



## تأثیر ارتباط ارزشی اطلاعات سود بر رابطه ریسک اطلاعات با هزینه حقوق مالکانه

فرزین رضایی<sup>۱</sup>، زینت خاتمی<sup>۲\*</sup>

### چکیده

کاهش هزینه حقوق مالکانه از اهداف مهم مدیران در بنگاه‌های اقتصادی می‌باشد. دستیابی به این هدف با دو رویکرد درون‌سازمانی و برون‌سازمانی امکان‌پذیر می‌باشد. این پژوهش به دنبال کاهش هزینه حقوق مالکانه با رویکرد برون‌سازمانی می‌باشد و معیار مورد استفاده در این رویکرد، ارتباط ارزشی سود است. ارتباط ارزشی اطلاعات سود با افزایش قدرت توضیح‌دهندگی سود، ریسک اطلاعات ناشی از کیفیت پایین ارقام تعهدی را کاهش می‌دهد. در نتیجه با کاهش ریسک اطلاعات سهامداران نرخ بازده پایین‌تری را طلب می‌کنند. بدین منظور داده‌های ۷۶ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس و فرابورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از مدل‌های رگرسیون بر مبنای پانل نشان می‌دهد که ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه را کاهش می‌دهد. اما ارتباط ارزشی اطلاعات سود بر رابطه مثبت بین کیفیت ارقام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق مالکانه تأثیر معناداری ندارد. به علاوه نتایج نشان می‌دهد که ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین کیفیت ارقام تعهدی غیراختیاری و هزینه حقوق مالکانه را کاهش نمی‌دهد.

**واژگان کلیدی:** ارتباط ارزشی اطلاعات سود، ریسک اطلاعات، کیفیت ارقام تعهدی اختیاری، کیفیت ارقام تعهدی غیراختیاری، هزینه حقوق مالکانه

۱- دانشیار، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.  
۲- کارشناس ارشد حسابداری، واحد قزوین، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (مسئول مکاتبات)  
(Zinat.kh@gmail.com)

سهامداران برای رسیدن به برآوردی از بازده مورد انتظار می‌کوشند اطلاعات لازم را از منابع مختلفی فراهم کنند که سود حسابداری یکی از منابع مهم اطلاعاتی می‌باشد. توجه بیش از حد به رقم سود خالص، باعث شده است که استفاده‌کنندگان گاهی کمتر به این نکته توجه کنند که رقم نهایی سود حاصل یک فرآیند طولانی حسابداری است که در هر مرحله از آن امکان اعمال نظر توسط مدیران وجود دارد و به مدیریت این انگیزه داده می‌شود تا به منظور حفظ رشد پایدار سود، در به کارگیری استانداردهای حسابداری به صورت متهورانه عمل کنند (فرانسیس، لافوند، اولسون و اسکپیپر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). بکارگیری رویه‌های حسابداری که منتهی به کیفیت پایین اقلام تعهدی در گزارشگری مالی می‌گردد یکی از رفتارهای متهورانه مدیران قلمداد می‌شود. در این میان، برخی تلاش‌ها برای گریز از توجه صرف به رقم سود خالص، نظر سهامداران را به اقلام تشکیل‌دهنده سود معطوف کرده است. از این رو، علاوه بر سود خالص، یکی از مهمترین ویژگی‌های آن؛ یعنی اقلام تعهدی سود نیز باید مورد توجه قرار گیرد، که تعدیل سود خالص برای انعکاس کیفیت اقلام تعهدی اهمیت پیدا می‌کند (رحمانی و فلاح‌نژاد، ۱۳۸۹).

تلاش مدیران در استفاده از اقلام تعهدی برای بهبود کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی را که موجب ایجاد ریسک اطلاعاتی شده، کاهش می‌دهد. کیفیت اقلام تعهدی با عدم اطمینان در عملکرد اقتصادی و سودآوری آینده ارتباط دارد و انتظار می‌رود که کیفیت اقلام تعهدی بر نوسانات بازده انباشته سهام تأثیر گذارد (راجگوپال و ونکاتچالام<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). با توجه به انگیزه‌ها و اهداف خاص مدیران برای پیشبرد سیاست‌های کلی سهامداران برخی از دستکاری‌ها در حسابداری با نظریه کارایی مدیریت<sup>۳</sup> و برخی مبتنی بر نظریه نمایندگی<sup>۴</sup> صورت می‌گیرد. بر اساس نظریه نمایندگی (دستکاری مبتنی بر انگیزه تضاد منافع)، اختیارات مدیریت در سنوات متعدد مدیریتی موجب کسب سودهای فرصت‌طلبانه می‌گردد. مدیریت برای دستیابی به اهداف مذکور اقدام به کاهش کیفیت اقلام تعهدی می‌نماید این اقدام در تهیه گزارشات حسابداری موجب افزایش ریسک اطلاعات و به تبع آن بروز عدم اطمینان بین سهامداران می‌شود. سهامداران بالفعل در مقابله با این اقدام مدیران، انتظار بیشتری نسبت به عملکرد مدیریت از طریق تقاضای سود بیشتر یا صرف ریسک بازده خواهند داشت. در صورت عدم موفقیت مدیریت در عمل، راهکارهای حسابداری در گزارشگری از منظر سهامداران نامطلوب ارزیابی می‌گردد که در مقابل واکنش آنها به کاهش کیفیت اقلام تعهدی به صورت افزایش هزینه حقوق مالکانه خواهد بود (انگیزه فرصت‌طلبانه مدیریت). بنابراین با توجه به احتمال دستکاری در حساب‌ها توسط مدیران با انگیزه کارایی که مطلوبیت جمعی دارد، می‌توان مانع از به تعویق انداختن تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه حقوق مالکانه شد. بنابراین در صورت موفقیت مدیریت در عمل، راهکارهای گزارشگری مالی از منظر سهامداران مطلوب پنداشته می‌شود و واکنش آنها به کاهش کیفیت اقلام تعهدی بصورت کاهش هزینه حقوق مالکانه خواهد بود. این استدلال مبتنی بر انگیزه کارایی مدیریت استوار است. در این راستا اگر رابطه سود گزارش شده توسط مدیران با ارزش بازار سهام قوی‌تر باشد بیانگر مطلوبیت سود دستکاری شده توسط مدیران، از منظر سهامداران می‌باشد. بدین سبب ارتباط قوی‌تر ارزش سود بیانگر انجام دستکاری در سود منتهی بر انگیزه کارایی می‌باشد. این امر موجب می‌شود تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه حقوق مالکانه کاهش یا منفی و معنادار گردد. مفهوم ارتباط ارزشی به صورت تأثیرگذاری سود گزارش شده بر بازده سهام مطرح می‌شود؛ بدین معنا که هرچه قدرت توضیح‌دهندگی سود بیشتر باشد منجر به تأثیرگذاری بیشتر بر بازده سهام می‌گردد. سود حسابداری برای سهامداران محتوای مرتبط با ارزش سهام را در بردارد و انتظار می‌رود هر قدر کیفیت اطلاعات ارائه شده در رابطه با سود بالاتر باشد، از میزان ابهام در برآورد بازده مورد انتظار کاسته شده و ریسک اطلاعاتی کاهش یابد. بنابراین این موضوع که مدیریت در شرکت‌ها به دلایل متعددی می‌تواند انگیزه‌های مختلف از طیف کارایی تا فرصت‌طلبانه شدید را پیگیری نمایند امری حتمی و بدون تغییر قلمداد می‌گردد.

هزینه حقوق مالکانه از مباحث مهم می‌باشد به نحوی که کاربرد عملگرایانه آن در محاسبه ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب گزینه‌های سرمایه‌ای کاربرد دارد. اما چرا امروزه در ایران باید به ضرورت آن توجه کرد به این دلیل است که محدودیت در تامین منابع مالی باعث شده تا شرکت‌ها به سمت سهامداران که گرانترین منبع تامین مالی هستند مراجعه کنند. یکی از این تغییر رویکرد مدیران، محدودیت بانک‌ها بر اعطای تسهیلات می‌باشد. بدیهی است اخذ منابع مالی از سهامداران نه تنها مداخله آنها را در اداره امور شرکت افزایش می‌دهد، بلکه توقع فزاینده آنها نسبت به طلبکاران در دریافت منافع و عواید آتی موجب می‌گردد که تضاد منافع بین آنها افزایش یابد. بنابراین به دلیل شرایط محیطی ایجاد شده که شرکت‌ها برای تامین منابع مالی به سمت مالکان می‌روند ضرورت دارد تا با ایجاد سازوکارهایی انتظارات بالای مالکان در قبال سرمایه‌گذاری در شرکت را کاهش داد. این پژوهش درصدد آن است تا از نگاه برون‌سازمانی و از طریق ارتباط ارزشی اطلاعات سود، این مهم را برآورده سازد. اگر سود گزارش شده توسط مدیران با ارزش بازار سهام رابطه قوی‌تری داشته باشد، این امر از منظر سهامداران مطلوب بوده و با اعتماد به سود گزارش

1. Francis, LaFond, Olsson and Schipper  
2. Rajgopal and Venkatachalam  
3. Management efficiency  
4. Agency Theory

شده بازده بالایی را طلب نمی‌کنند. همچنین اهداف پژوهش به بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات سود بر رابطه مثبت بین ریسک اطلاعات، کیفیت ارقام تعهدی اختیاری و کیفیت ارقام تعهدی غیراختیاری با هزینه حقوق مالکانه می‌پردازد. در این راستا پرسش اصلی پژوهش به این شکل عنوان می‌شود که آیا ارتباط ارزشی سود منجر به کاهش رابطه مثبت بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه می‌گردد؟

در این پژوهش ابتدا مبانی نظری پژوهش از جمله تعاریف، الگوها و پیشینه پژوهش ارائه می‌شود. سپس با تدوین فرضیه‌ها و انتخاب نمونه و تعریف عملیاتی متغیرها، مدل فرضیه‌ها مورد آزمون قرار می‌گیرند. در نهایت باتوجه به نتایج فرضیه‌ها به جمع‌بندی و ارائه پیشنهادات پرداخته می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

برآورد هزینه حقوق مالکانه یکی از موضوعات اصلی مربوط به تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی، ارزشگذاری و همچنین ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری توسط سهامداران و مدیران می‌باشد. مفهوم هزینه حقوق مالکانه بر این فرض متکی است که هدف شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهامداران آن می‌باشد. اگر بین هزینه حقوق مالکانه و به حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران، ارتباط برقرار گردد، با فرض ثابت سایر متغیرها می‌توان گفت هزینه حقوق مالکانه حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سهامداران شرکت تأمین شود و موجب حفظ ارزش شرکت گردد (بدری و قهرمانی، ۱۳۹۱). شرکت‌ها برای کاهش هزینه حقوق مالکانه خود و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. نظریه نمایندگی (اسکات، ۱۹۳۱) فرض می‌کند که کیفیت اطلاعات مالی، هزینه حقوق مالکانه را از دو طریق کاهش می‌دهد؛ (۱) افزایش نقدینگی سهام در بازار و بدین وسیله کاهش هزینه‌های مبادله یا افزایش تقاضا برای اوراق بهادار شرکت، (۲) کاهش ریسک اطلاعاتی سرمایه‌گذاران. علاوه بر ریسک سرمایه‌گذاری، ریسک اطلاعاتی نیز از عواملی است که بر هزینه حقوق مالکانه تأثیر می‌گذارد (رضایی و ویسی‌حصار، ۱۳۹۲). ریسک اطلاعات، ریسک غیرقابل تنوع در بازارهای سرمایه است. دلایل بروز ریسک اطلاعاتی عدم تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه‌گذاران در تعیین هزینه حقوق مالکانه می‌باشد. سرمایه‌گذارانی که از اطلاعات کمتری برخوردارند نسبت به سرمایه‌گذارانی که آگاهی بیشتری دارند با سطح بالاتری از ریسک اطلاعاتی روبرو می‌شوند و بازده سهام بالاتری تقاضا می‌کند (چن، لیو و ویس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷).

با پذیرش مبانی تعهدی در حسابداری امکان دخالت‌های مدیران به صورت طبیعی و غیرطبیعی افزایش یافت. اگرچه مبانی تعهدی از مزایای زیادی از جمله سودمندی اطلاعات حسابداری را برخوردار می‌باشد، مداخله مدیریت در تدوین گزارشات مالی از جمله موارد عیب در پذیرش مبانی تعهدی قلمداد می‌گردد. با توجه به لزوم ارائه تصویری مطلوب از عملکرد وضعیت مالی و انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها از طریق گزارشگری مالی، مداخله مدیریت در انتخاب روش‌های معاملات و روش‌های زیرساخت تهیه صورت‌های مالی، گزارشات تدوین شده را با ریسک مواجه می‌گرداند. بدیهی است که وجود ریسک در گزارشات مالی موجب افزایش توقع سهامداران بابت پذیرش اطلاعات گزارش شده می‌گردد. سهامداران افزایش توقع خود را به طریق مطالبه سود مازاد نسبت به سال قبل یا سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مشابه نشان می‌دهند. در این راستا، دو مقوله الف) وجود ارقام تعهدی و ب) نحوه ایجاد ارقام تعهدی (اختیاری و غیراختیاری) مطرح می‌شود. ارقام تعهدی زمانی به وجود می‌آید که مدیریت تلاش دارد تا عملکرد واقعی واحد تجاری را مبهم نشان دهد یا بپوشاند. در واقع مدیریت با اختیاراتی که در چارچوب رویه‌ها و روش‌های حسابداری دارد تصویر واحد تجاری را بهتر جلوه داده و ارزش آن را در دوره جاری بالا می‌برد. دستکاری‌های مدیریت در ارقام تعهدی باعث افزایش میزان سود در دوره جاری می‌شود اما ممکن است در دوره آتی باعث کاهش جریان‌های نقدی شود. این اقدام باعث ایجاد ریسک اطلاعات می‌گردد. ریسک اطلاعات به معنای خطر استفاده از اطلاعات است که به سبب غیرواقعی بودن رویدادهای منعکس شده در متن صورت‌های مالی حادث می‌گردد. ریسک اطلاعات شامل ریسک سیستماتیک اطلاعات؛ ناشی از ارقام تعهدی غیراختیاری و ریسک غیرسیستماتیک اطلاعات؛ ناشی از ارقام تعهدی اختیاری می‌باشد.

ایکسی<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) در بررسی قیمت‌گذاری اشتباه ارقام تعهدی غیراختیاری بیان کرد که، اگر ارقام تعهدی در صورت‌های مالی پایین باشد ریسک اطلاعاتی بیشتر است. در چنین شرایطی سرمایه‌گذار برای رسیدن به تعادل بازار، بازده بیشتری طلب می‌کند که خود منجر به افزایش هزینه حقوق مالکانه می‌گردد (رضایی و ویسی‌حصار، ۱۳۹۲). نتایج تحقیق فرانسویس، لافوند، اولسون و اسکیر (۲۰۰۵) نشان داد که هر دو جز ارقام تعهدی، مبانی اقتصادی و محیط عملیاتی (جز غیراختیاری) و انتخاب‌های مدیریتی (جز اختیاری) تأثیر با اهمیتی روی هزینه حقوق مالکانه دارند (رحمانی و فلاح‌نژاد، ۱۳۸۹). در مدل‌های با رقابت کامل، دقت اطلاعات نسبت به عدم تقارن اطلاعاتی معیار تعیین ریسک اطلاعات است که بر هزینه حقوق مالکانه تأثیر می‌گذارد. دقت

1. Chen, Lu, And Weiss  
2. Xie

اطلاعات به معنی کیفیت اطلاعات گردش وجوه نقد مورد انتظار در دسترس سرمایه‌گذاران می‌باشد. بنابراین جامع و دقیق بودن اطلاعات مهمتر از انتشار اطلاعات در بین سرمایه‌گذاران است (لامبرت، لویز و ورسیا،<sup>۱</sup> ۲۰۱۲).

با توجه به اینکه ریسک اطلاعات از دقت پایین در اطلاعات ارائه شده و یا ناتوانی اطلاعات در برآورد بازده مورد انتظار ناشی می‌شود انتظار می‌رود ویژگی کیفیت سود به اندازه‌ای که برآورد بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و ذینفعان را با ابهام مواجه سازد بر هزینه حقوق مالکانه تأثیر منفی داشته باشد (فرانسیس، لافوند، اولسون و اسکیر،<sup>۲</sup> ۲۰۰۴).

از آنجا که هزینه حقوق مالکانه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، با میزان ریسک پذیرفته شده توسط آنها مرتبط است. سهامداران در تعیین نرخ بازده مورد انتظار خود بر صورت‌های مالی شرکت، به ویژه سود گزارش شده تکیه می‌کنند. بنابراین کیفیت سود گزارش شده بر برآورد بازده مورد انتظار سهامداران و تعیین نرخ هزینه حقوق مالکانه شرکت موثر می‌باشد (مهرانی، کرمی، ساسانی و اسکندری،<sup>۳</sup> ۱۳۹۲). آگاهی سهامداران از کیفیت سود می‌تواند بر قیمت سهام، میزان سود تقسیمی و در نتیجه بازده سهام تأثیرگذار (بابایی و اعتمادی<sup>۴</sup> ۱۳۹۵). سود با کیفیت بالا به لحاظ کاهش ریسک اطلاعات که با کاهش هزینه حقوق مالکانه و افزایش حجم معاملات ارتباط دارد، موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. افزایش ابهام در سود با افزایش هزینه حقوق مالکانه و کاهش حجم معاملات در بازار سهام در ارتباط است. زمانی که عموم مردم به فرآیند گزارشگری مالی یا به اطلاعات مالی منتشر شده اطمینان نداشته باشند، از سرمایه‌گذاری منصرف می‌شوند و این امر به نوبه خود از گسترش بازار سرمایه جلوگیری می‌کند. کیفیت بالای سود باعث ایجاد اشتیاق بیشتری در سرمایه‌گذاران می‌شود و زمانی که آنها مطمئن شوند کیفیت سود شرکت‌ها بالاست بیشتر در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند (مهرانی، کرمی، ساسانی و اسکندری،<sup>۳</sup> ۱۳۹۲). به علاوه، سودهای با کیفیت پایین می‌تواند موجب تخصیص غیربهبه منابع با طرح‌هایی با بازدهی غیرواقعی و در نتیجه کاهش رشد اقتصادی شود. یکی از معیارهای کیفیت سود، ارتباط ارزشی آن است. به اعتقاد براوان و تیتل<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) ارتباط ارزشی سود، معیاری از کیفیت سود مبتنی بر این ایده است که ارقام حسابداری باید توانایی توضیح‌دهندگی تغییرات بازده و قیمت را داشته باشد. سودی که بتواند تغییر بیشتری در بازده یا قیمت ایجاد کند، کیفیت بیشتری دارد. بنابراین در تصمیم‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران سودمندتر خواهد بود (بیات، زلّی و میرحسینی،<sup>۶</sup> ۱۳۹۴).

در پژوهش‌های ارتباط ارزشی سود، فرض بر این است که همه عناصر سود ارتباط یکسانی با بازده سهام دارد، در حالی که ارتباط ارزشی آنها متفاوت است. تا آنجا که عناصر سود پایداری متفاوتی دارند، آگاهی بخشی و قابلیت پیش‌بینی بیشتری را در مورد سود آتی دارا هستند (شیمان و گنتر،<sup>۳</sup> ۲۰۱۳). ارتباط ارزشی، سودمندی اطلاعات حسابداری را از منظر سرمایه‌گذاران ارزش ویژه اندازه‌گیری می‌کند. ارزش نظری مربوط به ارزش ویژه شرکت برابر با ارزش فعلی تمام سودهای تقسیمی آتی یا جریان‌های نقد آزاد مربوط به ارزش ویژه است. بنابراین انتظار می‌رود که ارتباط ارزشی اطلاعات سود بر ریسک اطلاعاتی ناشی از کیفیت پایین اقلام تعهدی تأثیر منفی داشته باشد و از طریق کاهش ریسک اطلاعاتی هزینه حقوق مالکانه را به حداقل می‌رساند. در صورت وجود عدم‌تقارن اطلاعاتی، به احتمال زیاد ریسک اطلاعات زمانی افزایش می‌یابد که کیفیت اقلام تعهدی پایین باشد. بنابراین ارتباط ارزشی سود ممکن است با بالا بردن کیفیت سود، ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه را کاهش دهد (بیسلند،<sup>۴</sup> ۲۰۰۹). درحالی که پژوهش‌های زیادی درباره ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه انجام شده (چن، لیو و ویس،<sup>۵</sup> ۲۰۱۷، بیات، زلّی و میرحسینی،<sup>۶</sup> ۱۳۹۴ و رضایی و ویسی حصار،<sup>۶</sup> ۱۳۹۲) ولی تاکنون پژوهشی در رابطه با تأثیر ارتباط ارزشی اطلاعات سود بر رابطه بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه انجام نشده است.

چن، لیو و ویس (۲۰۱۷) نشان دادند که ترکیب اطلاعات (عمومی نسبت به محرمانه) بر میزان بازده مورد نیاز سرمایه‌گذاران و به این ترتیب هزینه سرمایه سهام تأثیر می‌گذارد. به عبارتی، از نگاه سرمایه‌گذاران هرچه میزان اطلاعات محرمانه شرکت بیشتر شود، ریسک اطلاعات افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاران در این شرایط برای کاهش مخاطرات ناشی از سرمایه‌گذاری از مدیران بازده بالاتری را طلب می‌کنند. فلوس<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) کیفیت اقلام تعهدی ناشی از مبانی اقتصادی و محیط عملیاتی (جز غیراختیاری) در مقابل انتخاب‌های مدیریتی (جز اختیاری) به صورت مجزا بررسی کرد. نتایج او نشان داد که تأثیر جز غیراختیاری اقلام تعهدی بیشتر از جز اختیاری آن است. موسلی، جعفر و گودارد<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) از اقلام تعهدی اختیاری برای محاسبه کیفیت تعهدات در انگلیس استفاده کردند و نشان دادند که کیفیت اقلام تعهدی عامل ریسک قیمت نیست. لامبرت، لویز و ورسیا (۲۰۱۲) استدلال کردند که عدم تقارن اطلاعات در رابطه با هزینه سهام سرمایه، زمانی که بازارهای سهام به طور ناقص رقابت می‌کنند، قیمت می‌گیرند، اما وقتی بازارها کاملاً رقابتی می‌شوند، این اثر ناپدید می‌شود. سرمایه‌گذاران آگاه می‌توانند از طریق تعدیل اوراق بهادار خود بر اساس

1. Lambert, Leuz and Verrecchia

2. Brown and Teitel

3. Schieman and Guenther

4. Beisland

5. Flos

6. Mouselli, Jaafar and Goddard

اطلاعات خصوصی که دریافت می‌کنند بهره‌مند شوند، از این رو سرمایه‌گذاران ناآگاه تقاضای بازده بالاتری را دارند زیرا ریسک اطلاعات بالاست.

کیم و چی<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) در بررسی کیفیت ارقام تعهدی، بازده سهام و شرایط اقتصادی دریافتند که ریسک کیفیت ارقام تعهدی، به عنوان عاملی برای ارزیابی هزینه حقوق مالکانه می‌باشد. همچنین اثر کیفیت ارقام تعهدی کل و ارقام تعهدی غیراختیاری نسبت به ارقام تعهدی اختیاری بر هزینه حقوق مالکانه بیشتر است. اسکایف، کوینز، کاینی و لافوند<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در بررسی تأثیر کمبود کنترل داخلی بر ریسک شرکت و هزینه سهام نشان دادند که با تغییر کیفیت کنترل داخلی، بین کیفیت اطلاعات و هزینه سرمایه سهام رابطه منفی و معناداری برقرار است، همچنین ریسک اطلاعات با کیفیت اطلاعات مرتبط است. بنابراین رابطه مثبتی بین ریسک اطلاعات و هزینه سرمایه سهام وجود دارد.

مشایخ و اکبری (۱۳۹۶) در بررسی تأثیر ریسک اطلاعات و هزینه‌های معاملات بر واکنش بازار به اعلان سود، به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران برای فاکتورهای مالی نظیر ریسک اطلاعات و هزینه‌های معاملات، کمتر از فاکتورهای غیرمالی، اهمیت قائلند. زمانی که ریسک اطلاعات افزایش می‌یابد، اهمیت نسبی یک اعلان برای سرمایه‌گذاران بالا می‌رود. بابایی و اعتمادی (۱۳۹۵) در بررسی ارتباط ارزشی و قابلیت پیش‌بینی عناصر سود، به این نتیجه رسیدند که محتوای اطلاعاتی هزینه حقوق و مزایا در کنار سود بیشتر از صرف سود بوده و متوسط حقوق و مزایا، کثرت و پایداری آن بر بهبود قابلیت پیش‌بینی سود و ارتباط ارزشی آن تأثیر دارد. همچنین استفاده‌کنندگان می‌توانند با بکارگیری اطلاعات عناصر سود در کنار سود خالص، عملکرد شرکت را بهتر پیش‌بینی کنند.

بیات، زلفی و میرحسینی (۱۳۹۴) در پژوهش خود به رابطه مستقیم و معنادار بین پایداری سود و ارتباط ارزشی اطلاعات دست یافتند. به طور کلی ناپایداری سود سبب کاهش ارتباط ارزشی سود خواهد شد؛ زیرا سهامداران نمی‌توانند بر سود اتکا کنند. از سوی دیگر افزایش پایداری سود سبب افزایش توان پیش‌بینی‌کنندگی سهامداران می‌شود. باغومیان، شعبانی و بیات (۱۳۹۲) نیز دریافتند که سود حسابداری برای استفاده‌کنندگان دارای ارتباط ارزشی است. به عبارتی دیگر، هر دو متغیر بازده عادی سالانه و بازده غیرعادی سالانه دارای رابطه معنادار با سود حسابداری می‌باشند. در واقع اعلان سود حسابداری بر قیمت سهام تأثیرگذار می‌باشد.

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۲) در بررسی تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد. به بیان دیگر؛ هزینه سرمایه شرکت‌های با کیفیت پایین ارقام تعهدی در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت بالای ارقام تعهدی، بیشتر است. همچنین، بین اجزای کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد. ولی نمی‌توان گفت که تأثیر جزء ذاتی کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سرمایه بیشتر از جزء اختیاری آن است.

پژوهش چن، لیو و ویس (۲۰۱۷) نشان دادند که رابطه بین ریسک اطلاعات (کیفیت پایین ارقام تعهدی) و هزینه حقوق مالکانه (مدل CAPM) مثبت و معنادار است. در واقع هرچه میزان اطلاعات محرمانه شرکت بیشتر شود، ریسک اطلاعات افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذاران برای کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی بازده بالاتری را طلب می‌کنند. همچنین پژوهش رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۲) نشان داد که بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد. اسکایف، کوینز، کاینی و لافوند (۲۰۰۹) نشان دادند که با افزایش کیفیت کنترل داخلی، می‌توان رابطه مثبت بین ریسک اطلاعات و هزینه سرمایه را کاهش داد و منفی کرد. پژوهش‌های قبلی برای کاهش ریسک اطلاعات نگاه درون‌سازمانی داشتند اما پژوهش حاضر با نگاه برون‌سازمانی و با در نظر گرفتن ارتباط ارزشی سود سعی دارد رابطه بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه را تضعیف یا منفی سازد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شدند:

فرضیه اصلی: ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه را کاهش می‌دهد.

فرضیه فرعی اول: ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین کیفیت ارقام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق مالکانه را کاهش می‌دهد.

فرضیه فرعی دوم: ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین کیفیت ارقام تعهدی غیراختیاری و هزینه حقوق مالکانه را کاهش می‌دهد.

1. Kim and Qi

2. Skaife, Collins, Kinney and Lafond

#### ۴- روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی است که به توصیف وابستگی بین متغیرهای مورد مطالعه می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های رگرسیون بر مبنای پانل برآورد شدند. اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌های تولیدی فعال در بورس و فرابورس تهران (بجز بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند بوده و نماد معاملاتی آنها توقف بیش از شش ماه نداشته باشند، طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ جمع‌آوری شدند. بدلیل محاسبه چهار سال قبل، اطلاعات از سال ۱۳۸۵ گردآوری شده است. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده نمونه پژوهش شامل ۷۶ شرکت می‌باشد.

جدول (۱) انتخاب نمونه آماری بر اساس حذف سیستماتیک

تعداد شرکت	شرح
۴۱۸	تعداد کل جامعه
(۱۱۲)	حذف شرکت‌هایی که دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبودند.
(۱۰۱)	حذف شرکت‌هایی که در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ تغییر دوره مالی دادند.
(۴۵)	حذف بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها
(۸۴)	حذف شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی آنها بیش از شش ماه بود.
۷۶	نمونه

#### ۴-۱- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

##### متغیر وابسته:

هزینه حقوق مالکانه (COE): هزینه حقوق مالکانه بر اساس مدل گود و موهانرام<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) و مدل ایستون<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) به دست می‌آید (بدری و قهرمانی، ۱۳۹۱).

(۱) مدل گود و موهانرام (۲۰۰۳) برای محاسبه هزینه حقوق مالکانه به صورت زیر می‌باشد:

$$COE = A + \sqrt{A^2 + \frac{FEPS_{t+1}}{P_t} (g_2 - (r_{rf} - 0.03))} \quad (1)$$

$$A = 0.5 \left[ (r_{rf} - 0.03) + \left( \frac{DPS_0}{P_t} \right) \right] \quad (2)$$

$$g_2 = (FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1}) / FEPS_{t+1} \quad (3)$$

$$FEPS_{t+2} > 0 \text{ \& } FEPS_{t+1} > 0$$

(۲) مدل ایستون (۲۰۰۴)، ارتباط بین قیمت سهام، سود تقسیمی و سود پیش‌بینی شده را بیان می‌کند.

$$P_t = \frac{FEPS_{t+2} + COE \times DPS_0 - FEPS_{t+1}}{COE^2} \quad (4)$$

در رابطه (۱) و (۴):

$r_{rf}$ : نرخ بدون ریسک (نرخ بهره اوراق مشارکت) شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

$DPS_0$ : سود نقدی هر سهم شرکت  $i$  که در سال مالی  $t-1$  پرداخت می‌شود.

$P_t$ : قیمت هر سهم عادی شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

$FEPS_{t+2}$ : سود پیش‌بینی شده هر سهم شرکت  $i$  برای سال مالی  $t+2$ .

$FEPS_{t+1}$ : سود پیش‌بینی شده هر سهم شرکت  $i$  برای سال مالی  $t+1$ .

##### متغیرهای مستقل

**ریسک اطلاعات (IR):** برای محاسبه ریسک اطلاعات از کیفیت ارقام تعهدی بر اساس مدل مک نیکولز<sup>۳</sup> (۲۰۰۲)

استفاده شد (رضایی و ویسی‌حصار، ۱۳۹۲).

1. Gode and Mohanram

2. Easton

3. McNichols



$$TCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta Rev_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$TCA_{i,t}$ : اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ . (تفاوت سود عملیاتی و جریان‌های نقد عملیاتی).  
 $CFO_{i,t}$ : جریان‌های نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ . اندیس‌های  $t+1$  و  $t-1$  به ترتیب بیانگر سال بعد و سال قبل می‌باشد.

$\Delta Rev_{i,t}$ : تغییرات فروش خالص شرکت  $i$  در سال مالی  $t$  و  $t-1$ .

$PPE_{i,t}$ : ارزش دفتری دارایی‌های ثابت مشهود شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

تمامی متغیرها بر حسب میانگین کل دارایی‌های شرکت طی سال‌های  $t-1$ ،  $t$  و  $t+1$  همگن شدند.

در این پژوهش از انحراف معیار باقیمانده‌های الگوی (5) طی 4 سال به عنوان کیفیت اقلام تعهدی (نماینده ریسک اطلاعات) استفاده شد. از آنجا که  $stdev(\varepsilon_{i,t})$  نشان‌دهنده خطای برآورد اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی می‌باشد، مقادیر بزرگتر (کوچکتر)  $AQ$  نشان‌دهنده ریسک بیشتر (کمتر) اطلاعات می‌باشد.

$$AQ_{i,t} = stdev(\varepsilon_{i,t}). \quad t = t - 3, \dots, t \quad (6)$$

کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری ( $Dis\ AQ$ ,  $Inn\ AQ$ ): با استفاده از الگوی رگرسیونی فرانسیس، لافوند، اولسون و اسکپیر (2005) و دی‌چاو و دی‌چو<sup>1</sup> (2002)، کیفیت اقلام تعهدی به دست آمده از الگوی (7) به دو جزء اختیاری و غیراختیاری تفکیک می‌شود (رضایی و ویسی‌حصار، 1392).

$$AQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 \delta(CFO)_{i,t} + \alpha_3 \delta(sales)_{i,t} + \alpha_4 OpCycle_{i,t} + \alpha_5 NegEarn_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$Size_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .

$\delta(CFO)_{i,t}$ : نوسان‌پذیری جریان نقدی (انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی طی 4 سال گذشته).

$\delta(Sales)_{i,t}$ : نوسان‌پذیری فروش (انحراف استاندارد فروش طی 4 سال گذشته).

$OpCycle_{i,t}$ : لگاریتم چرخه عملیاتی شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

$NegEarn_{i,t}$ : دفعات کسب زیان (زیان عملیاتی متوالی طی 4 سال گذشته).

جمله اخلاص الگوی (7) جز اختیاری اقلام تعهدی ( $Dis\ AQ$ ) می‌باشد.

$$Dis\ AQ_{i,t} = \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$\varepsilon_{i,t}$ : باقیمانده الگوی (7)

جز غیراختیاری اقلام تعهدی از رابطه (9) به دست می‌آید.

$$AQ_{i,t} - Dis\ AQ_{i,t} = Inn\ AQ_{i,t} \quad (9)$$

### متغیر تعدیلگر

**ارتباط ارزشی اطلاعات سود (VR):** ارتباط ارزشی اطلاعات سود با استفاده از مدل فرانسیس، لافوند، اولسون و اسکپیر (2004) بدست می‌آید که بیان‌کننده رابطه بین سود و تغییرات سود با بازده است. در الگوی (10) معیار ارتباط ارزشی،  $R^2$  تعدیل شده رگرسیون بازده فصلی بر روی سود خالص فصلی است که با استفاده از داده‌های سری زمانی محاسبه شد. بدین معنی که هرچه  $R^2$  بیشتر باشد، تأثیر سود بر بازده بیشتر است. بنابراین  $R^2$  هر سال شرکت نمونه به عنوان نماینده  $VR$  می‌باشد (بابایی و اعتمادی، 1395).

$$Ret_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Earn_{i,t} + \alpha_2 \Delta Earn_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$Ret_{i,t}$ : بازده فصلی شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

$Earn_{i,t}$ : سود فصلی شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

$\Delta Earn_{i,t}$ : تغییرات سود فصلی شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ .

## متغیرهای کنترل

- اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .  
 اهرم مالی (Lev): نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .  
 بازده دارایی (ROA): نسبت سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ .

## ۲-۴- الگوی فرضیه‌های پژوهش

مدل آزمون فرضیه اول

$$COE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IR_{i,t} + \alpha_2 VR_{i,t} + \alpha_3 IR_{i,t} \times VR_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

مدل آزمون فرضیه دوم

$$COE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dis AQ_{i,t} + \alpha_2 VR_{i,t} + \alpha_3 Dis AQ_{i,t} \times VR_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

مدل آزمون فرضیه سوم

$$COE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Inn AQ_{i,t} + \alpha_2 VR_{i,t} + \alpha_3 Inn AQ_{i,t} \times VR_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

## ۵- یافته‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی<sup>۱</sup> و استنباطی<sup>۲</sup> استفاده خواهد شد. در آمار توصیفی اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی، کشیدگی، حداقل و حداکثر مقادیر متغیرهای پژوهش در مورد بانک‌های نمونه محاسبه می‌شود. در آمار استنباطی از همبستگی و وابستگی بین متغیرها، آزمون هم‌خطی (عامل تورم واریانس)، آزمون مانایی متغیرها، آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون همسانی واریانس بهره گرفته می‌شود. همچنین از روش‌های رگرسیون حداقل مربعات معمولی و حداقل مربعات تعمیم‌یافته که شامل آزمون‌های معتبری نظیر تی‌استیودنت و F فیشر جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون و آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون است استفاده می‌گردد. به علاوه برای توصیف تغییرات متغیرهای پژوهش نسبت به یکدیگر از ضریب تعیین و برای بررسی خودهمبستگی داده‌ها از آزمون دوربین-واتسون استفاده می‌شود. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار Eviews بهره گرفته شد.

## ۵-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نتایج حاصل در جدول شماره (۲) آمار توصیفی داده‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مشاهدات	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانگین	متغیرهای پژوهش
۶۸۴	۵۲/۶۲۶	۵/۱۶۶	۰/۲۲۳	-۰/۲۴۹	۳/۰۴۶	۰/۲۴۷	هزینه حقوق مالکانه (گود و موهانرام)
	۴/۰۱۰	۰/۸۹۲	۶/۷۹۹	-۰/۰۲۲	۳۶/۲۵۸	۱۰/۲۰۹	هزینه حقوق مالکانه (ایستون)
	۲۸/۸۰۷	۴/۵۲۴	۱/۸۲۹	-۱/۳۰۹	۱۶/۸۴۶	۰/۹۹۹	کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری
	۳۱/۷۷۱	-۰/۶۵۲	۰/۷۴۱	-۷/۷۴۶	۴/۸۷۱	۰/۰۰۳	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری
	۱۴/۳۶۲	۳/۲۱۷	۱/۴۳۸	-۰/۰۱۰	۸/۷۱۹	۰/۸۹۶	ریسک اطلاعات
	۲/۲۴۷	-۰/۰۸۸	۰/۱۴۸	-۰/۳۰۵	-۰/۹۳۷	۰/۶۴۳	ارتباط ارزشی سود
	۳/۷۷۰	۰/۷۴۱	۲/۰۲۵	۸/۱۵۷	۲۰/۶۶۷	۱۳/۲۰۵	اندازه شرکت
	۲/۸۶۲	-۰/۶۶۹	۰/۲۲۰	-۰/۰۱۲	-۰/۹۹۸	۰/۶۱۸	اهرم مالی
۱۹/۸۲۱	۲/۵۵۸	۱/۵۰۷	-۹/۸۲۶	۹/۹۹۰	۰/۵۸۷	بازده دارایی	

1. Descriptive statistics

2. Inferential statistics



جدول شماره (۲) متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر وضعیت فراوانی برای هر متغیر به صورت مجزا است. میانگین هزینه حقوق مالکانه برابر با ۰/۲۴۷ و ۱۰/۲۰۹ می‌باشد که نشان‌دهنده درصد بازدهی است که مالکان در قبال سرمایه‌گذاری‌های خود طلب کرده‌اند. از آنجایی که هیچ سرمایه‌گذاری انتظار زیان ندارد اما در عمل برآیند شرایط جاری به نحوی بوده است که ۲۴ درصد منجر به تحقق زیان گردیده است. میانگین برای کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری به ترتیب برابر با ۰/۹۹۹ و ۰/۰۰۳ است. به علاوه میانگین ریسک اطلاعات برابر با ۰/۸۹۶ می‌باشد که نشان‌دهنده کیفیت پایین اقلام تعهدی می‌باشد. همچنین عدد ۰/۹۹۸ در اهرم مالی نشان می‌دهد که بخش بیشتری از دارایی‌های شرکت شیشه دارویی رازی در سال ۸۸ از محل تعهدات مالی به طلبکاران تامین شده است. عدد ۹/۹۹۰ در بازده دارایی بیانگر این است که شرکت لینیات پاک در سال ۹۳، ۹/۹۹۰ برابر زمان خرید خود سود سرمایه‌ای و جاری داشته و عدد ۹/۸۲۶- به این معناست که شرکت سایپا دیزل در سال ۸۹ زیان داشته است.

## ۵-۲- نتایج آزمون فرضیه اصلی

نتایج فرضیه اول در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول (۳) ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه اصلی

ایستون			گود و موهانرام			شرح
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب	
۰/۰۱۴	۲/۴۵۷	۳۹/۷۰۳	۰/۰۲۷	-۲/۲۰۷	-۰/۰۴۰	ریسک اطلاعات
۰/۲۴۷	۱/۱۵۷	۵۷/۰۵۲	۰/۵۴۰	-۰/۶۱۲	-۰/۰۳۴	ارتباط ارزشی سود
۰/۰۱۲	-۲/۴۹۵	-۶۱/۲۱۲	۰/۰۳۱	۲/۱۵۱	۰/۰۶۰	ریسک اطلاعات در ارتباط ارزشی سود
۰/۳۱۷	۱/۰۰۰	۴/۲۲۸	۰/۷۷۷	۰/۲۸۲	۰/۰۰۱	اندازه شرکت
۰/۴۳۲	-۰/۷۸۵	-۲۴/۱۲۸	۰/۷۹۸	-۰/۲۵۵	-۰/۰۰۸	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۳/۴۵۸	۱۶/۸۱۳	۰/۰۰۰	۳/۳۹۹	۰/۰۱۷	بازده دارایی
	۰/۰۲۴			۰/۰۶۵		ضریب تعیین
	۰/۰۱۶			۰/۰۵۴		ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۶۰۸			۱/۶۱۹		آماره دوربین - واتسون
	۲/۸۷۳			۵/۹۸۸		آماره F
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		احتمال (آماره F)

همانطور که ملاحظه می‌گردد مقادیر سطح اطمینان ۹۵ درصدی در جدول شماره (۳) حاکی از این است که متغیرهای ریسک اطلاعات، متغیر ریسک اطلاعات در ارتباط ارزشی سود و متغیر بازده دارایی در هر دو مدل، رابطه معناداری با هزینه حقوق مالکانه دارند. آماره دوربین واتسون به ترتیب اعداد ۱/۶۱۹ و ۱/۶۰۸ را نشان می‌دهد از آنجا که این اعداد بین (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دادند، عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگوی رگرسیونی فوق را تایید می‌کند (مومنی و قیومی، ۱۳۹۱). مقدار ضریب تعیین الگو نشان می‌دهد که به ترتیب ۰/۰۶۵ و ۰/۰۲۴ از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنادار شده در این الگو توضیح داده شود.

با توجه به اینکه آماره F برای دو مدل به ترتیب ۵/۹۸۸ و ۲/۸۷۳ بوده و احتمال آماره F، ۰/۰۰۰ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. ضریب محاسبه شده برای متغیر ریسک اطلاعات در ارتباط ارزشی سود در مدل ایستون برابر ۶۱/۲۱۲- می‌باشد که بیان می‌کند ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه را کاهش می‌دهد. اما ضریب محاسبه شده برای متغیر ریسک اطلاعات در ارتباط ارزشی سود در مدل گود و موهانرام برابر ۰/۰۶۰ می‌باشد که نشان می‌دهد جهت تاثیرگذاری ارتباط ارزشی سود در مدل گود و موهانرام با مدل ایستون متفاوت و معنادار است. بنابراین فرضیه اصلی پژوهش در مدل ایستون در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

### ۳-۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

نتایج فرضیه دوم در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

جدول (۴) ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول

ایستون			گود و موهانرام			شرح
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب	
۰/۳۹۶	-۰/۸۴۸	-۱/۰۵۹	۰/۶۴۹	-۰/۴۵۴	-۰/۰۲۴	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری
۰/۳۳۹	-۰/۹۵۶	-۱/۱۱۸	۰/۵۸۱	۰/۵۵۲	۰/۰۲۷	ارتباط ارزشی سود
۰/۴۷۳	۰/۷۱۸	۱/۲۹۸	۰/۸۶۶	۰/۱۶۸	۰/۰۱۲	کیفیت اقلام تعهدی اختیاری در ارتباط ارزشی سود
۰/۱۳۷	۱/۴۸۶	۰/۱۴۰	۰/۷۳۴	۰/۳۳۹	۰/۰۰۱	اندازه شرکت
۰/۰۸۴	-۱/۷۳۰	-۱/۳۷۰	۰/۷۱۳	-۰/۳۶۷	-۰/۰۱۲	اهرم مالی
۰/۰۴۷	۱/۹۸۶	۰/۲۳۶	۰/۰۰۰	۳/۷۸۲	۰/۰۱۸	بازده دارایی
۰/۵۳۵			۰/۰۶۱			ضریب تعیین
۰/۵۳۰			۰/۰۵۱			ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۲۲۶			۱/۶۳۸			آماره دوربین- واتسون
۹۸/۹۲۹			۵/۶۶۲			آماره F
۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			احتمال (آماره F)

همانطور که ملاحظه می‌گردد در جدول شماره (۴) با توجه به بالا بودن سطح معناداری متغیر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری در ارتباط ارزشی سود از سطح خطای ۵ درصد، نتایج آزمون نشان می‌دهد که ارتباط ارزشی اطلاعات سود تأثیری بر رابطه کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق مالکانه ندارد. بنابراین فرضیه فرعی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته نمی‌شود.

### ۴-۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

نتایج فرضیه سوم در جدول شماره (۵) ارائه شده است.

جدول شماره (۵) ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم

مدل ایستون			مدل گود و موهانرام			شرح
سطح معناداری	آماره t	ضریب	سطح معناداری	آماره t	ضریب	
۰/۶۶۸	-۰/۴۲۸	-۰/۱۹۵	۰/۰۱۵	-۲/۴۲۶	-۰/۰۴۶	کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری
۰/۳۰۳	-۱/۰۲۹	-۱/۴۱۳	۰/۴۰۸	-۰/۸۲۷	-۰/۰۴۷	ارتباط ارزشی سود
۰/۷۶۸	۰/۲۹۴	۰/۲۱۲	۰/۰۱۲	۲/۵۰۴	۰/۰۷۵	کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری در ارتباط ارزشی سود
۰/۱۲۳	۱/۵۴۱	۰/۱۴۴	۰/۶۹۱	۰/۳۹۷	۰/۰۰۱	اندازه شرکت
۰/۱۰۹	-۱/۶۰۳	-۱/۲۷۸	۰/۷۳۵	-۰/۳۳۸	-۰/۰۱۱	اهرم مالی
۰/۰۴۲	۲/۰۳۷	۰/۲۴۷	۰/۰۰۱	۳/۲۹۸	۰/۰۱۶	بازده دارایی
۰/۵۳۵			۰/۰۶۷			ضریب تعیین
۰/۵۲۹			۰/۰۵۶			ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۲۲۸			۱/۶۲۰			آماره دوربین- واتسون
۹۸/۷۸۰			۶/۱۸۳			آماره F
۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			احتمال (آماره F)

همانطور که ملاحظه می‌گردد مقادیر سطح اطمینان ۹۵ درصدی در جدول شماره (۵) حاکی از این است که تنها متغیر کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری، متغیر کیفیت اقلام تعهدی در ارتباط ارزشی سود در مدل گود و موهانرام، رابطه معناداری با هزینه حقوق مالکانه دارند. ضریب محاسبه شده برای متغیر کیفیت اقلام تعهدی در ارتباط ارزشی سود برابر ۰/۰۷۵ است که بیان می‌کند ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری و هزینه حقوق مالکانه را کاهش نمی‌دهد. بنابراین فرضیه فرعی دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته نمی‌شود.

## جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

بررسی اطلاعات سود و اقلام تعهدی شرکت‌ها از مهمترین موضوعات مورد توجه سهامداران می‌باشد. تلاش مدیران برای استفاده از اقلام تعهدی برای بهبود درک سود، عدم‌تقارن اطلاعاتی را که موجب ایجاد ریسک اطلاعاتی شده، کاهش می‌دهد. نتایج فرضیه اصلی پژوهش نشان داد که ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه در مدل ایستون را کاهش می‌دهد. اما در مدل گود و موهانرام نتیجه برعکس شد. افزایش ریسک اطلاعات به این معناست که دستکاری‌های مدیریتی برای انگیزه‌های شخصی زیاد است و این امر باعث ایجاد عدم‌تقارن اطلاعاتی می‌شود. سهامداران برای اینکه این عدم‌تقارن اطلاعاتی را از بین ببرند از طریق افزایش هزینه حقوق مالکانه اقدام به اصلاح عدم‌تقارن اطلاعاتی می‌کنند. بدین سبب رابطه بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه یک رابطه مستقیم و معنادار می‌شود. این رابطه در مدل گود و موهانرام اثبات نشد اما در مدل ایستون تایید گردید، بنابراین این پژوهش از طریق یک رویکرد حل مسئله برون‌سازمانی سعی داشت تا تأثیر رابطه مذکور را کاهش دهد.

ارتباط ارزشی سود بیانگر تایید سهامداران به نحوه عملکرد هیئت مدیره در انتخاب رویه‌های حسابداری است. هرچه ارتباط ارزشی اطلاعات سود افزایش یابد، مقبولیت عملکرد مدیریت در انتخاب رویه‌های حسابداری افزایش پیدا می‌کند. این امر باعث می‌شود که عملاً بخشی از عدم‌تقارن اطلاعاتی که مدیریت از دستکاری سود در بین سهامداران فعلی به وجود آورده بود را از بین ببرد. در این پژوهش اثر منفی ارتباط ارزشی سود بر رابطه ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه در مدل ایستون تایید شد اما اینکه این نظریه چقدر صائب و درست است و با توجه به اینکه در مدل‌های مختلف نتایج متفاوتی گرفته شد، نیازمند پژوهش‌های بیشتر است. با توجه به تایید فرضیه اصلی پژوهش در مدل ایستون می‌توان بیان کرد که وجود نظریه نمایندگی، مقبولیت و مشروعیت گرفتن عملکرد مدیریت از جامعه برون‌سازمانی و تأثیرگذاری آن بر هزینه حقوق مالکانه رد نمی‌شود. به علاوه نظریه نمایندگی و وجود عدم‌تقارن اطلاعاتی را می‌توان با کمک ارتباط بالاتر اطلاعات سود با ارزش بازار تعدیل کرد. بنابراین در آن دسته از شرکت‌هایی که با مدل ایستون رابطه بین ریسک اطلاعات و هزینه حقوق مالکانه مثبت است، پیشنهاد می‌شود برای کم کردن اثر این رابطه عملکرد مدیر امور سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازار سرمایه افزایش یابد به نحوی که ارتباط اطلاعات سود انتشار یافته در بازار با ارزش‌های بازار از همبستگی بالاتری نسبت به قبل برخوردار باشد. زیرا این عمل موجب می‌گردد هزینه حقوق مالکانه که در مجامع عمومی صاحبان سهام مورد مطالبه سهامداران است، کاهش پیدا کند.

اقلام تعهدی اختیاری شامل اقلام تحت کنترل مدیریت برای دستکاری کارآمد یا فرصت‌طلبانه اطلاعات می‌باشد. هرچه کیفیت اقلام تعهدی اختیاری افزایش یابد، دستکاری به سمت انگیزه کارایی سوق داده می‌شود. بنابراین ابهام در درک اطلاعات گزارش شده کاهش می‌یابد و این عامل موجب افزایش اعتماد سهامداران به انتشار اطلاعات می‌گردد. انتظار می‌رفت نتیجه فعل و انفعالات فوق منتهی به کاهش هزینه حقوق مالکانه گردد اما نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول نشان داد که ارتباط ارزشی اطلاعات سود بر رابطه مثبت بین کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق مالکانه معنادار نیست. به عبارتی ارتباط ارزشی اطلاعات سود که توسط سهامداران در بازار سرمایه معین می‌گردد عامل بازدارنده فرصت‌طلبی مدیریت نبود. زیرا اقلام تعهدی اختیاری موجود در اطلاعات سود تأثیرات بیشتری از منظر سهامداران داشته است و نقش سهامداران به عنوان ناظران بیرونی و موثر شرکت در کنترل رفتارهای اختیاری مدیریت معنادار نمی‌باشد. به نحوی که رفتارهای اختیاری مدیریت موثرتر از نحوه تقاضا و تغییرات ارزش بازار در اثرات و اطلاعات سود می‌باشد. نتایج فرضیه فرعی اول با نتایج چن، لیو و ویس (۲۰۱۷) و رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۲) مغایر می‌باشد. بر اساس نتایج فرضیه دوم به بورس اوراق بهادار توصیه می‌گردد که به جای افشای اطلاعات ارزشی سود، مقادیر اقلام تعهدی اختیاری را گزارش نمایند.

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم پژوهش نشان داد که ارتباط ارزشی اطلاعات سود رابطه مثبت بین کیفیت اقلام تعهدی غیراختیاری و هزینه حقوق مالکانه را کاهش نمی‌دهد. بنابراین نمی‌توان بیان کرد که ریسک خارج از کنترل مدیریت توسط سهامداران مدیریت می‌شود. نتایج فرضیه فرعی دوم با نتایج چن، لیو و ویس (۲۰۱۷) و رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۲) همسو نمی‌باشد. بر اساس نتایج فرضیه فرعی دوم نمی‌توان پیشنهاد کاربردی مفیدی برای آن ارائه داد و نیازمند انجام پژوهش‌های بیشتر است. همچنین تأثیر ارتباط ارزشی اطلاعات سود بر رابطه ریسک اطلاعات با در نظر گرفتن اقلام تعهدی کوتاه‌مدت و بلندمدت با

هزینه حقوق مالکانه، بررسی اثر جز نقدی سود حسابداری، انجام پژوهش حاضر با در نظر گرفتن مدل گبهارت و همکاران (۲۰۰۱) و مدل کلاز و توماس (۲۰۰۱) برای محاسبه هزینه حقوق مالکانه و اندازه‌گیری و بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات سود با استفاده از مدل علی و زاروون (۱۹۹۲) می‌تواند در پژوهش‌های آتی مورد توجه علاقمندان قرار گیرد. مدل گود و موهانرام و ایستون از مولفه‌های انحصاری در الگو برای اندازه‌گیری هزینه حقوق مالکانه استفاده می‌کنند که این انحصارات محدودیت‌های ذاتی در اندازه‌گیری را فراهم می‌آورند. محققین برای کنترل این محدودیت اظهار نظر در خصوص برتری هر یک از الگوها را انجام نداده‌اند و صرفاً به نتایج حاصل از هر مدل توجه و تفسیر نمودند که این عامل باید در تفسیر یافته‌ها به‌عنوان محدودیت مورد توجه قرار گیرد.

## منابع

۱. بابائی ساسان، اعتمادی حسین، (۱۳۹۵)، «ارتباط ارزشی و قابلیت پیش‌بینی عناصر سود: هزینه حقوق و مزایا»، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۵، شماره ۸، صص ۱۴-۱۱۵.
۲. باغومیان رافیک، شعبانی کیوان، بیات مرتضی، (۱۳۹۲)، «ارتباط ارزشی سود حسابداری با بازده عادی و غیر عادی»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱۵-۱.
۳. بدری احمد، قهرمانی محمدامین، (۱۳۹۱)، «هموارسازی سود و هزینه حقوق مالکانه»، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۰، شماره ۳۵، صص ۴۷-۲۳.
۴. بیات مرتضی، زلفی‌حسن، میرحسینی‌ایرج، (۱۳۹۴)، «بررسی تأثیر پایداری سود بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۵۸-۴۱.
۵. رحمانی علی، فلاح نژاد فرهاد، (۱۳۸۹)، «تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام»، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۳۰-۱۷.
۶. رضایی فرزین، ویسی‌حصار ثریا، (۱۳۹۲)، «تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت‌ها»، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱۷، صص ۴۴-۲۹.
۷. مشایخ شهناز، اکبری فرزانه، (۱۳۹۶)، «تأثیر ریسک اطلاعات و هزینه‌های معاملات بر واکنش بازار به اعلان سود»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۳، صص ۱۵۱-۱۳۱.
۸. مومنی منصور، فعال قیومی علی، (۱۳۹۱)، «تحلیل آماری با استفاده از SPSS»، چاپ هفتم، تهران: انتشارات مولف.
۹. مهرانی ساسان، کرمی غلامرضا، ساسانی علیرضا، اسکندری قربان، (۱۳۹۲)، «رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با کیفیت سود»، دانش حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۵۰، صص ۱۸-۱۳.
10. Beisland, L. A. (2009). *A Review of Value Relevance Literature*. The Open Business Journal, 2, 7-27.
11. Chen, Hua. Lu, yingrui. And Weiss, Mary A. (2017). *Information Risk and the Cost of Equity Capital Revisited: Evidence from the U.S*, Property-Casualty Insurance Industry. Fox school of business research paper, 17-034: 56.
12. Dechow, P., Dichev, I., (2002). *The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors*, The Accounting Review, 77: 35-59.
13. Easton, P. (2004). *PE ratios, PEG ratios, and Estimating, The Implied Expected Rate of Return on Equity Capital*, The Accounting Review, 79: 73-95.
14. Francis, J. LaFond, R. Olsson, P. M. & Schipper, K. (2004). *Costs of Equity and Earnings Attributes*, Accounting Review, 79, 967-1010.
15. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., (2005). *The market pricing of accruals quality*, The Journal of Accounting and Economics, 39:295-327.
16. Gode, D., and P. Mohanram (2003). *Inferring the Cost of Equity Using the Ohlson-Juettner Model*, Review of Accounting Studies, 8: 399-431.
17. Kim, D., Qi, Y. (2010). *Accruals Quality, Stock Returns, and Macroeconomic Conditions*, The Accounting Review, 85: 937-978.
18. Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R. E. (2012). *Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital*, Review of Finance, 16: 1-29.
19. McNichols, M. (2002). *Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accruals Estimation Errors*, The Accounting Review, 77:61-9.
20. Mouselli, S, Jaafar, A., and Goddard, J. (2013). *Accruals quality, stock returns and asset pricing*, International Review of Financial Analysis, 30:203-213.
21. Rajgopal, S., and Venkatachalam, M. (2011). *Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 51 No. 1-2, 1-20.

22. Schiemann, F., Guenther, T. (2013). *Earnings Predictability, Value Relevance, and Employee Expenses*, The International Journal of Accounting, 48: 149–172.
23. Skaife, H, Collins, D, W, Kinney, W.R., Lafond, R, (2009). *The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity*, Journal of Accounting Research, 47: 1-43.
24. Xie, H. (2001). *The mispricing of abnormal accruals*, The Accounting Review, 76, 357–373.

## The Impact of Value Relevance of Earning Information on the Relationship of Information Risk with the Cost of Equity Capital

### Abstract

One of the important goals of managers in business is reducing the cost of ownership. Achieving this goal is possible through two in-organization and outsourced approaches. In this research, we seek to reduce the cost of ownership by an outsourcing approach, and the criterion used in this approach is the value of the benefit. The value communication of profit information reduces the accrual of accrual by increasing the explanatory power of profit. As a result, reducing the information risk, shareholders demand a lower rate of return. The value relevance of earn information by increasing the explanatory power of profit, reduces the information risk emergent from low quality accruals. As a result, reducing the information risk, shareholders demand a lower rate of return. For this purpose, the data of 76 manufacturing companies accepted in Tehran Stock Exchange and over the years 1385 to 1396 are analyzed. The results of the research hypothesis test using panel-based regression models show that the value communication of earnings information reduces the positive relationship between information risk and the cost of ownership. However, the value communication of profit information does not have a significant effect on the relationship between the quality of accruals and the cost of ownership. In addition, the results show that the value communication of earnings information does not reduce the positive relationship between the quality of non-obligatory accruals and the cost of ownership.

**Key Words:** Innate Accruals Quality, Optional accruals quality, Information Risk, Value Relevance of Earning information, Cost of Equity Capital

**JEL:** M41, G14, G32