

بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه

محمد حسین ستایش*، محمد جواد غفاری**، ناصر رستم زاده***

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۹/۱۳

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۱/۲۴

چکیده

تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها از موضوعاتی است که پژوهش‌های زیادی را در ادبیات مالی موجب شده است. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر روی هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور چهار معیار مختلف هزینه سرمایه شامل هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته، هزینه بدهی و میانگین موزون هزینه سرمایه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از بررسی ۹۴ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۰ با استفاده از داده‌های ترکیبی حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی رابطه معنادار وجود دارد اما بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار دیگر هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سود انباشته و میانگین موزون هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به نتایج فوق، می‌توان بیان نمود که تعریف عملیاتی هزینه سرمایه بر وجود یا عدم وجود رابطه مذکور اثرگذار است.

واژه‌های کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته، هزینه بدهی و میانگین موزون هزینه سرمایه.

طبقه‌بندی موضوعی: G14, G33, D82.

* استادیار حسابداری دانشگاه شیراز (نویسنده مسئول)، (Setayesh@shirazu. ac. ir)
** دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه شیراز، (M_J_Ghaffari@yahoo. com)
*** کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز، (Naser_Rost2706@yahoo. com)

مقدمه

یکی از عوامل موثر در تصمیم‌گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتیکه اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود، می‌تواند منجر به نتایج متفاوت نسبت به موضوعی واحد شود. بنابراین قبل از اینکه خود اطلاعات برای فرد تصمیم‌گیرنده مهم باشد، این کیفیت توزیع اطلاعات است که باید مورد ارزیابی قرار گیرد (قائم‌ی و وطن‌پرست، ۱۳۸۴: ۸۶).

یکی از نکات مهم در مورد بورس اوراق بهادار، بحث کارایی بازار است که بر طبق آن تمام اطلاعات موجود در بازار، اثر خود را بر روی قیمت سهام منعکس می‌کنند. شاید بتوان از دیدگاه فرضیه بازار کارا، دلیل وجود حسابداری را عدم تقارن اطلاعاتی بیان کرد که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار دارد. این امر به علت معاملات و اطلاعات درون‌گروهی به وجود می‌آید (احمدپور کاسگری و عجم، ۱۳۸۹: ۱۰۸). تعیین و ایجاد ساختار بهینه سرمایه و یا حرکت به سمت آن می‌تواند بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران تأثیر بگذارد. بدون اطلاع از هزینه سرمایه، شرکت نمی‌تواند تصمیم بگیرد که از چه ابزاری برای گردآوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت استفاده کند و به دلیل محدودیت در منابع، واحدهای اقتصادی باید ترکیبی از منابع تأمین مالی را انتخاب کنند که حداقل هزینه سرمایه را در برداشته باشد (عثمانی، ۱۳۸۱: ۲۵).

هزینه سرمایه یکی از مهم‌ترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی است که از عوامل متعددی متأثر می‌شود. اهرم مالی، سودآوری، ترکیب سهامداران، ترکیب هیئت مدیره، نوع فعالیت شرکت، نقدینگی و اندازه شرکت از مهم‌ترین این عوامل است (نصیرپور، ۱۳۷۹: ۱). همچنین با توجه به این که توان جذب سرمایه و تأمین مالی شرکت‌ها یکی از مهم‌ترین ارکان مورد نیاز برای باقی ماندن در بازار رقابتی امروز است، وجود بازار سرمایه و حضور فعال و گسترده سرمایه‌گذاران در چنین بازارهایی یکی از نیازهای انکارناپذیر برای رشد اقتصاد ملی کشورهاست.

معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود، این اطلاعات توسط تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار

گرفته و بر مبنای آن، تصمیم‌گیری نسبت به خرید یا فروش سهام صورت می‌پذیرد. بنابراین، در صورت انتشار محرمانه و ناهمگون اطلاعات، واکنش‌های متفاوتی از سوی سرمایه‌گذاران به واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایجاد می‌شود که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت. در این حالت سرمایه‌گذاران کوچک تمایلی به سرمایه‌گذاری نخواهند داشت و این مسئله در نهایت منجر به افزایش هزینه سرمایه شرکت به میزان ریسکی می‌شود که باید به وسیله سرمایه‌گذاران کمتر تحمل شود (لامبرت و هم‌پژوهان، ۲۰۰۶: ۱).

اوهارا (۲۰۰۳) و ایزلی و اوهارا (۲۰۰۴) معتقدند که عدم تقارن اطلاعاتی بر روی قیمت‌ها تاثیر گذاشته و به عنوان شاخصی از هزینه سرمایه شرکت‌هاست. آن‌ها بیان می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی بین معامله‌گران بازار منجر به انتخاب و نگهداری پرتفوی‌های مختلف و گوناگون توسط آن‌ها می‌شود. لذا معامله‌گران دارای اطلاعات اندک، تلاش خواهند کرد تا دارایی‌هایی را نگهداری کنند که بتواند ضعف ناشی از اطلاعات نابرابر را جبران کند. این مسئله منجر خواهد شد تا قیمت اوراق بهاداری که میزان عدم تقارن اطلاعاتی آن‌ها بالاست، کاهش پیدا کرده، نقدشوندگی آن‌ها نیز کاهش و هزینه داد و ستد آن‌ها در زمان خرید و فروش افزایش یابد. سرمایه‌گذاران برای اضافه هزینه معاملاتی پرداخت شده، پاداش بیشتری مطالبه کرده و در نتیجه هزینه سرمایه مرتبط با این شرکت‌ها افزایش می‌یابد. با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق افشای اطلاعات خصوصی و بهبود کیفیت افشا، شرکت‌ها قادر خواهند بود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه مبادله اوراق بهادار و بدین ترتیب هزینه سرمایه را کاهش دهند (آمیهود و مندلسون، ۱۹۸۶: ۲۲۹).

با توجه به پژوهش‌های انجام شده، هنوز هم مسئله عواقب عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه و خصوصاً ارتباط آن با دقت اطلاعات در اختیار سهامداران و هزینه سرمایه مورد بحث است. لذا هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران بر روی هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

عدم تقارن اطلاعاتی

اولین بار در سال ۱۹۷۰ نظریه عدم تقارن اطلاعاتی توسط اکرلوف، اسپنس و استیگلیتز (۱۹۷۰) ارائه شد. این پژوهشگران نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند موجب

افزایش گزینش مغایر در بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می‌آید. آن‌ها نوعی بازار را به تصویر می‌کشند که در آن فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری را در اختیار دارد.

تینیک (۱۹۷۲) بیان می‌کند که در ادبیات مالی، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه بخش هزینه پردازش سفارش، هزینه نگهداری موجودی و هزینه گزینش معکوس، تشکیل می‌شود. هزینه پردازش سفارش مبلغی است که بازارسازها برای آماده بودن برای انجام سفارش‌های خرید و فروش، هزینه می‌کنند (تینیک، ۱۹۷۲: ۸۲). هو و استال (۱۹۸۱) که قسمت هزینه نگهداری موجودی را مدل‌سازی کردند، بیان می‌کنند که هزینه معاملات باعث می‌شود بازارسازها پرتفوی متنوع نگهداری نمایند تا از این طریق بتوانند هزینه‌های خود را پوشش دهند (هو و استال، ۱۹۸۱: ۵۱). در نهایت، گزینش معکوس که توسط کاپلند و گالی (۱۹۸۳) و گلشتن و میلورام (۱۹۸۵) مطرح شد، نشان‌دهنده یک امر جبرانی برای معامله‌گران جهت پذیرش ریسک معامله با افرادی است که احتمال دارد اطلاعات بااهمیت و محرمانه‌ای در اختیار داشته باشند. به بیان دیگر، اگر بخش عمده‌ای از بازار را افراد غیرمطلع تشکیل دهند، بازارسازها دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را افزایش می‌دهند تا از این طریق ریسک گزینش معکوس را جبران کنند (کاپلند و گالی، ۱۹۸۳: ۱۴۶۰؛ گلشتن و میلورام، ۱۹۸۵: ۷۷).

بر طبق مدل عدم تقارن اطلاعاتی که کاپلند و گالی (۱۹۸۳) و گلشتن و میلورام (۱۹۸۵) ارائه کردند، در بازار می‌توان دو نوع معامله‌گر را متصور شد: الف) معامله‌گران نقد ب) معامله‌گران مطلع.

معامله‌گران مطلع به این خاطر اقدام به انجام معامله می‌کنند که دارای اطلاعات محرمانه‌ای هستند که در قیمت‌ها منعکس نشده است. در حالیکه معامله‌گران نقد (سرمایه‌گذاران غیرمطلع) تنها به دلیل دارا بودن نقدینگی به انجام مبادله اقدام می‌کنند. البته این مدل‌ها بر روابط بین تفاوت قیمت خرید و فروش و افراد مطلع در بازار اشاره دارند. بازارسازها از انجام معامله با افراد مطلع دچار زیان می‌شوند و این زیان را از طریق گسترش دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام جبران می‌کنند. بر اساس این مدل، عدم تقارن اطلاعاتی در بازار منجر به افزایش دامنه قیمت‌های پیشنهادی می‌شود.

هزینه سرمایه

هدف مدیریت شرکت حداکثر نمودن ثروت سهامداران است و به منظور نیل به هدف مذکور تلاش می‌شود تا سیاست‌ها و تصمیمات مناسبی اتخاذ گردد. اجرای مدل‌های ارزشیابی مستلزم محاسبه هزینه سرمایه شرکت است. هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که تحصیل آن برای حفظ ارزش بازار شرکت (یا قیمت سهام آن) ضروری است. مدیران باید درباره هزینه سرمایه که غالباً نرخ بازده مورد انتظار نامیده می‌شود، برای مواردی همچون اتخاذ تصمیم‌های مربوط به بودجه‌بندی سرمایه‌ای، استقرار ساختار بهینه سرمایه، تصمیم‌گیری نسبت به اجاره بلندمدت و یا کوتاه‌مدت و مدیریت سرمایه در گردش اطلاعات کافی داشته باشند. هزینه سرمایه با میانگین موزون اجزای مختلف تشکیل‌دهنده سرمایه شرکت مانند بدهی، سهام ممتاز، سهام عادی و سود انباشته محاسبه می‌شود (استیوارت، ۱۹۹۱: ۴۳۱). هزینه سرمایه شرکت باید بر اساس ارزش بازار بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت و نه ارزش دفتری آن-ها محاسبه شود. استفاده از ارزش دفتری برای محاسبه هزینه سرمایه، به محاسبه کمتر از واقع هزینه سرمایه برای شرکت‌ها و محاسبه بیشتر از واقع ارزش افزوده اقتصادی منجر خواهد شد (گیسر و لیبنرگ، ۲۰۰۳: ۱۱۲). البته واژه سرمایه در تعیین هزینه سرمایه، مفهومی گسترده‌تر از مفهوم سرمایه در حسابداری دارد، بدین معنی که صرفاً در برگیرنده حقوق صاحبان سهام نبوده بلکه بدهی‌های بلندمدت با سود تضمین شده را نیز در بر می‌گیرد.

اقلام تشکیل‌دهنده هزینه سرمایه شرکت‌ها در ایران عبارتند از: هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته و هزینه بدهی.

۱. هزینه سرمایه سهام عادی

حداقل نرخ بازده‌ای که سهامداران بدست می‌آورند تا ارزش شرکت حفظ شود را هزینه سرمایه سهام عادی می‌گویند. بر اساس مدل گوردون (۱۹۸۲)، قیمت سهام را می‌توان با استفاده از روش زیر بدست آورد:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

که در آن؛

K_S : نرخ هزینه سهام عادی موجود.

D_1 : سودی که در پایان سال اول پرداخت می‌شود.

P_0 : ارزش سهام عادی در ۱۵ مرداد (زمان صفر).

g : نرخ رشد (که در مدل، فرض می‌شود در طول زمان ثابت خواهد بود) است.

هزینه سهام عادی جدید از سهام عادی موجود بیشتر است، زیرا مشمول هزینه‌های مربوط به فروش و انتشار سهام جدید نیز خواهد بود. اگر f بیانگر هزینه انتشار و به صورت درصدی از قیمت فروش سهام باشد، فرمول مربوط به محاسبه هزینه سهام عادی جدید (K_e) به صورت زیر خواهد بود (نقل از وستون و بریگام، ۱۹۷۵: ۶۰۳-۶۰۲):

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g$$

۲. هزینه سرمایه سود انباشته

دو مشکل بر سر راه محاسبه هزینه سرمایه سود انباشته قرار دارد. این مشکلات از این جهت به وجود می‌آید که سود انباشته یکی از منابع وجوه درون سازمانی شرکت است و نه یک منبع برون سازمانی. اول، اینکه سود انباشته، مثل سهام ممتاز و اوراق قرضه، نوعی اوراق بهادار نیست که بتوان از طریق قیمت آن در بازار، هزینه خاص آن را محاسبه کرد. دوم، اینکه سود انباشته نمایانگر وجوهی نیست که سرمایه‌گذاران به طور مستقیم تأمین کنند، لذا عده‌ای چنین می‌پندارند که هزینه خاص این اقلام از دارایی برابر صفر است. (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۷: ۳۲۴).

برای محاسبه هزینه سرمایه سود انباشته، معمولاً سود انباشته را سودی می‌پندارند که باید به صاحبان سهام عادی پرداخت شود ولی شرکت به نمایندگی از جانب آن‌ها مجدداً آن را سرمایه‌گذاری می‌کند. بنابراین، آن‌ها انتظار دارند نرخ بازدهی این وجوه دست کم برابر با نرخ باشد که عاید سهام عادی می‌شود. بنابراین، هزینه سرمایه سود انباشته، با هزینه سرمایه سهام عادی برابر است. ولی از آنجا که چیزی به نام هزینه‌های انتشار سهام وجود ندارد، برای محاسبه از قیمت کنونی سهام عادی در بازار استفاده می‌شود:

$$K_r = [D_0 (1+g) / P_0] + g$$

در این فرمول:

K_r : هزینه سرمایه سهام عادی (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۷: ۳۲۵).

۳. هزینه بدهی

در محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه نرخ هزینه بدهی بعد از مالیات به عنوان هزینه بدهی مورد استفاده قرار می‌گیرد و این نرخ عبارت است از نرخ هزینه بدهی پس از کم کردن صرفه‌جویی مالیاتی که طبق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$K_d = k_d(1-T)$$

در رابطه بالا:

K_d : نرخ هزینه نهایی بدهی.

k_d : نرخ بهره.

T: نرخ مالیات.

دلیل استفاده از نرخ هزینه بدهی بعد از کم کردن مالیات این است که ارزش سهام شرکت (که هدف مدیریت به حداکثر رساندن آن است) بستگی به جریان‌های نقدی بعد از کسر مالیات دارد، زیرا بهره یک هزینه قابل قبول مالیاتی است و قابل کم کردن از درآمد است. بنابراین، صرفه‌جویی مالیاتی ایجاد می‌کند که در نهایت نرخ هزینه بدهی را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب، نرخ هزینه بدهی کمتر از نرخ هزینه قبل از کم کردن مالیات است (بریگام و اهره‌ارت، ۲۰۱۰: ۳۴۰).

۴. میانگین موزون هزینه سرمایه

هزینه سرمایه شرکت در کل، میانگین موزون هزینه‌های اجزای تشکیل دهنده سرمایه است که در آن، ضرایب مورد استفاده برای هر جزء، میزان هر جزء نسبت به کل سرمایه مورد استفاده در شرکت است. برای محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه، از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$K_O = (W_d \times K_d) + (W_p \times K_p) + (W_s \times K_s) + (W_e \times K_e)$$

در رابطه بالا:

K_o : میانگین موزون هزینه سرمایه.

K_p : نرخ هزینه سرمایه سهام ممتاز.

W_d : درصد مشارکت بدهی در کل سرمایه.

W_p : درصد مشارکت سهام ممتاز در کل سرمایه.

W_s : درصد مشارکت سهام عادی در کل سرمایه.

W_e : درصد مشارکت سود انباشته در کل سرمایه است (مهدوی و گوینده، ۱۳۸۸: ۷۰).

با توجه به مباحث بیان شده در ارتباط با عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه، با ورود اطلاعات جدید به بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران آن را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و به نسبت کارایی بازار، قیمت سهام تحت تاثیر قرار می‌گیرد. ولی آنچه باعث سود بیشتر می‌شود تفاوت بین اطلاعات درون سازمانی و برون سازمانی است. این اطلاعات محرمانه زمانی که در اختیار سرمایه‌گذاران خاصی قرار گیرد، آن‌ها می‌توانند روند تغییرات قیمت سهام را بهتر پیش بینی کرده و با استفاده از آن سود بیشتر با ریسک کمتر نسبت به بازده مورد انتظار کسب کنند. از طرفی هزینه سرمایه شرکت، بازده مورد انتظار دارندگان سهام عادی است و سهامداران عادی به علت پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری انتظار کسب بازده مناسب دارند. لذا انتظار می‌رود، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران بتواند هزینه سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد.

پیشینه پژوهش

قائمی و وطن‌پرست (۱۳۸۴) در پژوهش خود به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان داد که در طی دوره مورد مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیش از دوره‌های پس از اعلان سود بوده است. حجازی و جلالی (۱۳۸۶)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، به این نتیجه رسیدند که بین رشد سودهای خالص، نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها و نسبت بدهی

به حقوق صاحبان سهام و هزینه سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد. کردستانی و مجدلی (۱۳۸۶)، به بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۶۰ شرکت بین سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۲ بود و به این نتیجه رسیدند که ویژگی‌های کیفی سود بر هزینه سرمایه اثرگذار است. رحیمیان، صالح‌نژاد و سالکی (۱۳۸۸) رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد از معیارهای مورد استفاده در حاکمیت شرکتی تنها میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار و منفی وجود دارد. احمدپور کاسگری و عجم (۱۳۸۹) رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تاثیر معناداری بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی ندارد. قائمی، رحیم‌پور، نوذری و روحی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی بازار پرداختند. نتایج حاصل از مطالعه آن‌ها نشان داد که پس از اعلان سودهای فصلی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش قابل ملاحظه‌ای نداشته است. خدای‌پور و قدیری (۱۳۸۹) رابطه بین اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که میان اقلام تعهدی غیرعادی و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، به طوری که با افزایش میزان اقلام تعهدی غیرعادی، عدم تقارن اطلاعاتی نیز افزایش می‌یابد. همچنین یک رابطه منفی و معنادار میان نقدشوندگی سهام، اندازه شرکت و نسبت مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. ایزلی و اوهارا (۱۹۹۲) دریافتند هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد شاهد افزایش حجم مبادلات نیز خواهیم بود. کیم و ورچیا (۱۹۹۴) در پژوهش خود دریافتند که چنانچه برخی از معامله‌گران قادر به پردازش بهتر اطلاعات باشند، ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی در سطح بالا باقی بماند. ورچیا (۲۰۰۱) نتایج افشای اختیاری اطلاعات را آزمون کرد و نتیجه گرفت که چنانچه این افشای اطلاعات عمومی برای همه سرمایه‌گذاران صورت گیرد، عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین فعالیت‌های پرهزینه جمع‌آوری اطلاعات برای سرمایه‌گذاران کاهش یابد. بولن و والی (۲۰۰۴) با استفاده از یک مدل ساده نشان دادند که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ناشی از تغییرات اندک در قیمت سهام، هزینه‌های سفارش،

هزینه‌های نگهداری، انتخاب نادرست و شرایط رقابتی است. آن‌ها مدلی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازارگردان‌ها را بسط دادند و به این نتیجه رسیدند که هزینه‌های موجودی نسبت به هزینه‌های انتخاب نادرست از اهمیت بیشتری برخوردارند. هاگز، لیو و جون لیو (۲۰۰۵) نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی بالا منجر به عامل صرف ریسک بالا و لذا منجر به هزینه سرمایه بالاتر خواهد شد. لامبرت، لئوز و ورچیا (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، دقت اطلاعات و هزینه سرمایه پرداختند. آن‌ها بیان کردند که دقت اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی دارای تاثیرات متمایز و جداگانه بر روی هزینه سرمایه هستند. در یک بازار رقابت ناقص، عدم تقارن اطلاعاتی تمایل به تامین نقدینگی به وسیله بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهد که این مسئله بر هزینه سرمایه شرکت تاثیر می‌گذارد. باین، کواک و وانگ (۲۰۰۸)، در پژوهشی با عنوان مفهوم «هزینه سرمایه سهام عادی و حاکمیت شرکتی» به بررسی رابطه بین هزینه سرمایه سهام عادی و حاکمیت شرکتی، بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴، در کره جنوبی پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که بین هزینه سرمایه سهام عادی و حاکمیت شرکتی رابطه منفی وجود دارد. حمایت حقوق سرمایه‌گذار بیشترین تاثیر را در کاهش هزینه سرمایه سهام عادی دارد. هیئت مدیره و سیاست افشا نیز در کاهش هزینه سرمایه سهام عادی اهمیت دارد. فو، کرافت و زی‌هانگ (۲۰۰۸) با استفاده از اطلاعات شرکت‌ها بین سال‌های ۱۹۵۱-۱۹۷۳، تاثیر تناوب گزارشگری مالی بر روی عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه را بررسی نمودند. نتایج حاکی از آن بود که تناوب بیشتر گزارشگری منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه شده است. همچنین زمانی که تغییرات اجباری در تناوب گزارشگری ایجاد می‌شد، نتایج متفاوتی نداشت. آرمسترانگ، کور، تیلور و ورچیا (۲۰۱۰) تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران بر روی هزینه سرمایه مورد آزمون قرار دادند. زمانی که بازار سرمایه رقابتی کامل باشد، عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر جداگانه‌ای بر روی هزینه سرمایه نخواهد داشت. این نتیجه زمانی که بازار در وضعیت رقابتی ناقص است حاکم نخواهد بود. به بیان دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی دارای ارتباط مثبت با هزینه سرمایه شرکت‌هاست. زمانی که بازار در وضعیت رقابتی کامل قرار دارد و هیچ‌گونه ارتباطی بین این دو زمانی که بازار رقابتی کامل نیست، وجود ندارد. لذا نتایج نشان می‌دهد که میزان رقابت بازار یکی از متغیرهای مهم در بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه می‌باشد. ساینی و هرمان (۲۰۱۰) در پژوهش خود ارتباط بین افشای اطلاعات بخش‌ها، هزینه سرمایه و عدم

تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها حاکی از وجود یک رابطه منفی معنادار بین هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و سطح افشای اطلاعات بخش‌ها است. همچنین یک رابطه مثبت معنادار بین هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و تاثیرات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی است. به بیان دیگر زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بالا منجر به ایجاد یک رابطه منفی قوی و معنادار بین هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام و سطح افشای اطلاعات بخش‌ها می‌گردد. پنگ هی، لیون و لنگک (۲۰۱۳) در پژوهش خود ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس استرالیا مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌باشد. همچنین عدم ثبات در پیش‌بینی درآمدها منجر به افزایش هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌ها گردید. به بیان دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و عدم اطمینان در اطلاعات منجر به افزایش هزینه سرمایه شده است.

سوال پژوهش

سوال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا عدم تقارن اطلاعاتی بر روی هزینه سرمایه شرکت‌ها تاثیر دارد؟ به عبارت دیگر، بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؟

فرضیه‌های پژوهش

به منظور دستیابی به اهداف پژوهش و با توجه به پیشینه پژوهش فرضیه‌های زیر آزمون خواهند شد:

فرضیه اول:

بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم:

بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم:

بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سود انباشته رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم:

بین عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۰ است. شرکت‌های مورد بررسی به روش حذفی و بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

۱. تا پایان اسفند ماه ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.
۲. سال مالی شرکت‌های مورد بررسی منتهی به پایان اسفند ماه باشند.
۳. شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی، فعالیت مستمر داشته، سهام آن‌ها بدون وقفه بااهمیت (حداکثر یک‌ماه) مورد معامله قرار گرفته باشد.
۴. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد.
۵. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش در دوره زمانی مورد بررسی موجود باشد. با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۹۴ شرکت در دوره زمانی پژوهش حائز شرایط فوق بوده و به عنوان نمونه انتخاب و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند.

روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌هاست. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل موجود، از روش "داده-های ترکیبی" استفاده شده است. روش داده‌های ترکیبی، روش تلفیق مشاهدات مقطعی در طی چندین دوره زمانی است. به منظور بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون‌های ریشه واحد از نوع آزمون‌های لوین، لین و چو (۲۰۰۲)؛ ایم، پسران و شین (۲۰۰۳)؛ آزمون دیککی

فولر تعمیم یافته (۱۹۷۹) و آزمون فلیپس-پرون (۱۹۸۹) استفاده شده است. به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش از تحلیل همبستگی و رگرسیون استفاده شده است. لازم به ذکر است آزمون فرضیه‌های پژوهش با نرم‌افزارهای Stata نسخه ۹ و Eviews نسخه ۷، انجام می‌شود.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش حاضر، عدم تقارن اطلاعاتی است. به منظور محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از مدل ارائه شده توسط وینکناش و چیانگ (۱۹۸۶) استفاده شده است. با استفاده از این مدل می‌توان دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تعیین نمود. این مدل به شرح زیر است:

$$SPREAD = \frac{1}{D} \sum \frac{(AP - BP)}{\frac{AP + BP}{2}}$$

که در آن:

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

D = تعداد روزهای معاملاتی در طول سال

AP (ASK PRICE) = میانگین بهترین قیمت پیشنهادی روزانه فروش سهام شرکت i در

دوره مورد بررسی

BD (BID PRICE) = میانگین بهترین قیمت پیشنهادی روزانه خرید سهام شرکت i در

دوره مورد بررسی

روند محاسبه دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، بدین صورت است که ابتدا داده‌های روزانه مربوط به قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام برای هر یک از شرکت‌های نمونه، در طول سال استخراج و سپس برای روزهایی از سال که معیارهای زیر صادق باشند، «بیش‌ترین قیمت پیشنهادی خرید» به عنوان «بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام» و «کم‌ترین قیمت پیشنهادی فروش» به عنوان «بهترین قیمت پیشنهادی فروش» آن روز تعیین گردیده است.

متغیرهای وابسته

متغیر وابسته پژوهش حاضر، هزینه سرمایه است. در این پژوهش از ۴ معیار هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه سرمایه سود انباشته، هزینه بدهی و میانگین موزون هزینه سرمایه، به عنوان متغیرهای وابسته استفاده شده است.

متغیر کنترلی

به منظور بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه، تأثیر متغیر اندازه شرکت، اهرم مالی و رشد کنترل شده است. که تعریف هر کدام به صورت زیر است:

اهرم مالی: نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها است؛

اندازه شرکت: با توجه به شرایط تورمی و نامربوط بودن ارقام تاریخی دارایی‌ها، در این پژوهش از فروش شرکت به منظور سنجش اندازه شرکت استفاده شده است؛ و

رشد: لگاریتم ۱ به اضافه درصد تغییر در ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

با توجه به تعاریف فوق مدل اصلی فرضیه‌ها بصورت ذیل می‌باشد:

$$Y = \beta_1 X + \beta_2 Z_1 + \beta_3 Z_2 + \beta_4 Z_3 + c$$

Y: یکی از معیارهای هزینه سرمایه

X: عدم تقارن اطلاعاتی

Z₁, Z₂, Z₃: متغیرهای کنترلی

1, 2, 3, 4: ضرایب متغیرها

تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار
عدم تقارن اطلاعاتی	۶۵۸	۰/۰۱۸۸	۰/۰۱۲۸۸
هزینه سرمایه سهام عادی	۶۵۸	۲۵۲۳۵۲۰	۶۳۱۸۹۱۶
هزینه سود انباشته	۶۵۸	۱۹۶۵۸۵۴۲	۱/۵۴E+۰۸
هزینه بدهی	۶۵۸	۰/۰۸۴۴	۱/۳۲۴۰
میانگین موزون هزینه سرمایه	۶۵۸	۲/۰۶E+۲۰	۱/۶۴E+۲۱
اهرم مالی	۶۵۸	۰/۶۱۸۴	۰/۱۷۷۰
اندازه	۶۵۸	۱۳۱۷۷۸۰	۶۶۷۹۷۴۱
رشد	۶۵۸	۰/۰۷۳۸۹۲	۰/۱۹۷۴

پایایی متغیرها

در هر آزمونی باید مطمئن شد که متغیرها از پایایی لازم برخوردارند. در این پژوهش، با توجه به نوع داده‌های ترکیبی برای پایایی از آزمون‌های ریشه واحد لوین، لین و چو استفاده شده است. همانطور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود همه متغیرها پایا هستند (معناداری کمتر از ۰/۰۵) پس بنابراین، در نتایج آزمون‌ها دچار رگرسیون کاذب نمی‌شویم.

نگاره (۲): نتایج حاصل از آزمون پایایی لوین، لین و چو

معناداری	آماره آزمون	متغیرهای پژوهش
۰/۰۰۱	-۲۵/۵۰	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۰۰۱	-۴۱۷/۲۵	هزینه سرمایه سهام عادی
۰/۰۰۵	-۲/۵۷	هزینه سود انباشته
۰/۰۰۱	-۱۷/۰۹	هزینه بدهی
۰/۰۰۱	-۱۵/۶۳	میانگین موزون هزینه سرمایه
۰/۰۰۱	-۲۱/۴۷	اهرم مالی
۰/۰۰۱	-۳/۶۴	اندازه
۰/۰۰۱	-۱۴/۷۲	رشد

آزمون فرضیه‌ها

نگاره (۳) نتایج مربوط به انتخاب نوع مدل برای ۴ فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره (۳): نتایج مربوط به انتخاب مدل برای هر ۴ فرضیه

فرضیه	آزمون	آماره آزمون	معناداری	مدل انتخابی
فرضیه اول	آزمون چاو	۵/۴۹۹	۰/۰۰۰۱	مدل ثابت
	آزمون هاسمن	۳۲/۳۲	۰/۰۰۰۱	
فرضیه دوم	آزمون چاو	۱/۳۰۷	۰/۰۳۷	مدل ثابت
	آزمون هاسمن	۲۲/۴۱۲	۰/۰۰۰۲	
فرضیه سوم	آزمون چاو	۳/۸۰۵	۰/۰۰۰۱	مدل ثابت
	آزمون هاسمن	۳۴۹/۵۰۸	۰/۰۰۰۱	
فرضیه چهارم	آزمون چاو	۱/۴۲۸	۰/۰۰۸۵	مدل ثابت
	آزمون هاسمن	۴۲/۶۵	۰/۰۰۰۱	

با توجه به نتایج ارائه شده در نگاره (۳)، برای چهار فرضیه مدل اثرات ثابت انتخاب می شود. در نگاره های (۴)، (۵)، (۶) و (۷) نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت به ترتیب برای چهار فرضیه ارائه شده است.

نگاره (۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل ثابت (متغیر وابسته هزینه سرمایه سهام عادی)

فرضیه اول	متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
عدم تقارن اطلاعاتی	β_1	-۳۹۴۶۸۳۲۱	۱۷۶۳۰۰۱۳	-۲/۲۳۸۷	۰/۰۲۵
اهرم مالی	β_2	۱۴۹۸۰۶۰۳	۲۲۰۰۴۲۰	۶/۸۰۸	۰/۰۰۱
اندازه	β_3	-۰/۰۲۶	۰/۰۹۴	-۰/۲۷۴	۰/۷۸۳
رشد	β_4	-۱۵۲۷۹۴۲	۱۱۱۲۶۹۱	-۱/۳۷۳	۰/۱۷۰
مقدار ثابت	c	-۵۸۵۱۸۳۷	۱۴۰۹۵۲۳	-۴/۱۵۱	۰/۰۰۰۱
آماره وزنی	آماره F	معناداری F	دوربین-واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
	۵/۳۷۱	۰/۰۰۰۰	۱/۶۵	۰/۴۸۱	۰/۳۹۲

تکراه (۵): نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم با استفاده از مدل ثابت (متغیر وابسته هزینه سود انباشته)

فرضیه دوم	متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
عدم تقارن اطلاعاتی	β_1	-۶/۲۰e+۰۸	۵/۲۰e+۰۸	-۱/۱۹۲	۰/۲۳۳
اهرم مالی	β_2	۹۳۲۶۶۱۸۳	۶۴۹۱۰۷۴۱	۱/۴۳	۰/۱۵
اندازه	β_3	۱۴/۹۰	۲/۷۹	۵/۳۴	۰/۰۰۰۱
رشد	β_4	-۷۲۱۲۹۸۲۱	۳۲۸۲۳۵۶۳	-۲/۱۹۷	۰/۰۲۸
مقدار ثابت	c	-۴۰۶۷۵۱۸۴	۴۱۵۸۰۱۸۴	-۰/۹۷۸	۰/۳۲۸
آماره وزنی	آماره F	معناداری F	دوربین-واتسون	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین شده
	۱/۸۲۱	۰/۰۰۰۰	۱/۶۰۸	۰/۲۳۹	۰/۱۰۸

تکراه (۶): نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم با استفاده از مدل ثابت (متغیر وابسته هزینه بدهی)

فرضیه سوم	متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
عدم تقارن اطلاعاتی	β_1	۷/۳۱۵	۳/۰۶۶	۲/۳۸۵	۰/۰۱۷
اهرم مالی	β_2	-۱/۱۵۹	۰/۳۸۲	-۳/۰۳۰	۰/۰۰۲
اندازه	β_3	۳/۷۵e-۰۷	۱/۶۵e-۰۸	۲۲/۸۱۷	۰/۰۰۰۱
رشد	β_4	-۱/۵۴	۰/۱۹۳	-۷/۹۸	۰/۰۰۰۱
مقدار ثابت	c	۰/۲۸	۰/۲۴۵	۱/۱۵۶	۰/۲۴۷
آماره وزنی	آماره F	معناداری F	دوربین-واتسون	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین شده
	۱۰/۳۹	۰/۰۰۰۰	۲/۱۲	۰/۶۴	۰/۵۸

تکراه (۷): نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم با استفاده از مدل تصادفی (متغیر وابسته میانگین موزون هزینه سرمایه)

فرضیه چهارم	متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
عدم تقارن اطلاعاتی	β_1	-۶/۶۷e+۲۱	۳/۹۲e-۲۵	-۱/۵۶	۰/۱۱
اهرم مالی	β_2	۳/۷۶e+۲۰	۵/۳۲e+۲۰	۰/۷۰۷	۰/۴۷۹
اندازه	β_3	۲/۲۹e+۱۳	۱/۸۵۹	۱/۸۵۹	۰/۰۶۳
رشد	β_4	۸/۲۸e+۲۰	۲/۶۹e+۲۰	۳/۰۷۶	۰/۰۰۲۲
مقدار ثابت	c	۱/۸۲e+۱۹	۳/۴۱e+۲۰	-۰/۰۵۳۳	۰/۹۵۷۵
آماره وزنی	آماره F	معناداری F	دوربین-واتسون	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین شده
	۷/۰۳۸۸	۰/۰۰۰۱	۱/۶۷۸	۰/۵۴۹	۰/۴۷

با توجه به نگاره‌های (۴) تا (۷) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری (کمتر از ۵٪) مربوط به این آماره، بیانگر این است که کل مدل‌ها در هر چهار فرضیه معنادار است. همچنین، مقدار ضریب تعیین بیانگر این است که چه میزان از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی قابل توضیح است که برای چهار فرضیه به ترتیب ۰/۴۸، ۰/۲۴، ۰/۶۴ و ۰/۵۴ است. که بیانگر رابطه بالای متغیرهاست. آماره دوربین-واتسون بیانگر میزان خود همبستگی جملات خطا در مدل است (بین ۱/۵ و ۲/۵)، آماره‌های بدست آمده برای چهار فرضیه به ترتیب ۱/۶۵، ۱/۶۰، ۲/۱۲ و ۱/۶۸ در این دامنه، بیانگر نبود خطای خودهمبستگی مدل است. سطح معناداری آماره t (در سطح اطمینان ۰/۹۵) مربوط به ضرایب متغیر مستقل (β_1) بیانگر این است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و معیارهای هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد. اما بین عدم تقارن اطلاعاتی و معیارهای هزینه سود انباشته و میانگین موزون هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، سطح معناداری آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی (متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت و رشد) با متغیرهای هزینه سرمایه بیانگر این است که در اکثر موارد رابطه معناداری وجود دارد که نشان از کنترل مناسب عوامل تاثیرگذار خارج از مدل می‌باشد. بنابراین، با توجه به معناداری متغیرهای مستقل، فرضیه اول و سوم پذیرفته می‌شوند و فرضیه‌های دوم و چهارم رد می‌شوند.

نتیجه گیری

هدف پژوهش حاضر، بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر روی هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در واقع عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند منجر به کاهش نقدشوندگی سهام و افزایش هزینه معاملات شود و این مسئله افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها را به دنبال خواهد داشت. بدین منظور، ۴ فرضیه طراحی و مورد آزمون قرار گرفت. در این پژوهش، عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر مستقل، هزینه سرمایه سهام عادی، هزینه بدهی، هزینه سرمایه سود انباشته و میانگین موزون هزینه سرمایه به عنوان متغیرهای وابسته مورد تحلیل قرار گرفت که رابطه بین این متغیرها از لحاظ اهرم مالی، اندازه شرکت و رشد کنترل شد. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری انجام شده در سطح معناداری ۵٪ حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی رابطه معنادار وجود دارد لیکن بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار دیگر هزینه

سرمایه یعنی هزینه سرمایه سود انباشته و میانگین موزون هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج بدست آمده از فرضیه‌های اول و سوم این پژوهش با نتایج بدست آمده از پژوهش‌های لامبرت، لئوز و ورچیا (۲۰۰۶)، ساینی و هرمان (۲۰۱۰)، آرمسترانگ، کور، تیلور و ورچیا (۲۰۱۰) و پنگ‌هی، لیون و لنگ (۲۰۱۳) منطبق است. علت عدم وجود رابطه معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه مرتبط با سود انباشته را می‌توان به داخلی بودن این روش تامین مالی ارتباط داد. به بیان دیگر، هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه سرمایه بدهی شرکت به طور مستقیم تحت تاثیر انتظارات سهامداران و اعتبار دهندگان قرار می‌گیرد ولی این مسئله می‌تواند در رابطه با هزینه سرمایه ناشی از سود انباشته شرکت اثر کمتری داشته باشد.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود پژوهشگران موارد زیر را مورد بررسی و تحلیل قرار گیرند:

۱. بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر روی هزینه سرمایه با توجه به نوع رقابت در بازار
۲. استفاده از سایر مدل‌ها به منظور محاسبه هزینه سرمایه همچون مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای
۳. بررسی سایر متغیرهای اثرگذار احتمالی بر ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه

محدودیت‌های پژوهش

پژوهش حاضر دارای محدودیت‌هایی است که باعث می‌شود نتایج آن با احتیاط بیان شود. از آن جمله می‌توان به عدم کنترل متغیرهایی نظیر شرایط اقتصادی و سیاسی، نوع صنعت، نوع فعالیت شرکت، قوانین و مقررات داخلی و بین‌المللی و همچنین محدود به سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ اشاره نمود که می‌تواند متغیرهای پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.

منابع

احمدپور کاسگری، احمد و مریم عجم. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم (۱۱)، ۱۰۷-۱۲۴.

حجازی، رضوان و فاطمه جلالی. (۱۳۸۶). بررسی عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی «علوم اقتصادی»، شماره ۲۴، ۳۰-۱۳.

خدای پور، احمد و محمد قدیری. (۱۳۸۹). بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم (۲)، پیاپی ۵۹/۳، ۱-۲۹.

رحیمیان، نظام‌الدین؛ صالح نژاد، سید حسن و علی سالکی. (۱۳۸۸). رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶ (۵۸)، ۷۱-۸۶.

عثمانی، محمّدقسیم. (۱۳۸۱). شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن. رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.

قائمى، محمد حسین؛ رحیم پور، محمد؛ نوذری، روح‌اله و بهزاد روحی. (۱۳۸۹). اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی. پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم (۲)، پیاپی ۵۹/۳، ۵۰-۳۱.

قائمى، محمد حسین و محمد رضا وطن‌پرست. (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۲ (۴۱)، ۸۵-۱۰۳.

کردستانی، غلامرضا و ضیاءالدین مجدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸، ۸۵-۱۰۴.

نصیرپور، محمد. (۱۳۷۹). بررسی تأثیر اندازه شرکت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رساله کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.

Akerlof, G. , Michael Spence and Joseph Stiglitz. (1970). Markets with Asymmetric information. At URL: <http://www.Nobelprize.Org/Economist>.

Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. Journal of Financial Economics, Vol. 17, 223-249.

- Armstrong, Christopher S. ; Core, John E. ; Taylor, Daniel J. ; and Robert E. Verrecchia. (2010). When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?. Available at: [http:// www. ssrn. com](http://www.ssrn.com).
- Brigham, E. F. and M. C. Ehrhardt. (2010). Financial Management: Theory and Practice. 13nd Edition, New York: Cengage Learning Publisher.
- Bollen, N. , Smith and Whaley. (2004). Modeling the Bid-Ask Spread: Measuring the Inventory-Holding Premium. *Journal of Financial Economics*. Vol, 32. 159-163.
- Byun, H. U. ; Kwak, S. K. ; and L. S. Hwang. (2008). The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 37, 139-184.
- Copeland, T. , Galai, D. (1983). Information Effects on the Spread. *The Journal of Finance*. No. 38(5). 1457° 1469.
- Dickey, D. A. and W. A. Fuller. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*. No. 74, 427° 431.
- Easley, D. , O Hara, M. (1992). Time And The Process Of Security Price Adjustment. *The journal of Accounting reaserch*, 47(2), 577-605.
- Fu, Renhui; Kraft, Arthur; and Huai Zhang. (2008). Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. Available at: [http:// www. ssrn. com](http://www.ssrn.com).
- Geyser, M. and I. Liebenberg. (2003). Creating a New Valuation Tool for South African Agricultural Co-operatives. *Agrekon*, Vol. 42, 106-115.
- Glosten, L. , Milgrom, P. (1985). Bid-Ask Spread Transactions Prices in a Specialist Market. *Journal of Financial Economic*, No. 14(1), 70-100.
- Ho, T. , Stoll, H, R. (1981). Optimal Dealer Pricing Under Transactions and Return Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, No. 9(1), 47-73.
- Hughes, John; Liu, Jing; and Jun Liu. (2005). Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital. Available at: [http:// www. ssrn. com](http://www.ssrn.com).
- Im, KS. Pesaran, MH. And Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, No. 115, 53-74.
- Kim, O. , Verrecchia, a. (1994). Market Liquidity And Volume Around Earning Announcement. *Journal of Accounting and Economics*, 17(2), 41-67.
- Lambert, Richard A. ; Leuz, Christian; Robert E. Verrecchia. (2006). Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. Available at: [http:// www. ssrn. com](http://www.ssrn.com).
- O Hara, M. (2003). Presidential Address : Liquidity and Price Discovery. *Journal of Finance*, No. 58, 1335-1354.

- Peng He, William; Lepone, Andrew; and Henry Leung. (2013). Information asymmetry and the cost of equity capital. *International Review of Economics & Finance*. Vol. 27, 611-620.
- Phillips, P. C. B and P. Perron. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*. No. 75, 335° 346.
- Saini, Jagjit Singh; and Don Herrmann. (2010). Cost of Equity Capital, Information Asymmetry, and Segment Disclosure. Available at: <http://www.ssrn.com>.
- Tinic, S. (1972). The Economics of Liquidity Services. *Quarterly Journal of Economics*, No. 86, 79-93.
- Venkatesh, P. , C. Chiang. (1986). Information Asymmetry and the Dealer s Bid-Ask Spread: A Case Study Of Earnings An Dividend Announcements. *The Journal Of Finance*, 41(5), 1089-1120.
- Verrecchia, Robert, E. (2001). Essays on Disclosure. Available at: <http://www.ssrn.com>

