

## تأثیر تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی

مهناز نقی پور

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور مرکز بین الملل عسلویه، عسلویه، ایران. (نویسنده مسئول).

mahnaznagipur68@gmail.com

کامران زارع خفری

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور مرکز بین الملل عسلویه، عسلویه، ایران.

zarekamran234@gmail.com

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) هست. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، نمونه پژوهش حاضر شامل ۱۳۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ و با بهره‌گیری از مدل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های تابلویی با استفاده از نرم افزارهای استاتا و اکسل مورد تحلیل و آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه مثبت دارد. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین تغییر راهبردی صاحبکار و هزینه سرمایه اثر مثبت دارد. می‌توان نتیجه‌گیری کرد که تغییرات راهبردی صاحبکار به نفع سرمایه‌گذاران نبوده و موجب افزایش هزینه سرمایه می‌شود و عدم تقارن اطلاعاتی شدت رابطه بین تغییر راهبردی صاحبکار و هزینه سرمایه را تقویت می‌کند.

واژگان کلیدی: هزینه سرمایه، تغییر راهبردی صاحبکار، عدم تقارن اطلاعاتی.

### مقدمه

هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که دستیابی به آن ارزش شرکت تغییر نمی‌کند و مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام باید تلاش نمایند ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم کنند که هزینه سرمایه شرکت حداقل و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهامداران حداکثر گردد. تقریباً در اکثر تصمیم‌های مدیریتی و مالی هزینه سرمایه از عوامل مهم و مؤثر به شمار می‌آید و در واقع میانگین وزنی هزینه سهام و هزینه بدهی است. هزینه سرمایه یکی از متغیرهای مؤثر در مدل‌های تصمیم‌گیری است و به عنوان بازده مورد انتظار سهامداران تعریف می‌شود (جونگ بون و سوهن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). هزینه سرمایه یکی از مفاهیمی است که همواره مورد توجه صاحب‌نظران مالی بوده است و عامل اصلی در ایجاد شکاف بین سود حسابداری و سود اقتصادی است، این مفهوم به شکل‌های مختلف تعریف شده است اما یکی از تعریف‌هایی که مقبولیت بیشتری دارد، هزینه سرمایه را به عنوان کمینه نرخ بازدهی تعریف می‌کند که با کسب آن ارزش واحد اقتصادی ثابت می‌ماند (لمبرت<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷).

<sup>1</sup> Jeong-Bon & Sohn

<sup>2</sup> Lambert

سطح تغییر راهبردی مشتری، مدیران را از ارزیابی و رقابت شدید محافظت و عملکرد را برای سهامداران دشوارتر می‌کند (کارپینتر ۲۰۰۰؛ لیتو، مورتن، زانگر ۲۰۱۲). همچنین می‌تواند فرصت استفاده از وجه نقد را برای مصارف شخصی و سلب مالکیت را به مدیران بدهد که این می‌تواند در نتیجه عملکرد افراطی و عدم اطمینان از جریان وجه نقد باشد (تانگ، کروسن، راو ۲۰۱۱). افراد تمایل دارند به روش‌هایی شبیه به همتایان صنعت خود رفتار کنند، و ادبیات اجتماعی - روانی این فرآیند را مطابق با هنجارهای توصیفی برچسب می‌زند (تیلور، بلومفیلد ۲۰۱۱). محققان سازمانی ادعا می‌کنند که این انطباق با هنجارهای توصیفی در سازمان‌ها نیز اعمال می‌شود. نظریه نهادی جدید نشان می‌دهد که سازمان‌ها تمایل به تقلید از شیوه‌های استفاده استراتژی همتایان خود دارند و باعث ایجاد همگنی بین سازمانی می‌شوند (مایر، راون ۱۹۷۷، دیماگو، پاول ۱۹۸۳).

عدم تقارن اطلاعات در بازارهای سرمایه موجب ایجاد نابرابری در بین سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین موجب افزایش هزینه معاملات، بازارهای ضعیف، کاهش نقدینگی در بازار و در مجموع کاهش سود ناشی از معاملات می‌شود. با توجه به پیامدهای نابرابری در بازار سرمایه که از عدم تقارن اطلاعات ناشی می‌شود، ارائه یک معیار که بتواند منافع عمومی استفاده‌کنندگان را تأمین نماید، منجر به افزایش رفاه عمومی کل جامعه می‌شود (براون و هیلجست<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). یکی از مسائلی که امروزه مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته، بحث عدم تقارن اطلاعاتی است. عدم تقارن اطلاعاتی هم در بازارهای بورس اوراق بهادار و هم در بازارهای بدهی وجود دارد. عدم تقارن اطلاعات در بازارهای وام ثانویه نقش بااهمیتی را بازی می‌کند و باعث ایجاد زیان‌های هنگفتی می‌شود. پدیده عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای بورس اوراق بهادار نیز وجود دارد و از آنجا ناشی می‌شود که سرمایه‌گذاران تصمیمات مالی خود را بر اساس اطلاعاتی اتخاذ می‌کنند که توسط مدیریت تهیه شده است. در واقع بین استفاده‌کنندگان اطلاعات با تهیه‌کنندگان اطلاعات، تضاد منافع وجود دارد. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی به‌طور مستقیم بر روی عملکرد بازارهای اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد به‌گونه‌ای که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش کارایی بازار، و کاهش آن باعث افزایش کارایی بازار می‌گردد (باتاچاریا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). در پژوهش‌های پیشین تأثیر تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار نگرفته است و این شکاف وجود دارد و بررسی تأثیرات متقابل این مولفه‌ها گامی مفید در جهت تکمیل ادبیات مربوط به این موضوعات در محیط اقتصادی مربوط به بازار سرمایه ایران از اهمیت بالایی برخوردار است. بنابراین، با توجه به مطالب فوق در پژوهش حاضر به این سوال پاسخ داده می‌شود که تأثیر تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی چگونه است؟

## پیشینه پژوهش

### هزینه سرمایه

مفهوم هزینه سرمایه بر این فرض مبتنی است که هدف شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهامداران باشد. حال با در نظر گرفتن این اصل تعریفی از هزینه سرمایه به شرح زیر ارائه می‌شود: هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود است. هر یک از گروه‌های سرمایه‌گذار مانند دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و سهام عادی خواهان میزانی از نرخ بازده هستند که در خور ریسک مربوط به آن باشد (گرامی، ۱۳۹۹). در اقتصاد و حسابداری، به هزینه منابعی اطلاق می‌شود، که برای تأمین مالی (بدهی و سهام) یک پروژه یا کسب و کار، مورد استفاده قرار می‌گیرد. هزینه سرمایه اغلب برای ارزیابی پروژه‌های جدید یک شرکت استفاده می‌شود و به نوع تأمین مالی استفاده شده شامل انواع وام یا سهام فروخته شده،

<sup>1</sup> Brown & Hillegeist

<sup>2</sup> Bahatacharya et al

بستگی دارد (عمر ناظیه<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). هزینه سرمایه حداقل معیار پذیرش یا حداقل نرخ بازده برای سرمایه‌گذاران جدید است. اگر میزان بازده سرمایه‌گذاران یک شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر باشد و این افزایش بدون بالا رفتن درجه ریسک باشد، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. از لحاظ مفهومی، هزینه سرمایه یک شرکت عبارت است از هزینه فرصت سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری در آن شرکت. هزینه سرمایه از دو بعد دارای اهمیت است، بعد اول این است که تمامی الگوهای ارزیابی اوراق بهادار بر هزینه سرمایه متکی است. بعد دوم این است که سرمایه‌گذاری وجوه توسط شرکت و تعیین اولویت‌های سرمایه‌گذاری و تعیین ساختار سرمایه بدون هزینه سرمایه عملی نخواهد بود (شمسی، ۱۳۹۵).

### تغییر راهبردی صاحبکار

از نظر تئوری، محققان در مورد استراتژیک و میزان بهینه آن دو نوع اند: (۱) شرکت منطبق با استراتژیک (هنجارهایی) صنعت و (۲) شرکت هایی که از این استراتژیک‌ها منحرف شود (دارای تغییر راهبردی صاحبکار) باشند (دیفوس، ۱۹۹۹؛ میلر، برتون میلر، و لس‌تر، ۲۰۱۳). بر این اساس، یک استراتژی انحرافی از هنجارهای صنعت منحرف می‌شود. در حالی که یک استراتژی مطابق با هنجارهای صنعت شکل می‌گیرد. محققان استراتژی اصراردارند که یک شرکت باید یک تغییر راهبردی صاحبکار اتخاذ کند که بتواند به آنها در بهره‌برداری از بخش‌های بازار بلامنازع، ایجاد روابط برتر بین مشتری و تامین‌کننده، و برنده شدن در مزایای رقابتی نسبت به هم‌تایان، کمک کند (پورتر، ۱۹۸۰، ۱۹۸۶). در مقابل، محققان سازمانی یک استراتژی انحرافی را با این استدلال رد می‌کنند که موضوعات عدم انطباق، سهامداران را به از دست دادن معیارهای ارزیابی و باعث عدم تقارن اطلاعاتی بین یک شرکت و خارج از آن می‌شود (لیتف، مورتون، و زنگر، ۲۰۱۲) و در نهایت مانع از کسب منابع یک شرکت می‌شود. بنابراین، این مشکل اطلاعات هزینه‌هایی را تحمیل می‌کند که تا حد زیادی می‌تواند مزایای مرتبط با یک استراتژی انحرافی را جبران کند.

### عدم تقارن اطلاعاتی

تقارن (برابری)، به معنی دسترسی برابر به اطلاعات مربوط برای ارزیابی می‌باشد. به عبارت دیگر مساوات یعنی شرایطی که اطلاعات بطور متقارن بین سرمایه‌گذاران توزیع شود. تقارن اطلاعات بدین معناست که طرفین مبادله کننده به یک اندازه از کیفیت کالای مورد مبادله و شرایط مبادله در بازار اطلاع داشته باشند. عدم تقارن اطلاعات به حالتی اطلاق می‌شود که یکی از طرفین مبادله کننده کمتر از طرف دیگر در مورد کالا یا وضعیت بازار، اطلاعات داشته باشد. (قربانی، ۱۳۹۵). در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود، (انتقال اطلاعات به صورت نابرابر بین مردم صورت گیرد) می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود. بنابراین، قبل از این که خود اطلاعات برای فرد تصمیم‌گیرنده مهم باشد، این کیفیت توزیع اطلاعات است که باید به صورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد (قائمی و وطن پرست، ۱۳۹۴).

ژنگ و همکاران (۲۰۲۵) به بررسی چگونگی اثرگذاری نوآوری شرکتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. با استفاده از مجموعه داده نوآوری مبتنی بر حق اختراع از شرکت های سهامی عام چینی از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۲۰، نشان می‌دهد که نوآوری شرکتی با هزینه سهام مرتبط است. نتایج نشان می‌دهد که نوآوری شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام یک رابطه U شکل معکوس دارند. در مرحله اولیه نوآوری، نوآوری شرکتی منجر به افزایش هزینه سهام می‌شود و مشکلاتی را که برای شرکت ایجاد می‌کند تشدید می‌کند. اما در مرحله میانی و پایانی نوآوری، با افزایش سطح نوآوری، هزینه سهام کاهش شدیدی را تجربه می‌کند که نشان می‌دهد ادامه مشارکت در فعالیت‌های نوآورانه می‌تواند مشکلات

<sup>1</sup> Amr Nazieh

را کاهش داده و حتی مشکلات را به منافع معکوس کند. این مطالعه همچنین نقش یارانه های دولتی را به عنوان میانجی در ارتباط بین نوآوری شرکتی و هزینه حقوق صاحبان سهام بررسی می کند. یافته ها نشان می دهد که یارانه ها رابطه بین نوآوری شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام را واسطه می کنند.

آچیمبونگ و آیبجی (۲۰۲۴) به بررسی فرهنگ ریسک و هزینه سرمایه - بینش بانک های اروپایی پرداختند. آنها فرهنگ ریسک را با استفاده از رویکرد تحلیل متنی جامع اندازه گیری کردند. بر اساس ۱۳۴ بانک از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۲۲، یافته های آنها نشان می دهد که فرهنگ ریسک به طور منفی با تمام اقدامات هزینه سرمایه مرتبط است. این نشان می دهد که فرهنگ ریسک قوی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد و اعتماد سرمایه گذاران را افزایش می دهد و منجر به کاهش هزینه های سرمایه می شود. یافته های آنها نشان دهنده اهمیت همسویی شیوه های مدیریت ریسک با الزامات نظارتی و انتظارات سرمایه گذاران است.

هائو (۲۰۲۳) به بررسی مقررات افشا، هزینه سرمایه و ارزش شرکت پرداختند. نتایج آنها نشان می دهد که اجبار برخی شرکت ها برای افشای اطلاعات بیشتر در حالی که شرکت های دیگر را به صورت داوطلبانه افشا می کنند، در بهبود کارایی کمتری دارد و حتی ممکن است به محیط کلی اطلاعات آسیب برساند، زمانی که افشای شرکت ها درونزا باشد. اگرچه افزایش افشای شرکت های تحت نظارت مستقیماً هزینه سرمایه شرکت ها را کاهش می دهد، اما افشای داوطلبانه شرکت های نظارت نشده را منهدم می کند و بنابراین هزینه سرمایه تمام شرکت ها را به طور غیرمستقیم افزایش می دهد. تحت شرایط خاص، اثر غیرمستقیم منفی می تواند بر سود مستقیم آن بیشتر باشد. این نتایج با شواهد اندک در مورد اثر هزینه سرمایه افشای اجباری مطابقت دارد. این مدل اهمیت تأثیرات بازار گسترده مقررات افشا را برجسته می کند و تحلیل های کمی هزینه و فایده را برای پیشنهاد های نظارتی خاص تسهیل می کند.

دونگ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی رابطه بین تغییر راهبردی صاحبکار و وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت بین نگهداشت وجه نقد و تغییر راهبردی صاحبکار وجود دارد. همچنین شرکت های دارای تغییر راهبردی صاحبکار بالا، ارزش بازار کمتری برای پول نقد دارند، و شرکت هایی که هزینه نمایندگی بالایی دارند، یک ارتباط قوی تر بین تغییر راهبردی صاحبکار و نگهداشت وجه نقدی را دارند.

ناصر پور و همکاران (۱۴۰۴) در پژوهشی تحت عنوان فراتحلیلی بر نقش متغیرهای کنترلی در نتایج مطالعات مرتبط با تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه سهام دریافتند که شواهد تجربی در خصوص تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه سهام، تعارض مداومی را نشان می دهد. برخی مطالعات این رابطه را مثبت، برخی منفی و برخی غیرمعمول ارزیابی کرده اند. متغیرهای کنترلی، در شکل دادن به رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام نقش محوری ایفا می کنند. گنجانیدن متغیرهای کنترلی مانند نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بتای بازار، اندازه شرکت و نوع مالکیت، ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات و هزینه سرمایه سهام را کاهش می دهد. در مقابل، نوسان های بازده سهام، اهرم و رشد شرکت این رابطه را تغییر نمی دهد. تحلیل نیرومندی، یافته های اولیه را تایید می کند.

حقیقت و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی نقش واسطه ای هزینه نمایندگی بر رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه با در نظر گرفتن سطوح کیفیت سود پرداختند. نمونه آماری از شرکت های عضو بورس تهران به تعداد ۱۷۳ شرکت طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۹۳ انتخاب گردید. یافته ها نشان داد که در شرکت های با کیفیت سود بالا، افشای اختیاری به طور مستقیم و غیر مستقیم بر هزینه سرمایه تاثیر منفی و معنادار دارد. در حالیکه در شرکت های با کیفیت سود پایین تاثیر افشای اختیاری بر هزینه سرمایه معنادار نیست، اما به واسطه هزینه نمایندگی بر هزینه سرمایه تأثیر منفی دارد.

بادآور نهندی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی تاثیر انحراف استراتژیک بر سطح و ارزش نگهداشت وجه نقد پرداختند. با استفاده از نمونه ای متشکل از ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹

مورد تحلیل و آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که انحراف استراتژیک بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیری معنادار و منفی دارد ولی بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. می‌توان نتیجه گرفت که میزان انحراف‌های مدیران در فعالیت‌های یک شرکت نسبت به صنعت می‌تواند ناشی از انگیزه معاملاتی باشد و در حالت کلی بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت موثر نمی‌باشد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. از جهت نوع طرح تحقیق، پژوهش حاضر از نوع تحقیقات پس رویدادی است. در این نوع تحقیق‌ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیرها است و داده‌ها از محیطی که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته‌اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهش‌گر رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور تحلیل داده‌های بدست آمده از روش‌های آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. بدین ترتیب که برای توصیف داده‌ها از جدول توزیع فراوانی و در سطح استنباطی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون‌های اف لیمر، هاسمن، والد تعدیل شده و والد ریج استفاده می‌شود.

جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره مورد بررسی نیز سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ می‌باشد در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های زیر بوده، به عنوان نمونه انتخاب خواهند شد:

- به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
- شرکت‌ها نباید سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشد.
- اطلاعات مالی شرکت‌های مورد بررسی به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در سایت کدال در دسترس باشد.
- شرکت‌های مورد بررسی در بازه زمانی پژوهش از بورس خارج نشده باشد.
- شرکت‌های مورد نظر جزء بانکها و واسطه‌گری مالی، لیزینگ، هلدینگ و سرمایه‌گذاری به علت ماهیت و نوع فعالیت این گروه از شرکت‌ها متفاوت است، نباشند.

### متغیر وابسته: هزینه سرمایه (COC)

در این پژوهش برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه از مدل اوهانلون و استیل<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) استفاده شده، که به صورت زیر محاسبه می‌شود (اوهانلون و استیل، ۲۰۰۰):

$$ROE_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i} DURG_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن؛

$ROE_{it}$ : بازده حقوق صاحبان سهام برای شرکت  $i$  در دوره  $t$ ؛

$DURG_{it}$ : سرفق‌لی ثبت‌نشده برای شرکت  $i$  در سال  $t$  (ارزش بازار سرمایه شرکت در سال  $t$  منهای ارزش دفتری آن در سال  $t$ )؛

$\alpha_{0i}$ : هزینه حقوق صاحبان سهام برآوردی است.

البته باید توجه داشت که برای اینکه  $\alpha_{0i}$  بتواند هزینه‌ی سرمایه تفسیر شود، ضرایب  $\alpha_{0i}$  و  $\alpha_{1i}$  از رگرسیون سری‌های زمانی فوق، باید مثبت باشد. آماره‌ی توصیفی پژوهش بیانگر این موضوع می‌باشد.

### متغیر مستقل: سطح تغییر راهبردی صاحبکار (CSC)

<sup>1</sup> O'Hanlon & Steele

در پژوهش حاضر سطح تغییر راهبردی صاحبکار به شرح زیر اندازه گیری خواهد شد:

رقابت مطابق با استانداردهای صنعت، معیارهای عملکرد و اعتبار را برای سهامداران فراهم می‌کند شرکتی که یک استراتژی را اتخاذ می‌کند و از هنجارهای صنعت منحرف می‌شود، کم‌تر از این اثرات جانبی، سود می‌برد. بنابراین، سهامداران با هزینه‌های پردازش اطلاعات افزایش یافته در هنگام ارزیابی یک استراتژی انحرافی خاص مواجه هستند. این مشکل اطلاعاتی یک محیط اطلاعاتی مبهم ایجاد می‌کند. یک تغییر راهبردی، شرکت را از رقابت شدید حفظ می‌کند و کاهش رقابت، اثربخشی نظم خارجی را تضعیف می‌کند. بنابراین، مطابق با پژوهش بادآور نهندی و شهامی فر (۱۴۰۱) از معیارهای زیر برای اندازه گیری تغییر راهبردی صاحبکار استفاده می‌شود:

برای اندازه گیری تغییر راهبردی صاحبکار ابتدا منابعی که استقرار راهبرد یک شرکت را در اختیارمان قرار می‌دهد را محاسبه کنیم که شامل ۶ شاخص:

۱) شدت تبلیغات: هزینه تبلیغات تقسیم بر کل فروش  
۲) شدت تحقیق و توسعه: هزینه‌های تحقیق و توسعه تقسیم بر کل فروش  
۳) تازگی ماشین‌آلات و تجهیزات: خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات

۴) سربار غیرتولیدی: هزینه‌های اداری، عمومی و فروش تقسیم بر کل دارایی‌ها  
۵) سطح موجودی: موجودی مواد و کالا تقسیم بر کل دارایی‌ها  
۶) اهرم مالی: کل بدهی تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

ابتدا ۶ منبع استقرار راهبرد برای هر شرکت در هر صنعت محاسبه می‌گردد؛ سپس هر بعد راهبرد را استاندارد سازی می‌کنیم از طریق این فرمول:  $Z = \frac{X - \mu}{\sigma}$  (لازم به ذکر است در این فرمول  $Z$  نمره‌ی استاندارد برای داده‌های  $X$  می‌باشد،  $X$  مقدار مشاهده متغیر در هر سال،  $\mu$  میانگین صنعت در هر سال،  $\sigma$  انحراف معیار متغیر برای صنعت در هر سال می‌باشد. قدر مطلق مقادیر به دست آمده برای هر کدام از ۶ منبع استقرار راهبرد تجاری را برای هر سال شرکت به دست می‌آوریم، حاصل جمع مقادیر به دست آمده برای هر کدام از این ۶ منبع، میزان تغییر راهبردی صاحبکار در آن سال را نشان می‌دهد (بادآور نهندی و همکاران، ۱۴۰۱).

### متغیر تعدیلگر: عدم تقارن اطلاعاتی (Spread)

در این پژوهش برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی، از مدل دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام، استفاده می‌شود. این مدل برای اولین بار در پژوهش وینکاتش و چیانگ (۱۹۸۶)، مطرح گردید. نحوه محاسبه این مدل به شرح زیر است:

$$Spread_{i,t} = \frac{1}{K_{i,t}} \sum_{K=1}^{K_{i,t}} \frac{(ASK_{i,k} - BID_{i,k})}{(ASK_{i,k} + BID_{i,k})/2} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه (۱) Spread عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $ASK$  بهترین (کمترین) قیمت پیشنهادی فروش سهام روزانه شرکت  $i$ ؛  $BID$  بهترین (بیشترین) قیمت پیشنهادی خرید روزانه سهام شرکت  $i$ ؛  $K$  تعداد روزهایی از سال  $t$  که در آن بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش، برای شرکت  $i$  موجود باشد. روند محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی، بدین صورت است که ابتدا داده‌های روزانه مربوط به قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام برای هر یک از شرکت‌های قرار گرفته در نمونه، در طول هر سال استخراج و سپس برای روزهای در دسترس دامنه مذکور محاسبه می‌شود. در نهایت میانگین ارقام محاسبه شده برای دامنه روزانه به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی شرکت  $i$  در سال  $t$  در نظر گرفته شده است. نحوه وارد کردن این متغیر نیز به صورت یک متغیر مجازی می‌باشد بدین شکل که اگر مقدار عدم

تقارن اطلاعاتی بدست آمده بالاتر از میانه عدم تقارن اطلاعاتی صنعت مربوطه در هر سال باشد مقدار یک و در غیر اینصورت صفر لحاظ می شود.

### متغیرهای کنترلی

۱) اندازه شرکت (SIZE): در این پژوهش جهت اندازه گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها استفاده می شود.

۲) اهرم مالی (LEV): اهرم مالی از تقسیم جمع بدهی های شرکت بر جمع دارایی های آن محاسبه شده است.

۳) سن شرکت (Age): از لگاریتم طبیعی عمر شرکت (از سال تاسیس تا سال مورد نظر) اندازه گیری می شود

۴) مالکیت نهادی (Instit): از مجموع سهامداران بالای ۵ درصد اندازه گیری می شود.

مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه اول:

$$COC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSC_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 Instit_{i,t} + \mu_{it}$$

مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه دوم:

$$COC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSC_{it} + \beta_2 Spread_{it} + \beta_3 (CSC_{it} * Spread_{it}) + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Instit_{i,t} + \mu_{it}$$

### یافته های پژوهش

#### یافته های توصیفی

برای بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۳۵ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲) می باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
هزینه سرمایه	COC	۸۱۰	۰/۲۷۵	۰/۱۹۲	۰/۰۲۸	۰/۹۲۴
تغییر راهبردی صاحبکار	CSC	۸۱۰	۰/۰۴۰	۰/۰۳۶	۰/۰۰۱	۰/۴۸۱
عدم تقارن اطلاعاتی	Spread	۸۱۰	۲/۰۴۶	۱/۲۶۸	۰/۱۲۰	۶/۳۰۱
اندازه شرکت	Size	۸۱۰	۱۵/۸۳۳	۱/۶۴۹	۱۱/۳۷۹	۲۱/۸۹۹
اهرم مالی	Lev	۸۱۰	۰/۴۹۴	۰/۲۳۱	۰/۰۳۱	۱/۹۶۴
سن شرکت	Age	۸۱۰	۳/۷۱۱	۰/۳۲۵	۲/۸۹۰	۴/۲۷۶
مالکیت نهادی	Instit	۸۱۰	۰/۶۲۷	۰/۲۰۴	۰/۰۵۹	۰/۹۵۴

مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۴۹۴ می باشد که نشان می دهد در شرکتهای نمونه به طور میانگین ۵۸ درصد از دارایی های شرکتها را بدهی آنها تشکیل داده است. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای اندازه شرکت برابر با ۱/۶۴۹ و برای نوسانات تغییر راهبردی صاحبکار برابر است با ۰/۰۳۶ می باشد که نشان می دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می دهد. به عنوان مثال بزرگ ترین مقدار اهرم مالی برابر با ۱/۹۶۴ است که نشان می دهد شرکتی وجود دارد که بدهی آن بیشتر از دارایی بوده و زیان انباشته داشته است.

## آزمون مانایی متغیرها

برای بررسی وجود ریشه واحد در داده‌های پانل، می‌توان از آزمون لوین، لین و چو استفاده کرد که نتایج آن به صورت جدول ۲ عرضه می‌گردد.

جدول (۲): آزمون مانایی (لوین، لین و چو) برای تمامی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
هزینه سرمایه	COC	$-1/2e+02$	۰/۰۰۰۰	مانا است
تغییر راهبردی صاحبکار	CSC	$-57/8277$	۰/۰۰۰۰	مانا است
عدم تقارن اطلاعاتی	Spread	$-6/5e+02$	۰/۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	Size	$-35/7317$	۰/۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	Lev	$-2/0e+02$	۰/۰۰۰۰	مانا است
سن شرکت	Age	$-62/2149$	۰/۰۰۰۰	مانا است
مالکیت نهادی	Instit	$-5/7e+03$	۰/۰۰۰۰	مانا است

باتوجه به جدول ۲ مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری همه متغیرها در آزمون مانایی لوین، لین و چو کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

## تخمین نهایی فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول بیان می‌دارد: تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه تأثیر دارد.

جدول (۳): نتیجه آزمون مدل اول

متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	احتمال	هم‌خطی
تغییر راهبردی صاحبکار	CSC	۰/۳۶۸	۰/۰۳۴	۱۰/۵۳	۰/۰۰۰	۱/۱۰
اندازه شرکت	Size	۰/۰۲۲	۰/۰۰۶	۳/۶۵	۰/۰۰۰	۱/۱۰
اهرم مالی	Lev	$-0/146$	۰/۰۳۴	$-4/29$	۰/۰۰۰	۱/۰۲
سن شرکت	Age	۰/۰۴۷	۰/۰۲۳	۲/۰۳	۰/۰۴۲	۱/۰۲
مالکیت نهادی	Instit	۰/۰۸۹	۰/۰۳۵	۲/۴۹	۰/۰۱۳	۱/۰۷
مقدار ثابت	C	$-0/326$	۰/۱۰۴	$-3/12$	۰/۰۰۲	---
آزمون اف لیمر		۳/۷۲	۰/۰۰۰۰			روش تابلویی
آزمون هاسمن		۱۵/۷۴	۰/۰۰۷۶			اثرات ثابت
آزمون ناهمسانی واریانس		۵۹/۴۶	۰/۰۰۰۰			وجود ناهمسانی واریانس
آزمون خودهمبستگی سریالی		۱۴۴/۰۳۱	۰/۰۰۰۰			وجود خودهمبستگی
ضریب تعیین			۰/۴۳۳۷			
آماره والد				۲۵۹/۰۰		
احتمال (آماره والد)					۰/۰۰۰۰	

نتایج جدول (۳) نشان می‌دهد که سطح معناداری والد کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین برابر با ۴۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری مربوط به متغیر تغییر

راهبردی صاحبکار کمتر از پنج درصد و ضریب آن مثبت است. بنابراین، تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه تأثیر مستقیم دارد و فرضیه اول پذیرفته می‌شود.

فرضیه دوم بیان می‌دارد: عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین تغییر راهبردی صاحبکار و هزینه سرمایه تأثیر دارد.

جدول (۴): نتیجه آزمون مدل دوم

متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	احتمال	هم‌خطی
تغییر راهبردی صاحبکار	CSC	۰/۲۸۶	۰/۰۴۲	۶/۷۳	۰/۰۰۰	۳/۳۲
عدم تقارن اطلاعاتی	Spread	۰/۰۰۱	۰/۰۰۴	۰/۳۱	۰/۷۵۷	۲/۲۸
تغییر راهبردی صاحبکار *عدم تقارن اطلاعاتی	CSC* Spread	۰/۳۱۵	۰/۰۹۲	۳/۴۱	۰/۰۰۱	۴/۳۹
اندازه شرکت	Size	۰/۰۲۲	۰/۰۰۶	۳/۶۲	۰/۰۰۰	۱/۱۱
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۳۸	۰/۰۳۳	-۴/۱۳	۰/۰۰۰	۱/۰۲
سن شرکت	Age	۰/۰۴۳	۰/۰۲۴	۱/۸۰	۰/۰۷۲	۱/۰۲
مالکیت نهادی	Instit	۰/۰۹۴	۰/۰۳۵	۲/۶۶	۰/۰۰۸	۱/۰۷
مقدار ثابت	C	-۰/۳۳۰	۰/۰۹۵	-۳/۴۷	۰/۰۰۱	---
آزمون اف لیمر			۰/۰۰۰۰			روش تابلویی
آزمون هاسمن			۰/۰۰۰۹			اثرات ثابت
آزمون ناهمسانی واریانس			۰/۰۰۰۰			وجود ناهمسانی واریانس
آزمون خودهمبستگی سریالی			۰/۰۰۰۰			وجود خودهمبستگی
ضریب تعیین			۰/۴۹۶۵			
آماره والد			۵۲۳/۲۱			
احتمال (آماره والد)			۰/۰۰۰۰			

نتایج جدول ۴، نشان می‌دهد که سطح معناداری والد کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین برابر با ۴۹ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری مربوط به متغیر تعاملی (تغییر راهبردی صاحبکار\*عدم تقارن اطلاعاتی) کمتر از پنج درصد و ضریب آن مثبت است. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین تغییر راهبردی صاحبکار و هزینه سرمایه تأثیر مستقیم دارد و فرضیه دوم پذیرفته می‌شود.

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش به بررسی تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی می‌پردازد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول مشاهده گردید که تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه تأثیر مستقیم دارد و فرضیه اول پذیرفته می‌شود. هر تصمیم راهبردی، سطح ریسک را بالا یا پایین می‌برد و برنامه‌های راهبردی مشخص می‌کنند که شرکت از چطور و چگونه درآمد کسب کند تغییر راهبردی از طریق مسیرهای متفاوتی از جمله ریسک، ساختار مالی، اعتبار بازار، جریان نقدی روی هزینه سرمایه اثر می‌گذارد و موجب افزایش آن می‌شود. با توجه به نتایج مدل دوم پژوهش می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین تغییر راهبردی صاحبکار و هزینه سرمایه تأثیر مستقیم دارد. یعنی عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین تغییر راهبردی صاحبکار و هزینه سرمایه نقش تعدیلگر داشته و شدت رابطه بین تغییر راهبردی صاحبکار و هزینه سرمایه را تقویت می‌کند. بدین معنی که زمانی که اطلاعات شرکت،

به‌ویژه در دوران تغییر راهبردی، به‌صورت نامتقارن میان مدیران (صاحبکاران) و سرمایه‌گذاران توزیع شود زمینه ساز افزایش هزینه سرمایه می‌شود. چون با توجه تغییر مسیر راهبردی از شرکت‌های هم صنعت اکثر مواقع پرخطر بوده و ارزش‌آفرین نخواهد بود. تأثیر تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند برای سهامداران و سرمایه‌گذاران در جهت تصمیم‌گیری بهتر برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی مفید واقع شود. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران خواهان اطلاعاتی هستند که به آنها در جهت انجام یک سرمایه‌گذاری موفق یاری رساند. لذا، به آنها پیشنهاد می‌شود نتایج حاصل از این پژوهش را مد نظر قرار دهند. به تحلیلگران و مشاوران مالی توصیه می‌شود در تحلیلهای خود به اثرگذاری مثبت تغییر راهبردی صاحبکار بر هزینه سرمایه توجه داشته نقش تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی را به عنوان یکی از عوامل فزاینده هزینه سرمایه مدنظر قرار دهند.

### منابع

- ✓ بادآورندهی، یونس، عباس زاده، شهلا، شهمی فر، المیرا، (۱۴۰۱). تأثیر انحراف استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت. مدیریت عملیات، دوره ۲، شماره ۶، صص ۱۱۹-۱۴۰.
- ✓ حقیقت، حمید، رضوانی راز، کریم، رمضان احمدی، محمد، رکابدار، قاسم، (۱۴۰۱)، بررسی نقش واسطه‌ای هزینه نمایندگی بر رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه با در نظر گرفتن سطوح کیفیت سود، دانش حسابداری مالی، دوره ۹، شماره ۴، صص ۷۳-۹۴.
- ✓ شمسی، فهیمه، (۱۳۹۵)، اثر ریسک اطلاعاتی حسابداری بر هزینه پیش بینی شده سرمایه، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
- ✓ گرامی، زین العابدین، (۱۳۹۹)، مقایسه مدل‌های هزینه سرمایه ضمنی و هزینه سرمایه بر اساس مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه‌های در تبیین نرخ بازده تحقق یافته، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی پیام گلیاگان.
- ✓ ناصح پور، فرزاد، م ابزری، هدی، کمالی، احسان، فتحی، سعید، (۱۴۰۴)، فراتحلیلی بر نقش متغیرهای کنترلی در نتایج مطالعات مرتبط با تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه سهام، نشریه تحقیقات مالی، دوره ۲۷، شماره ۸۷، صص ۲۹۷-۳۲۳.
- ✓ Acheampong, A., Ibeji, N., (2024), Risk culture and cost of capital – Insight from European banks. Economics Letters, 243, 111906.
- ✓ Amr Nazieh, Ezat, (2019). "The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital: Evidence from Egypt." Journal of Accounting in Emerging Economies, <https://doi.org/10.1108/JAEE->
- ✓ Bahatacharya, N. Desai, N. Venkataraman, K. (2010), Earning Quality and Information Asymmetry. Working paper, Retrieved from: <http://www.ssrn.com>.
- ✓ Brown, S. Hillegeist, S. A. (2007), How disclosure quality affects the level of information Asymmetry. Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
- ✓ Carpenter, M. A. (2000). The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. Journal of Management, 26(6), 1179-1198.
- ✓ Deephouse, D.L., 1999. To be different, or to be the same? It's a question (and theory) of strategic balance. Strategic Management Journal, 20, 147-166.
- ✓ Dong, Xueyan., & Chan, Kam C., & Cui, Yujia (2020). Strategic Deviance and Cash Holdings, Journal of Accounting Research. doi.org/10.1111/jbfa.12487.
- ✓ Hao, J. (2023). Disclosure regulation, cost of capital, and firm values. Journal of Accounting and Economics, Available online 4, 101605.
- ✓ Jeong-Bon, Kim. Sohn, Byungcherl Charlie. (2013), Real Earnings Management and Cost of Capital. Journal of Accounting and Public Policy. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

- ✓ Lambert, R. Leuz, C. Verrecchia, R. (2007), Accounting Information Disclosure and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, pp 385-420.
- ✓ Litov, L. P., Moreton, P., Zenger, T. R. (2012). Corporate strategy, analyst coverage, and the uniqueness paradox. *Management Science*, 58, 1797-1815.
- ✓ O'Hanlon, J. Steele, A. (2000), Estimating the Equity Risk Premium Using Accounting Fundamentals, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 27 (9 & 10), pp 1051-1083.
- ✓ Porter, M.E., 1980. *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press: New York. doi.org/10.4324/9781912281060.
- ✓ Tang, J., Crossan, M., Rowe, W.G., )2011(. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48, 1479-1503.
- ✓ Tayler, W.B., Bloomfield, R. J., (2011). Norms, conformity, and controls. *Journal of Accounting Research*, 49, 753-790. doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00398.x.
- ✓ Venkatesh, P. C., and R. Chiang, (1986) "Information Asymmetry and the Dealers Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements." *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 5, pp. 1089- 1102
- ✓ Zhang, Y. Yang, Can environmental disclosure improve price efficiency? The perspective of price delay, *Finance Res. Lett.* 52 (2023) 103556.

