کند و دیدگاه سرمایه‌گذار را گسترش دهد که آن نیز به نوبه خود، مشارکت در ریسک را بهبود می‌بخشد و هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد. نتایج این فرضیه مشابه نتایج گیتزمن و ایرلند (۲۰۰۵) و برون و هیلگیتز (۲۰۰۷) و ستایش و همکاران (۱۳۹۰) و هینسون و اوتک (۲۰۱۵) می‌باشد. در نهایت نتایج تحقیق نشان داد بین رفتار نامتقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر رفتار نامتقارن اطلاعاتی موجب افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. شواهد بیانگر آن است که افزایش در رفتار نامتقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران و پایین آمدن نقدشوندگی اوراق بهادار، کم‌شدن حجم معامله‌ها و به طور کلی، کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستدها رابطه مستقیم دارد. در واقع رفتار نامتقارن اطلاعاتی می‌تواند منجر به کاهش نقدشوندگی سهام و افزایش هزینه معاملات شود و این مسئله افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها را به دنبال خواهد داشت. نتایج این تحقیق مشابه نتایج ستایش و همکاران (۱۳۹۲) ساینی و هرمان (۲۰۱۰)، آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۰) و پنگ هی و همکاران (۲۰۱۳) می‌باشد. رفتار نامتقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت افشای پایین، مسأله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت. اوراق بهادار مواجه با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند و هزینه داد و ستد آنها در زمان خرید و فروش بیشتر است. بنابراین، خریداران تمایل کمتری به خرید آنها دارند. سرمایه‌گذاران برای اضافه هزینه معاملاتی پرداخت شده، پاداش بیشتری مطالبه می‌کنند. با افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشا، شرکت‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش دهند.

### محدودیت‌های تحقیق

محدودیت مهم این تحقیق، ویژگی خاص تحقیق‌های نیمه تجربی مبنی بر عدم کنترل برخی عوامل مؤثر بر نتایج تحقیق از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی و مواردی از این قبیل است که خارج از دسترس محقق بوده و ممکن است بر نتایج تحقیق اثرگذار باشد و محدودیت دیگر این تحقیق، عدم افشای کامل متغیرهای پژوهش توسط شرکت‌ها می‌باشد که باعث حذف کثیری از شرکت‌ها شده است.

### پیشنهاد‌های ناشی از یافته‌های تحقیق

در طی انجام پژوهش، با بررسی منابع اطلاعاتی در ارتباط با موضوع پژوهش و با توجه به نتایج و دستاوردهای پژوهش حاضر پیشنهادهایی مورد توجه قرار می‌گیرد:

- بر اساس نتایج این پژوهش، کیفیت سود شرکت‌ها بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر دارد. به گونه‌ای که سودهای با کیفیت موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام و بالعکس می‌شود لذا به سرمایه‌گذاران، کاربران و سازمان‌های تدوین استاندارد و قوانین پیشنهاد می‌شود، در تصمیمات خود به این مهم توجه داشته باشند.
- با توجه به اثر مثبت افشا داوطلبانه صورت‌های مالی بر کاربران و سرمایه‌گذاران، به سازمان بورس اوراق بهادار و قانون‌گذاران پیشنهاد می‌شود که طی قوانینی مدون؛ با ساز و کارهای انگیزشی و تشویقی، شرکت‌ها را به افشای هرچه بهتر صورت‌های مالی تشویق نمایند.
- همچنین با توجه به اینکه نتایج پژوهش، عدم استفاده یکنواخت و دسترسی به اطلاعات موجب افزایش هزینه‌های حقوق صاحبان سهام می‌شود، از این رو به سازمان‌های تدوین استاندارد و قوانین پیشنهاد می‌شود که قوانینی دال بر گستره اطلاعات مالی و مدیریتی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد. که این در نهایت موجب بهبود کیفیت اطلاعات و تصمیم‌گیری بهتر خواهد شد.

### پیشنهادات موضوعی و آتی

نتایج حاصل شده در این تحقیق براساس اطلاعات موجود و محدودیت‌های زمانی و مکانی به دست آمده است و به نظر می‌رسد برای تکامل آن لازم است تحقیقات زیر نیز انجام گیرد:

- پیشنهاد می‌شود برای دستیابی به نتایج گسترده‌تر، به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر روی هزینه سرمایه با توجه به نوع رقابت در بازار پرداخته شود.
- در این تحقیق به منظور اندازه گیری کیفیت سود از مدل جونز (۱۹۹۱) استفاده شده است. پیشنهاد می‌شود از سایر مدل‌های کیفیت سود مانند مدل دی آنجلو (۱۹۸۶)، هیلی (۱۹۸۵)، مدل اسلوان (۱۹۹۶) و سایر مبانی ارزیابی کیفیت سود استفاده شود.
- به علاقه مندان پیشنهاد می‌شود در تحقیقی به بررسی اثر مولفه‌های حاکمیت شرکتی بر هزینه‌های حقوق صاحبان سهام بپردازند.

### منابع

- بولو، قاسم. (۱۳۸۶). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود، رساله دکتری حسابداری. دانشگاه علامه طباطبائی. دانشکده مدیریت و حسابداری.
- بولو، قاسم. حسنی القار، مسعود. (۱۳۹۳). ارتباط میان کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه حقوق صاحبان سهام. مجله دانش حسابداری. شماره ۱۷. صص ۴۹-۷۵
- حقیقت، حمید، همایون، علی. (۱۳۸۳). بررسی ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد.
- خانی، عبدالله. قجاوند، زیبا. (۱۳۹۱). تاثیر طیف رقابتی بازار بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱۴. صص ۶۷-۸۸
- خدادادی، ولی. عربی، مهدی. ال بوعلی، صادق. (۱۳۹۴). اثر تعدیل کننده عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۶. صص ۵۱-۶۶
- ستایش، محمد حسین. غفاری، محمد جواد و رستم زاده، ناصر. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه. پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱، صص ۱۲۵-۱۴۶.
- ستایش، محمد حسین. روستا، منوچهر. علیزاده، وحید. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین افشای داوطلبانه و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۳. صص ۱۵۳-۱۶۰
- ستایش، محمد حسین. کاظم نژاد، مصطفی. ذوالفقاری، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۵۵-۷۴

- شمس، شهاب الدین. سلیمانی اشرفی، ماریه. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، شماره ۷، صص ۶۹-۸۲.
- فرج زاده دهکردی، حسن. همتی، حسن. برزده، سیدامیر. (۲۰۱۳). بررسی رابطه بین تقسیم سود و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش حسابداری*، شماره ۱۱، صص ۸۳-۱۰۸.
- کردستانی غلامرضا و ضیالالدین، مجدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سهام عادی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۸، صص ۸۵-۱۰۴.
- مشایخ، شهناز. نصیری، سپیده سادات. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر شفافیت گزارشگری مالی بر مربوط بودن ارزش سود حسابداری. *مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری*، شماره ۱۹، صص ۱۲۷-۱۵۴.
- مشایخی، بیتا. فدایی نژاد، محمد اسماعیل. کلاته رحمانی، راحله. (۱۳۸۹). مخارج سرمایه ای، اقلام تعهدی و بازده سهام. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۳، صص ۷۷-۹۲.
- Armstrong, Christopher S. Core, John E. Taylor, Daniel J. Robert E. Verrecchia. (2010). When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?. Available at: <http://www.ssrn.com>.
- Bhattacharya, N. , Desai, H. and Venkataraman, K. (2008). Earnings quality and information asymmetry: evidence from trading costs. Working Paper, Southern Methodist University.
- Bhattacharya. N. , Ecker, F. , Per. M. Olsson and K. Schipper. (2011). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *Accounting Review*, 87 (2) , 449-482 .
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72 (3) , 323-34.
- Brown, S. , Hillegeist, S. , & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37 (3) , 343-366.
- Brown, S. and Hillegeist, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, (12) , 443° 477 .
- Bulu, Q & Hosni Al-Qar, M. (2014). The Relationship between Quality of Earnings, Information Asymmetry, and Cost of Equity. *Journal of Accounting Knowledge*, (17) , 49-75. (In Persian)
- Bulu, Q. (2007). Cost of equity and Earnings characteristics, Ph. D. Accounting. Allameh Tabatabaei University. Faculty of Management and Accounting. (In Persian)

- Easton, P. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*, (79), 73-95.
- Fama, E. and French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial Economics*, (33), 3-56.
- Farajzadeh Dehkordi, H. , Hemmati, H & Barzdah, S. A. (2013). Relationship between Earnings sharing and the quality of profits of companies accepted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*, (11), 83-108. (In Persian)
- Francies, I. , Lafond, R. , Olsson, P & Schipper, K. (2003). Earnings quality and the pricing effects of earnings patterns, working paper Duke University, p. 53
- Francis, J. , Olsson, P. & Schipper, K. , (2004). Costs of equity and earnings attributes, *The Accounting Review*, (79), 967-1010.
- Gietzman, M. and Ireland, J. (2005). "Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice. *Journal of Business, Financial & Accounting*, Vol. 23, No. 3&4, pp. 599-634.
- Gray, P. and P. -S. Koh and Y. H. Tong (2009). Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital: Evidence from Australia, *Journal of Business Finance and Accounting*, (36) 1 & 2, 51-72.
- Haghighat, H & Homayoun, A. (2004). Investigating the relationship between the quality of accruals and Earnings in listed companies in Tehran Stock Exchange, MSc. Azad University of Mashhad (In Persian).
- Hinson, L. A. , Utke, S. (2016). Structural Equation Modeling in Archival Accounting Research: An Application to Disclosure and Cost of Capital, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2614085> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2614085> Liang .
- Khani, A & Ghajaavand, Z. (2012). The impact of the competitive spectrum of the market on the relationship between information asymmetry and the cost of equity capital. *Journal Financial Accounting Research*, (14). 67-88. (In Persian)
- Khodadadi, V. , Arabic, M & El Buali, S. (2015). The effect of moderating environmental uncertainty on the relationship between Earnings management and information asymmetry. *Journal Financial Accounting and Audit Research*, (26), 51-66. (In Persian)
- Kordestani, G. R & Ziaoddin, M. (2007). Investigating the Relationship between Qualitative Characteristics of Earnings and Cost of Standard Stock. *Journal Accounting and Audit Accounting*, (48), 85-104. (In Persian)
- Kothari, S. P. , Lroe, A. J. And Wasleg, C. E. (2005). Performance marched discretionary accrual measure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 1363-97. 3

- Liang, P. J. (2001). Recognition: An information content perspective, *Accounting Horizons*, (15), 223-242.
- Mashayekh, SH & Nasiri, S. S. (2016). Investigating the Effect of Financial Reporting Transparency on the Relevance of the Accounting Estimate. *Journal of Experimental Accounting Research*, (19), 127-154. (In Persian)
- Mashayekhi, B., Fadai Nejad, M. S & Kalateh Rahmani, R. (2010). Capital Expenditures, Accruals and Stock Returns. *Journal of Financial Accounting Research*, (3), 77-92. (In Persian)
- Nen-Chen, R. H., Jeng, C., Ying, W. (2013). Effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, (32), 4: 292-313.
- Peng He, William Lepone, Andrew and Henry Leung. (2013). Information asymmetry and the cost of equity capital. *International Review of Economics & Finance*, (27), 611-620.
- Persakis, A. Iatridis, G. E. (2015). Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation, *Journal of Multinational Financial Management*, (30): 1-35
- Saini, Jagjit Singh and Don Herrmann. (2010). Cost of Equity Capital, Information Asymmetry, and Segment Disclosure. Available at: <http://www.ssrn.com>.
- Setaush, M. H., Ghaffari, M. J & Rostamzadeh, N. (2013). Investigating the Influence of Information Asymmetry on Capital Cost. *Journal Empirical Accounting Research*, (8), 125-146. (In Persian)
- Setaush, M. H., Kazemnejad, M & Zolfaghari, M. (2011). Investigating the Effect of Disclosure Quality on Stock Liquidity and Cost of Capital of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, (3), 55-74. (In Persian)
- Setaush, M. H., Rosta, M & Alizadeh, V. (2015). Investigating the relationship between voluntary disclosure and the performance of companies admitted to Tehran Stock Exchange. *Journal Empirical Accounting Research*, (13), 153-160. (In Persian)
- Shams, SH & Soleimani Ashrafi, M. (2013). Investigating the relationship between price fluctuation and information asymmetry. *Journal Empirical Accounting Research*, (7), 69-82. (In Persian)
- Verrecchia, R. E., (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, (32), 97-180.
- Zhao, Y., Ch. K. H., Zhang, Y., & David, M. (2012). Takeover protection and managerial myopia Evidence from real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, (31) 1, 109-135