

تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

زریر نگین تاجی^۱، افشین هاشمی گل سفیدی^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۴/۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۷/۱۹

چکیده

این پژوهش به دنبال بررسی تأثیرات شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، اطلاعات مالی ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۹۲-۱۳۸۶ مورد بررسی قرار گرفته است (۶۴۸ شرکت - سال). روش گردآوری داده‌ها به صورت اسنادی و روش تجزیه و تحلیل اقتصادسنجی است. برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده پژوهش، از نرم‌افزارهای 20 *Spss* و 7 *EvIEWS* و 16 *Minitab* استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شفافیت سود تأثیری منفی و معنی‌دار بر هزینه سرمایه دارد، به طوری که با یک واحد افزایش شفافیت سود، هزینه سرمایه شرکت‌ها نیز به میزان ۰.۴۰۶۸ واحد کاهش می‌یابد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که شفافیت سود تأثیری معنادار و مثبت بر بازده اضافی شرکت‌ها دارد، به طوری که با افزایش ۱ واحد شفافیت سود، بازده اضافی شرکت‌ها نیز به میزان ۰.۵۹۳۰ واحد افزایش می‌یابد.

طبقه‌بندی JEL : C22, C32, G20, G29.

واژگان کلیدی: شفافیت سود، هزینه سرمایه، بازده مورد انتظار، بورس اوراق بهادار تهران، تحلیل داده‌های تابلویی.

Email: zarir_negintaji@yahoo.com

۱. عضو هیأت علمی و استادیار دانشگاه شهید بهشتی

Email: afshinhashemi54@yahoo.com

۲. کارشناس ارشد اقتصاد

(صحت مطالب مقاله بر عهده نویسنده است و بیانگر دیدگاه مجمع تشخیص مصلحت نظام نیست)

مقدمه

گزارشگری مالی یکی از مهمترین فرآورده‌های سیستم حسابداری است که از اهداف عمده آن فراهم آوردن اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری اقتصادی استفاده‌کنندگان در خصوص ارزیابی عملکرد و توانایی سودآوری بنگاه اقتصادی است. (بارس و همکاران، ۲۰۰۵)^۱ شرط لازم برای دستیابی به این هدف، اندازه‌گیری و ارائه اطلاعات، به نحوی است که ارزیابی عملکرد گذشته را ممکن سازد و در سنجش توان سودآوری و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی بنگاه اقتصادی مؤثر افتد. (فرنسیس و همکاران، ۲۰۰۴)^۲ به بیان دیگر تعدد و فراوانی گزارش‌های مالی در ارتباط با جزئیات سود کسب شده شرکت‌ها، به نوعی آگاهی و اطلاعات سهامداران خرد که دسترسی کمتری به اطلاعات را دارند، افزایش داده و شفافیت اطلاعات افزایش می‌یابد. (بارتا و همکاران، ۲۰۰۹)^۳ یکی از مهمترین عوامل در تصمیم‌گیری صحیح سهامداران شرکت‌ها، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم در مورد سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشوند اثرات منفی برای فرد یا نهاد تصمیم‌گیرنده خواهد داشت از سوی دیگر نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات نیز حائز اهمیت است. یکی از مهمترین عوامل در تصمیم‌گیری صحیح سهامداران شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری و یا عدم سرمایه‌گذاری، اطلاعات مناسب و همچنین چگونگی دستیابی به اطلاعات است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشوند اثرات منفی برای فرد یا نهاد تصمیم‌گیرنده خواهد داشت. (هیل و لوز، ۲۰۰۶)^۴ قبل از اینکه خود اطلاعات برای سرمایه‌گذاران، سهامداران و سایر ذینفعان مهم باشد، این شفافیت توزیع اطلاعات است که باید به صورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد. (استون، ۲۰۰۴) زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سود اکتسابی یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی سهام شرکت با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام موردنظر قائل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت. (موهنتم و راجیبال، ۲۰۰۹)^۵

اما برای کشور ایران، بورس اوراق بهادار تهران مهمترین و اصلی‌ترین مرکز برای مبادلات سرمایه‌ای تلقی می‌شود و قدر مسلم، کارآیی این نهاد مستلزم تصمیم‌گیری درست عوامل موجود در آن است. از آنجایی که سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، مهمترین گروه فعال در این بازار هستند، تصمیم‌گیری مناسب آنها بر پایه اطلاعات صحیح و بهنگام مخصوصاً در ارتباط با سود اکتسابی، هزینه سرمایه و بازده اضافی، می‌تواند در هدایت سرمایه‌ها و همچنین تخصیص بهینه آنها، نقش بسزایی داشته باشد. با توجه به این که بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران جزء، اطلاعات داخلی با ارزشی درباره چشم‌اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های

1. Barth (2005).
2. Francis (2004).
3. Bartav (2009).
4. Hail , Leuz (2006).
5. Mohanram, p.Rajgopal,s (2009).

بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار دارند، شفافیت سود از طرق فراوانی انتشار گزارش‌های مالی تا حد زیادی می‌تواند مشکل عدم تقارن اطلاعاتی بین این گروه‌ها را کاهش دهد. (گرو و همکاران، ۲۰۰۴)^۱

لازم به ذکر است که یکی از اهداف مدنظر سند چشم انداز ۱۴۰۴، ارتقاء جایگاه ایران در موضوع شفافیت مالی و اطلاعاتی است. گزارش سازمان ملل برای سال ۲۰۱۴ حکایت از بهبود ۸ پله‌ای ایران در گزارش شفافیت بین‌المللی^۲ دارد اما با این وجود، هنوز رتبه ایران در منطقه مناسب نیست و رتبه ۱۵ منطقه چشم انداز ۱۴۰۴ قرار گرفته است.^۳

تأثیر سرمایه‌گذاران عمده بر تصمیمات مالی^۴ مدیریت از قبیل ساختار سرمایه^۵ و هزینه سرمایه از اهمیت به‌سزایی برخوردار است. همچنین الزامی کردن انتشار گزارش‌های مالی در طی فواصل زمانی مشخص می‌تواند تأثیر به‌سزایی در جذب سرمایه‌گذاران از طریق انتشار سهام داشته و شکاف اطلاعاتی را تا حد زیادی کاهش دهد. (کوکران، ۲۰۰۵)^۶ بنابراین ملاحظه می‌شود که اهمیت هزینه سرمایه و شفافیت سود و بررسی روابط بین این دو متغیر و لزوم بررسی متغیرهای تعدیل‌گر مرتبط با آنها در کشورهای در حال توسعه که بازار سرمایه بتدریج در آنها در حال رونق گرفتن می‌باشد (از جمله کشور ایران)، بالا است.

بنابراین با توجه به اهمیت موضوع، این پژوهش می‌کوشد تا تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دهد. هزینه سرمایه مورد انتظار و بازده اضافی به عنوان متغیرهای وابسته و شفافیت سود شرکت به عنوان متغیر مستقل استفاده می‌شود. همچنین برای تعیین یک رابطه مناسب و درست بین متغیرهای وابسته و مستقل از متغیرهای کنترلی مانند: نسبت بدهی، ارزش شرکت، فرصت‌های رشد، ریسک سیستماتیک شرکت، متغیر مصنوعی بازده منفی سهام، نسبت تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی، اندازه شرکت و حجم نقدینگی شرکت استفاده خواهد شد. پژوهش به‌دنبال بررسی دو فرضیه زیر است:

- بین شفافیت سود و هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

- بین شفافیت سود و بازده اضافی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

1. Grow (2004).
7. Transparency International.
8. <http://www.transparency.org/>
4. Financial Decisions.
5. Capital Structure.
6. Cochran (2005).

داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار^۱، شبکه کدال، سیستم‌های جامع اطلاع‌رسانی ناشران^۲، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران^۳ و لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج شده است. سایر اطلاعات مورد نیاز مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها (مانند: ارزش بازار سهام عادی شرکت‌ها در پایان سال که در محاسبه نسبت Q توبین مورد نیاز است) در بانک اطلاعاتی بورس اوراق بهادار است، گردآوری گردید. این اطلاعات شامل سود و زیان، ترازنامه، پیش‌بینی سود و ... است. همچنین انتخاب نمونه به روش غربال‌گری^۴ (حذفی) انجام گرفته و بر این اساس، ۱۰۸ شرکت از ۱۹ صنعت برای یک دوره پنج ساله (۹۱-۱۳۸۶) انتخاب شده که وضعیت آنها بر حسب صنعت به شرح زیر است.

جدول ۱. فراوانی اعضای نمونه به تفکیک نوع صنعت

کد ^۵	نام صنعت	نمونه آماری
۱۰	استخراج ذغال سنگ	۱
۱۳	استخراج کانه‌های فلزی	۵
۱۴	استخراج سایر معادن	۱
۱۵	انواع فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی	۷
۱۷	منسوجات	۱
۲۳	فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای	۲
۲۴	ساخت مواد و محصولات شیمیایی	۲۶
۲۵	لاستیک و پلاستیک	۲
۲۶	سایر محصولات کانی غیر فلزی	۱۴
۲۷	فلزات اساسی	۱۲
۲۹	ماشین‌آلات و تجهیزات	۷
۳۱	ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	۴
۳۲	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاه‌ها و وسایل ارتباطی	۱
۳۴	خودرو و ساخت قطعات	۱۹
۴۵	پیمان‌کاری صنعتی	۱
۶۰	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات	۲
۶۳	فعالیت‌های پشتیبانی و کمکی حمل و نقل	۱

۱. به نشانی www.rdis.ir

۲. به نشانی www.codal.ir

۳. به نشانی www.fipiran.com

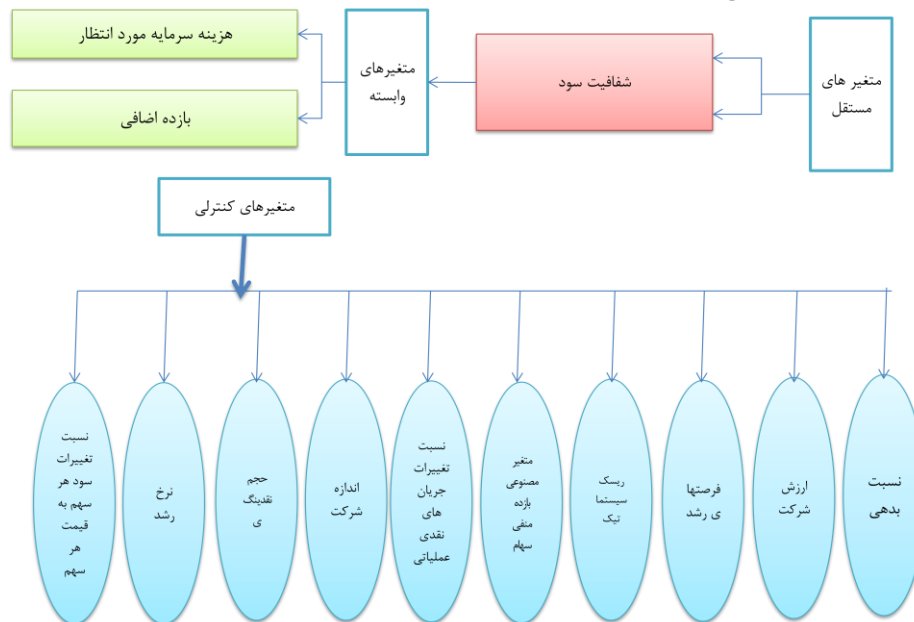
4. Criteria-Filtering Technique.

۵. کد صنایع از فایل ISIC موجود در کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج گردیده است.

۷۲	رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن	۱
۷۴	خدمات فنی و مهندسی	۱
جمع		۱۰۸

داده‌ها و آمارها با استفاده از تحلیل همبستگی و رگرسیون و روش آماری پانل دیتا، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. بدین منظور از نرم‌افزارهای 20 Spss، 7 Eviews و 16 Minitab استفاده شده است. مدل مفهومی پژوهش را می‌توان در نمودار زیر ملاحظه کرد.

نمودار ۱. مدل مفهومی پژوهش



۱. ادبیات موضوع

شفافیت سود فرآیند برداشتن گام‌های آگاهانه در محدوده اصول پذیرفته شده حسابداری برای آوردن سود گزارش شده به سطح مورد انتظار بوده و سه انگیزه شامل بازار سهام، قراردادی و قانونی را برای آن در نظر گرفته‌اند. در مورد شفافیت سود، الگوهای متعددی ارائه شده که مهمترین آن در برگیرنده، الگوی هموارسازی سود هدف، الگوی حداکثر کردن سود هدف، الگوی حداقل کردن سود هدف و الگوی به دست آوردن آرامش (سود هدف) است.

ادبیات اولیه در حوزه شفاف‌سازی سود به آزمون تأثیر گزینش‌های حسابداری بر بازار سرمایه پرداخته و کانون تمرکز اصلی آن، تمایز میان دو فرضیه رقیب، یعنی فرضیه مکانیکی و بازار کار است. فرضیه

مکانیکی در ادبیات حسابداری دهه ۱۹۶۰ رایج بوده و بیانگر آن است که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، منابع اطلاعاتی غیر از گزارش‌های مالی شرکت‌ها را مورد استفاده قرار نمی‌دهند و سرمایه‌گذاران صرفاً براساس ارزش‌های ظاهری منعکس در اطلاعات مالی گزارش شده توسط شرکت‌ها تصمیمات خود را اتخاذ می‌نمایند. فرضیه مکانیکی پیش‌بینی می‌کند که رابطه میان سود حسابداری و قیمت سهام صرفاً مکانیکی است. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران ممکن است به‌طور سیستماتیک به وسیله‌گزینه‌ها و روش‌های حسابداری همراه شوند. (چن و همکاران، ۲۰۱۲) اما در مورد فرضیه بازار کار، این فرضیه پارادایم حکم‌فرما بر تحقیقات حسابداری مالی در دهه ۱۹۷۰ بود و بیانگر آن است که قیمت‌های بازار اوراق بهادار تمام اطلاعات در دسترس را به‌طور کامل منعکس می‌نماید. سه شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی برای کارایی بازار وجود دارد. معمولاً شکل نیمه قوی فرضیه بازار کار پذیرفته‌ترین حالت آن است که برای آزمون فرضیه بازار کار مدنظر قرار گرفته است. این شکل از فرضیه بازار حاکی از آن است که بازار می‌تواند اثر تغییرات حسابداری آرایشی (حساب‌سازی شده) را تشخیص دهد. لذا این نوع تغییرات نمی‌توانند به‌طور سیستماتیک بازار را همراه نماید. به عبارت دیگر، آگاهی از اطلاعات به سرمایه‌گذاران اجازه کسب سود اضافی را نمی‌دهد زیرا قیمت‌ها قبلاً این اطلاعات را در بر گرفته‌اند (ابراهیمی کردلر و حسنی آذربایانی، ۱۳۸۵).

شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی همواره سعی داشته‌اند تا میزان هزینه هر کدام از عوامل تولید از جمله هزینه‌های مربوط به سرمایه را تخمین و برآورد نمایند. هزینه سرمایه هر شرکت عبارت است از نرخ بازدهی که بایستی آن شرکت نسبت به سرمایه‌گذاری‌هایش به‌دست آورد تا بتواند انتظارات سرمایه‌گذارانی را که وجوه بلندمدت شرکت را فراهم کرده‌اند تأمین کند. (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹) شرکت‌ها به منظور بیشینه کردن ارزش خود می‌بایست هزینه همه داده‌ها را کمینه کرده و در این زمینه می‌باید که قادر به اندازه‌گیری هزینه سرمایه باشد. (بالی و همکاران، ۲۰۰۶)^۲

از دهه ۵۰ تاکنون، نظریه‌های متعددی به بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته است. نظریه مودیلیانی - میلر، نظریه بودجه‌ای (مالی)، نظریه سلسله مراتبی، توازی یا بده بستان ایستا، خوش‌بینی مفرط مدیریتی و دریچه‌های فرصت از جمله این نظریه‌هاست.

سابقه مطالعات بنیادین ساختار سرمایه به میلر^۳ و مودیلیانی^۴ (M-M) در سال ۱۹۵۸ بر می‌گردد. فرضیه اصلی مطالعات (M-M) آن است که ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن مستقل است. در مقاله‌ای در سال ۱۹۶۳، میلر و مودیلیانی مطالعات اولیه خود را با وارد کردن فرض مالیات تغییر داده و به آن عنوان نظریه بودجه‌ای (مالی) دادند. بر اساس این نظریه آنان نتیجه‌گیری کردند که شرکت‌ها، بدهی را به سایر

1. Chen (2012).
2. Bailey (2006).
3. Miller.
4. Modigliani.

منابع تأمین مالی ترجیح می‌دهند، چرا که پرداخت‌های بهره مالیات را کاهش می‌دهد. (ایستون، ۲۰۰۴)^۱ نتایجی که مودیلیانی و میلر به آن رسیده‌اند، منطقاً از فرضیات اولیه آن‌ها اخذ می‌شود و این زمانی است که بازار سرمایه کامل باشد. اما در عالم واقعیت بازار سرمایه دارای نواقصی می‌باشد که موجب می‌شود، همان نتایج به دست نیاید. بنابراین اشخاصی که با نظریه مودیلیانی و میلر مخالفند، انتقادات خود را بر غیرواقعی بودن فرضیات آن‌ها تمرکز داده‌اند. بعد از سلسله نقدها و نظرها بر نوشته‌های میلر و مودیلیانی، مطالعات متکی به نظریه توازی ایستا مورد بررسی قرار گرفت. در این مدل نه تنها مزایای به‌کارگیری بدهی، بلکه مضرات آن یعنی تقبل هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. نظریه سلسله‌مراتبی بیان‌گر این موضوع است که شرکت‌ها در استفاده از منابع مالی سلسله‌مراتبی را رعایت می‌کنند. نخست از وجوه داخلی بعد از بدهی و در نهایت وقتی این منابع در اختیار نباشد، اقدام به افزایش سرمایه جدید می‌کنند.

بنابراین به طور کلی، حسابرسی اعتبار اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. افزایش کیفیت اطلاعات، ریسک اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. کاهش ریسک اطلاعاتی نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. بنابراین حسابرسی با کیفیت بالاتر، که منجر به افزایش کیفیت اطلاعات می‌شود، هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

بازده در فرآیند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بازده ناشی از سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت است، برای اینکه تمامی بازی سرمایه‌گذاری به منظور کسب بازده صورت می‌گیرد. بازده اضافی برابر است با تفاوت بین نرخ بازده شرکت و بازده بازار، برای تعیین بازده اضافی از مدل تعدیل شده بازار (مدل ساده بازار) استفاده خواهد شد (پترسن، ۲۰۰۹).

۲. پیشینه پژوهش

ریچاردسون (۲۰۱۲)^۲، در مطالعه خود به بررسی رابطه بین فروش استقراضی سهام و کیفیت سود پرداخته است. وی به این نتیجه رسید افرادی که مبادرت به فروش استقراضی سهام می‌کنند از اطلاعات اقلام تعهدی در مورد سود آینده استفاده چندانی نمی‌کنند. افزون بر این، فروش استقراضی سهام در شرکت‌های با اقلام تعهدی زیاد پر هزینه است. وی همچنین رابطه بین مالیات و کیفیت سود را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که ثبات اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی برای شرکت‌های دارای تفاوت زیاد بین دفاتر و اظهارنامه‌های مالیاتی، کمتر است.

هو و همکاران (۲۰۱۱)^۳، در پژوهشی تحت عنوان «پیش‌بینی جریان‌های نقدی، هزینه سرمایه و بازده مورد انتظار» به بررسی رابطه بین سه متغیر پرداختند. آن‌ها با توجه به پیش‌بینی‌های سود شرکت‌ها بر

1. Easton (2004).
2. Richardson (2012).
3. Hou (2011).

مبنای مدل‌های و شاخص‌های مربوط به جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده و برآوردی بر روی هزینه سرمایه شرکت‌ها تأکید و نمونه‌های بزرگی از شرکت‌ها را طی سال‌های ۱۹۶۸ تا ۲۰۰۸ مورد بررسی قرار دادند. آنها یافتند که پیش‌بینی‌های سود بر مبنای پیش‌بینی‌های دیگر در ارتباط با پیش‌بینی‌های جریان‌های نقدی بوده و بر گرفته از ضرایب مربوط به پیش‌بینی‌های سود است. همچنین در ارتباط با هزینه سرمایه و ارتباط آن با بازده مورد انتظار سهام به این نتیجه رسیدند که شاخص مرتبط با بازده مورد انتظار همان پیش‌بینی‌های مربوط به بازده سهام است. آن‌ها همچنین شواهدی را در ارتباط با تأیید رابطه معنادار بین سطح خصوصیات مربوط به بازده مورد انتظار شرکت و جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده دست یافتند و آن را بر مبنای مدل پایه‌ای هزینه سرمایه تعدیل نمودند.

چان و همکاران (۲۰۱۱)^۱، رابطه‌ی محتوای اطلاعاتی کیفیت سود را با بازده آینده سهام بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که میان اقلام تعهدی و بازده آینده سهام رابطه‌ی منفی وجود دارد. فلور و هاریس (۲۰۱۳)^۲، در پژوهشی تحت عنوان «نقدینگی دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری شرکتی و هزینه‌های تأمین مالی داخلی» به بررسی رابطه بین سه متغیر مذکور بر مبنای تئوری تجارت خاموش پرداختند. آن‌ها تحلیل کردند که چطور حجم و سطح نقدینگی و سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بر روی هزینه‌های تأمین مالی داخلی تأثیرگذار است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که نقدینگی دارایی‌ها در تعیین سطح و حجم سرمایه‌گذاری‌های جدید بسیار با اهمیت و تأثیرگذار است.

نوروش و مجیدی (۱۳۹۱)، در تحقیقی رابطه‌ی کیفیت سود و هزینه‌ی سرمایه را در شرکت‌های بورسی ایران بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد که در دوره‌ی مورد آزمون (۱۳۸۲-۱۳۷۸) به استثنای سال ۱۳۷۹ رابطه معکوسی بین کیفیت سود و هزینه سرمایه وجود دارد.

مجیدی (۱۳۸۵)، در پایان‌نامه دوره ارشد خود به بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی پرداخته است. نتایج پژوهش، وجود رابطه معکوس بین ویژگی‌های کیفی سود، شامل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن و هزینه سرمایه سهام عادی را تأیید می‌کند.

اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین میثاق محافظه‌کاری و اجزاء هزینه‌های تأمین مالی در شرکت‌های بورسی تهران و ارائه مدلی برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری حسابداری پرداختند. آن‌ها دریافتند که محافظه‌کاری حسابداری با نسبت‌های حقوق صاحبان سهام و بدهی‌های بلندمدت و سود هر سهم به کل دارایی‌های اول دوره، رابطه مستقیم و با نسبت هزینه‌های مالی به دارایی‌های اول دوره رابطه معکوس دارد.

مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵)، در تحقیقی به بررسی رابطه کیفیت سود و برخی جنبه‌های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد مدیران غیرموظف در بورس تهران پرداختند. نتایج تحقیق وجود رابطه غیرخطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره را نشان می‌دهد.

1. chan
2. Flor (2013).

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴)، ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام را با تأکید بر نقش ارقام تعهدی بررسی کردند. بر اساس یافته‌های تحقیق میانگین بازده سهام شرکت‌ها، تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرند.

ثقفی و کردستانی (۱۳۸۳)، به بررسی رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان داد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران هنگام واکنش به تغییرات سود نقدی، کیفیت سود شرکت‌ها را در نظر نمی‌گیرند.

خوش طینت و اسماعیلی (۱۳۸۵)، طی تحقیقی به بررسی «رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» طی سال‌های ۱۳۷۹-۱۳۸۳ پرداخته‌اند. در این پژوهش کیفیت سود، حجم ارقام تعهدی، اجزای اختیاری و غیراختیاری ارقام تعهدی به‌عنوان متغیر مستقل و بازده سهام به عنوان متغیر وابسته می‌باشند. بررسی فرضیه‌های پژوهش به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون نشان می‌دهد که رابطه ضعیفی بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

همانطور که قبلاً نیز ذکر شده، جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۹۲-۱۳۸۶ است. نمونه تحقیق به روش حذفی، پس از اعمال پیش‌فرض‌ها انتخاب می‌گردد. متغیرهای این پژوهش به سه گروه زیر طبقه‌بندی شده‌اند. متغیرهای وابسته شامل، هزینه سرمایه و بازده اضافی مورد انتظار شرکت i در سال t ، متغیر مستقل شامل شفافیت سود شرکت i در سال t و متغیرهای کنترلی شامل نسبت بدهی، ارزش، فرصت‌های رشد، ریسک سیستماتیک، متغیر مصنوعی بازده منفی سهام، نسبت تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی، اندازه، حجم نقدینگی، نرخ رشد و نسبت تغییرات سود هر سهم به قیمت هر سهم شرکت i در سال t است. این عواملی یا تحت کنترل شرکت قرار دارند و شرکت می‌تواند آن را محاسبه کند یا تحت کنترل شرکت قرار ندارند و از محیط بیرون بر آن تحمیل می‌شود (باری و همکاران، ۲۰۰۸). گاهی این عوامل آنقدر تأثیر گذارند که نادیده گرفتن آن منجر به انتخاب یک روش تأمین مالی نادرست می‌شود و هزینه‌های هنگفتی بر شرکت وارد می‌سازد. (پترسن، ۲۰۰۹)

برای محاسبه هزینه سرمایه سهام از مدل تنزیل شده سود تقسیمی و از پژوهش کوچیتیکی (۲۰۱۱)، پیروی کرده و نحوه محاسبه آن به صورت زیر می‌باشد:

$$ECC_e = \left(\frac{D_0(1+g)}{P_0} \right) + g \quad (1)$$



در رابطه (۱)، ECC_e هزینه سرمایه سهام عادی، $D_0(1+g)$ با سود تقسیمی مورد انتظار قابل پرداخت در پایان سال اول، P_0 قیمت بازار کنونی سهام عادی شرکت و g نرخ رشد سود تقسیمی مورد انتظار است.

برای محاسبه بازده اضافی ابتدا بر طبق پژوهش باری و همکاران (۲۰۰۸)، ابتدا بازده سهام را محاسبه و سپس بازدهی بازار را بر طبق پژوهش هیل و لوز (۲۰۰۶) محاسبه و در نهایت بر طبق پژوهش پترسن (۲۰۰۹)، بازده اضافی ($RET_{i,t}$) از تفاوت بازده سهام شرکت و بازدهی بازار به صورت زیر قابل محاسبه است:

$$RET_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + DPS + (P_{i,t} - 1000)A + P_{i,t}B}{P_{i,t-1}} * 100 \quad (2)$$

در رابطه (۲)، $P_{i,t}$ و $P_{i,t-1}$ به ترتیب قیمت سهام در انتهای سال t و $t-1$ ، DPS سود نقدی هر سهم بر اساس تعداد سهام در ابتدای دوره، A درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و B درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته یا اندوخته است.

بر طبق پژوهش بارتا و همکاران (۲۰۱۳)، شفافیت سود یک متغیر مصنوعی است که اگر $TRANS_{i,t}$ به دست آمده بیشتر از ۲۵ درصد باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد شد و به صورت زیر قابل محاسبه است:

$$TRANS_{i,t} = TRANS_{j,t} + TRANSIN_{p,t} \quad (3)$$

در رابطه بالا، $TRANS_{i,t}$ شفافیت سود، $TRANS_{j,t}$ شفافیت درآمد کل و $TRANSIN_{p,t}$ شفافیت سود خالص است. برای محاسبه شفافیت درآمد کل و شفافیت سود خالص از روابط زیر استفاده شده است.

$$TRANS_{j,t} = \frac{\text{درآمد شرکت در سال جاری}}{\text{ارزش دفتری جمع کل دارایی‌ها}}$$

$$TRANSIN_{p,t} = \frac{\text{سود خالص شرکت در سال جاری}}{\text{درآمد شرکت در سال جاری}}$$

لازم به ذکر است که برای بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف (K-S) استفاده شده است. بر طبق پژوهش بارتا و همکاران (۲۰۱۳)، مدل آماری مربوط به فرضیه اول پژوهش به شرح زیر برآورد شده است:

$$ECC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 TRANS_{i,t} + \beta_2 DBTA_{i,t} + \beta_3 MVE_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \beta_5 Beta_{i,t} + \beta_6 NEG_{i,t} + \beta_7 \Delta OCF_{i,T-1} + \beta_8 SMB_{i,t} + \beta_9 HML_{i,t} + \beta_{10} FFMOM_{i,t} + \frac{\beta_{11} \Delta E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

و مدل مربوط به فرضیه دوم به صورت زیر است:

$$RET_{i,t} - R_{F,M} = \alpha_0 + \beta_1 TRANS_{i,t} + \beta_2 DBTA_{i,t} + \beta_3 MVE_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \beta_5 Beta_{i,t} + \beta_6 NEG_{i,t} + \beta_7 \Delta OCF_{i,T-1} + \beta_8 SMB_{i,t} + \beta_9 HML_{i,t} + \beta_{10} FFMOM_{i,t} + \frac{\beta_{11} \Delta E_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

در روابط بالا، $ECC_{i,t}$ هزینه سرمایه مورد انتظار، $RET_{i,t} - R_{F,M}$ بازده اضافی، $TRANS_{i,t}$ شفافیت سود، $DBTA_{i,t}$ نسبت بدهی، $MVE_{i,t}$ ارزش شرکت، $BM_{i,t}$ فرصت‌های رشد، $Beta_{i,t}$ ریسک سیستماتیک، $NEG_{i,t}$ متغیر مصنوعی بازده منفی سهام، $\Delta OCF_{i,T-1}$ نسبت تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی، $SMB_{i,t}$ اندازه شرکت، $HML_{i,t}$ حجم نقدینگی، $FFMOM_{i,t}$ نرخ رشد و $\frac{\Delta E_{i,t}}{P_{i,t-1}}$ نسبت تغییرات سود هر سهم به قیمت هر سهم است.

نحوه محاسبه مربوط به متغیرهای وابسته و مستقل در بالا به تفصیل آمده است. در ادامه سعی می‌شود که نحوه محاسبه هر کدام از متغیرهای کنترلی به صورت خلاصه ارائه شوند. نسبت بدهی شرکت $DBTA_{i,t}$ با توجه به مطالعه هیل و لورنز (۲۰۰۶)، به صورت زیر قابل محاسبه است:

$$DBTA_{i,t} = \frac{\text{بدهی های بلند مدت}}{\text{ارزش دفتری جمع کل دارایی ها}}$$

برای محاسبه ارزش شرکت ($MVE_{i,t}$)، از مطالعه زنگ (۲۰۰۵) استفاده شده که در آن، ارزش شرکت برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در نظر گرفته شده است. برای محاسبه فرصت‌های رشد ($BM_{i,t}$) از تعریف ارائه شده توسط بچریا و همکاران (۲۰۰۳)، استفاده شده که در زیر نحوه محاسبه آن آمده است.



$$BM_{i,t} = \frac{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}$$

برای محاسبه ریسک سیستماتیک ($Beta_{i,t}$) از تحقیق ماس و همکاران (۲۰۰۵)، کمک گرفته شده است. CAPM بیان می‌کند که نرخ بازده مورد انتظار شرکت مساوی با نرخ بی‌خطر بازده به اضافه صرف ریسک که به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$\begin{aligned} E(R_i) &= R_f + |E(R_m) - R_f| * \beta_i \\ \Rightarrow R_{it} &= R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft})\beta_i + e_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

در رابطه بالا، R_{it} نرخ بازده شرکت i در دوره t ، R_{ft} نرخ بازدهی ریسک بی‌خطر در دوره t ، β_i بتای بازار اوراق بهادار (ریسک سیستماتیک) شرکت i ، R_{mt} نرخ بازده پرتفوی بازار در دوره t و e_{it} عوامل مزاحم است. لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک، از اطلاعات مربوط به نرخ بازده اوراق بهادار و پرتفوی بازار موجود در سازمان بورس استفاده شده است. سازمان بورس برای اندازه‌گیری بازده واقعی اوراق بهادار از فرمول زیر استفاده می‌کند.

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS_t + SO_t + SR_t}{P_{t-1}} \quad (5)$$

در معادله بالا، R_{it} بازده شرکت i در دوره زمانی t ، P_t قیمت هر سهم در پایان دوره زمانی t ، P_{t-1} قیمت هر سهم در پایان دوره زمانی $t-1$ ، DPS_t سود تقسیمی متعلق به هر سهم در دوره t ، SO_t ارزش گواهی‌نامه اختیار خرید سهم اعطا شده در دوره زمانی t و SR_t ارزش حق تقدم خرید سهام اعطایی در دوره زمانی t است.

بتای حسابداری (ریسک سیستماتیک) با معادله روبرو محاسبه می‌شود:

$$\beta_i = \frac{COV(R_{it}, R_{mt})}{VAR(R_{mt})} \quad (6)$$

در رابطه (۶)، R_{it} نرخ بازده شرکت i در دوره t و R_{mt} نرخ بازده پرتفوی بازار در دوره t است. بتای حسابداری از تقسیم کواریانس بر واریانس بدست می‌آید که کواریانس به بررسی و مقایسه تغییرات دو واریانس با هم می‌پردازد و واریانس پراکندگی را بررسی می‌کند که به صورت زیر محاسبه می‌شوند:

$$\begin{aligned} COV(R_{it}, R_{mt}) &= \frac{\sum(R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{n} & (7) \\ &= E(R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m) \\ VAR(R_{mt}) &= E(R_m - \bar{R}_m)^2 \end{aligned}$$

برای محاسبه آمارهای مربوط به متغیر مصنوعی بازده منفی سهام ($NEG_{i,t}$)، از پژوهش دشو و دیکو (۲۰۰۲) استفاده شده است. لازم به ذکر است که متغیر مصنوعی ای است که اگر شرکت مورد بررسی در سال جاری بازده سهام منفی داشته باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد شد. آمارهای مربوط به نسبت تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی $\Delta OCF_{i,T-1}$ از پژوهش بشمن و همکاران (۲۰۰۴)، پیروی کرده و نحوه محاسبه آن به صورت زیر است:

$$\Delta OCF_{i,T-1} = \frac{\text{جریان‌های نقدی عملیاتی در سال ماقبل جاری} - \text{جریان‌های نقدی عملیاتی در سال جاری}}{\text{جریان‌های نقدی عملیاتی در ماقبل سال جاری}}$$

اندازه شرکت $SMB_{i,t}$ برابر با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است که این تعریف بر اساس مطالعه پترسن (۲۰۰۹) به دست آمده است. برای محاسبه حجم نقدینگی $HML_{i,t}$ از پژوهش آنگ و لیو (۲۰۰۴) استفاده شده و نحوه محاسبه آن به صورت زیر است:

$$HML_{i,t} = \frac{\text{دارایی‌های نقد شونده}}{\text{ارزش دفتری جمع کل رایب‌ها}} \quad (9)$$

برای محاسبه لگاریتم نرخ رشد سهام ($FFMOM_{i,t}$) از تحقیق کری و همکاران (۲۰۰۸)، استفاده شده و نحوه محاسبه نرخ رشد سهام به صورت زیر است:

$$FFMOM_{i,t} = P_{it} - P_{i,t-1}/P_{i,t-1} \quad (10)$$

در رابطه بالا، P_{it} قیمت سهام در پایان سال و $P_{i,t-1}$ قیمت سهام در ابتدای سال است. و در نهایت، نسبت تغییرات سود هر سهم به قیمت هر سهم ($\frac{\Delta E_{i,t}}{P_{i,t-1}}$) بر اساس مطالعه کونمیلی (۲۰۱۱)، به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\beta_{11} \frac{\Delta E_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \frac{\text{سود هر سهم در پایان سال جاری}}{\text{قیمت هر سهم در پایان سال}} \quad (11)$$

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل موردنظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون چاو و هاسمن برای هر دو مدل

شرح	آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
مدل اول	چاو	۶۴۸	F	۲/۸۳۲۵	(۱۰۷،۵۲۹)	۰/۰۰۰۰
	هاسمن	۶۴۸	χ^2	۵/۶۹۵۲	۱۱	۰/۰۴۲۸
مدل دوم	چاو	۶۴۸	F	۳/۸۳۲۶	(۱۰۷،۵۲۹)	۰/۰۲۹۵
	هاسمن	۶۴۸	χ^2	۸/۶۸۶۶	۱۱	۰/۰۴۳۲

نتایج جدول نشان می‌دهد که برای هر دو مدل، می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. هم‌چنین نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن نشان می‌دهد که لازم است مدل‌ها با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شوند.

جهت سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک، آزمون جارکیو- برا (برای تشخیص نرمال بودن جملات خطا)، آزمون دوربین واتسون (برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها)، آزمون برش پاگان (برای بررسی همسانی واریانس‌ها) و آزمون رمزی (بررسی وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل) مورد انجام قرار گرفته‌اند که نتایج آنها در جدول زیر آمده است.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات رگرسیون کلاسیک برای هر دو مدل

شرح	Jarque - Bera	Breusch - Pagan	Durbin - Watson	Ramsey
مدل اول	χ^2	P-Value	D	F
	۱/۵۵۱۸	۲/۶۸۳۸	۲/۱۷	۸/۹۴۰۷
مدل دو	χ^2	P-Value	D	F
	۱/۴۹۲۸	۲/۶۸۴۲	۲/۱۷	۸/۸۷۱۹

نتایج بالا، به جزء مشکل واریانس ناهمسانی، سایر مفروضات رگرسیون کلاسیک را تأیید می‌کند. برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) جهت برآورد هر دو مدل استفاده می‌شود. با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل اول تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت و به کمک نرم‌افزار Eviews7 برآورد شده است. نتایج برآورد مدل اول در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴- نتایج برآورد مدل اول با استفاده از روش اثرات ثابت (متغیر وابسته: هزینه سرمایه مورد انتظار)

نام متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	۰/۳۷۷۹	۲/۹۹۹۵	۰/۰۰۲۸	مثبت
شفافیت سود	-۰/۴۰۶۸	-۱/۲۴۸۳	۰/۰۰۰۰	منفی
نسبت بدهی	-۰/۴۶۲۴	-۱/۷۲۲۵	۰/۰۰۰۰	منفی
ارزش شرکت	-۰/۰۰۹۴	-۱/۰۶۸۰	۰/۲۸۶۰	بی معنی
فرصت‌های رشد	۱/۰۸۳۸	۱/۳۴۷۵	۰/۰۰۰۰	مثبت
ریسک سیستماتیک	۰/۰۲۲۸	۰/۶۲۰۰	۰/۵۳۵۵	بی معنی
متغیر مصنوعی بازده منفی سهام	-۰/۰۰۹۷	-۱/۱۵۵۷	۰/۲۴۸۳	بی معنی
نسبت تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی	۰/۱۳۷۱	۱/۷۲۳۲	۰/۰۲۵۴	مثبت
اندازه شرکت	۰/۰۰۷۱	۰/۶۷۱۷	۰/۵۰۲۰	بی معنی
حجم نقدینگی	-۰/۱۶۹۰	-۱/۱۳۹۶	۰/۰۰۱۸	منفی
نرخ رشد شرکت	-۰/۳۰۷۳	-۱/۴۳۳۳	۰/۱۵۲۴	بی معنی
نسبت تغییرات سود هر سهم به قیمت هر	۰/۰۱۶۱	۱/۳۵۶۲	۰/۰۱۵۶	مثبت
ضریب تعیین مدل				۰/۵۲۸۴
آماره F (P - Value)				۵/۰۲۳۲ (۰/۰۰۰۰)

با توجه به نتایج جدول ۴، وجود رابطه معنی‌داری میان شفافیت سود و هزینه سرمایه مورد انتظار در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان

۹۵ درصد می‌توان گفت بین شفافیت سود و هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها، رابطه معناداری و معکوسی وجود دارد. نتایج برآورد مدل دوم که با استفاده از روش داده‌های پانل و به‌صورت اثرات ثابت صورت گرفته، در جدول ۵ آمده است.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل اول با استفاده از روش اثرات ثابت (متغیر وابسته: هزینه سرمایه مورد انتظار)

نام متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	رابطه
جزء ثابت	-۰/۳۷۸۲	-۳/۰۰۲۷	۰/۰۰۲۸	منفی
شفافیت سود	۰/۵۹۳۰	۱/۴۴۵۸	۰/۰۴۱۸	مثبت
نسبت بدهی	-۰/۵۳۷۶	-۱۲/۴۶۶۶	۰/۰۰۰۰	منفی
ارزش شرکت	۰/۰۰۹۴	۱/۰۶۹۷	۰/۲۸۵۲	بی معنی
فرصت‌های رشد	۲/۹۱۶۱	۱/۶۶۷۹	۰/۰۰۰۰	مثبت
ریسک سیستماتیک	-۰/۰۲۲۷	-۰/۶۱۶۵	۰/۵۳۷۸	بی معنی
متغیر مصنوعی بازده منفی سهام	۰/۰۰۹۷	۱/۱۵۷۷	۰/۲۴۷۵	بی معنی
نسبت تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی	-۰/۱۳۷۱	-۱/۷۲۳۶	۰/۰۸۵۴	بی معنی
اندازه شرکت	-۰/۰۰۷۰	-۰/۶۶۹۲	۰/۵۰۳۶	بی معنی
حجم نقدینگی	۰/۱۶۹۰	۱/۱۴۰۷	۰/۰۰۱۸	مثبت
نرخ رشد شرکت	۰/۳۰۷۴	۱/۴۳۴۱	۰/۰۳۲۱	مثبت
نسبت تغییرات سود هر سهم به قیمت هر سهم	-۰/۰۱۶۰	-۱/۳۵۴۸	۰/۰۱۶۰	منفی
ضریب تعیین مدل			۰/۹۱۷۲	
آماره (F-Value)			۴۹/۶۹۴۵ (۰/۰۰۰۰)	

از آن جایی احتمال آماره t برای ضریب متغیر شفافیت سود کوچک‌تر از ۰/۰۵ است (۰/۰۴۱۸)، در نتیجه وجود رابطه معنی‌داری و مثبتی میان شفافیت سود و بازده اضافی شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد که این به معنی، تأیید فرضیه دوم است.

۴. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

همانطور که قبلاً نیز گفته شد، این پژوهش به دنبال بررسی تأثیرات شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۹۲-۱۳۸۶ است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. هر دول مدل مقاله به روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برآورد شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد، شفافیت سود تأثیری منفی و معنی‌دار بر هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها دارد به طوری که با افزایش ۱ واحد شفافیت سود، هزینه سرمایه مورد انتظار شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۴۰۶۸ واحد کاهش می‌یابد. همچنین نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که شفافیت سود تأثیری مثبت و معنی‌دار بر بازده اضافی شرکت‌ها داشته، به طوری که با افزایش ۱ واحد شفافیت سود، بازده اضافی شرکت‌ها نیز به میزان ۰/۵۹۳۰ واحد افزایش می‌یابد.

منابع

- ابراهیمی کردلر، علی و الهام حسنی آذر داریانی، ۱۳۸۵ «بررسی مدیریت سود در زمان عرضه او لیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۵، صص. ۲۳
- اعتمادی، حسین، نوروش، ایرج، آذر، عادل و سراجی، حسن. (۱۳۸۹). «طراحی و تبیین مدل پیش‌بینی محافظه‌کاری حسابداری با تأکید بر ارتباط آن با میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *تحقیقات حسابداری*، شماره پنجم، بهار، صص ۲۵-۶.
- تقفی، ع و غلام رضا کردستانی، (۱۳۸۳). «بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۷، صص ۷۲-۵۱.
- خوش طینت، محسن و شاهپور اسماعیلی (۱۳۸۵). «بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام». *فصلنامه مطالعات حسابداری*، شماره ۱۲ و ۱۳.
- خواجوی، ش و امین ناظمی، (۱۳۸۴). «بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۰، صص ۶۰-۳۷.
- مشایخ، شهناز، اسماعیلی، مریم. (۱۳۸۵). *بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت*، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- مجیدی، رضا، (۱۳۸۵) *رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه*، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- نوروش، ایرج و مهدی مجیدی، (۱۳۸۴). «بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *حسابداری برق*، شماره ۴۳.
- نوروش، ایرج، سپاسی، سحر و نیک بخش، محمدرضا، ۱۳۸۴، «بررسی مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *علوم اجتماعی و انسانی*، دانشگاه شیراز، شماره ۴۳۵.
- Ang, A., Liu, J., 2004. **How to discount cash flows with time-varying expected returns.** *The Journal of Finance* 59, 2745–2783.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M., 2003. **The world price of earnings opacity.** *The Accounting Review* 78, 641–678.
- Bailey, W., Karolyi, G.A., Salva, C., 2006. **The economic consequences of increased disclosure: evidence from international cross-listings.** *Journal of Financial Economics* 81, 175–213.

Barth, M.E., Hodder, L.D., Stubben, Stephen R., 2008. **Fair value accounting for liabilities and own credit risk.** *The Accounting Review* 83, 629–664.

Bartov, E., and D. Cohen. “**The ‘Numbers Game’ in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Eras.**” *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 24 (2009): 505–34.

CHen, C. L.; H. Lu; and T. Sougiannis. “**The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs.**” *Contemporary Accounting Research* 29 (2012): 252–82.

Cochran, J.H., 2005. *Asset Pricing*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Dechow, P.M., Dichev, I.D., 2002. **The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors.** *The Accounting Review* 77, 35–59.

Easton, P.D., 2004. **PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital.** *The Accounting Review* 79, 73–95.

Flor, Christian Riis and Hirth, Stefan (2013). **Asset liquidity, corporate investment, and endogenous financing costs.** *Journal of Banking & Finance* 37 (2013) 474–489.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2004. **Costs of equity and earnings attributes.** *The Accounting Review* 79, 967–1010.

Gow, I.D., Ormazabal, G., Taylor, D.J., 2010. **Correcting for cross-sectional and time-series dependence in accounting research.** *Accounting Review* 85, 483–512.

Hail, L., Leuz, C., 2006. **International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter?**, *Journal of Accounting Research* 44, 485–532.

Hou, K., Zhang, Y., Zhuang, Z., 2011. **Understanding the Variation in the Value Relevance of Earnings: A Return Decomposition Analysis.** Working Paper. Ohio State University.

Hail, L., Leuz, C., 2006. **International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter?**, *Journal of Accounting Research* 44, 485–532.

Konchitchki, Y., 2011. **Inflation and nominal financial reporting: implications for performance and stock prices.** *The Accounting Review* 86, 1045–1085.

Massa, M., Peyer, U., Tong, Z., 2005. **Limits of Arbitrage and Corporate Financial Policy.** Working Paper.

Mohanram, P., Rajgopal, S., 2009. **Is PIN priced?** *Journal of Accounting and Economics* 47, 226–243.

Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I. (2001). **"Information in accruals about the quality of earnings"**, working paper university of Michigan business school, ann arbor, p.52.

Zhang, L., 2005. **The value premium.** *The Journal of Finance* 60, 67–103.

<http://www.transparency.org/>

WWW.SCI.Org.ir

**The Effect of Transparency Profit on the Capital Cost and
Additional Returns
(Case Study: Companies in Tehran Stock Exchange)**

Zarir Negintaji, Afshin Hashemi Golsefidi

Received: 22 April 2015

Accepted: 11 October 2015

This study aims to investigate the effect of Transparency Profit on the capital cost and additional returns for the Companies in Tehran Stock Exchange. For this purpose, financial data of 108 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period 92-1386 has been studied (648 companies - year). The method of data collection is document and the method of analyze is econometrics. To analyze the results of research, Software's Spss 20, Eviews 7 and Minitab 16 has been used. The results show, Transparency benefit significantly negative impact on its cost of capital, so that with a transparency unit profit, Capital expenditure also decreased by 0.4068 units. As well as, The results show that the Transparency benefit significantly negative impact on its additional returns, so that with a transparency unit profit, additional returns also increased by 0.5930 units

Key Words: *Transparency profit, cost of capital, additional return, the Tehran Stock Exchange, panel data analysis.*