

فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار  
سال ششم، شماره هفدهم  
بهار ۱۳۹۲

## تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت‌ها

فرزین رضایی<sup>۱</sup>

ثریا ویسی حصار<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۱/۷/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۱/۴/۱۲

### چکیده

هدف از این تحقیق، بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی به عنوان شاخص ریسک اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی از الگوی "مک نیکولز" با رویکرد مبتنی بر خطای برآورد، استفاده شده است. در حالی که در تحقیقات قبلی بین اجزاء هزینه سرمایه تمایزی قائل نشده، در این تحقیق نشان داده شده است که هزینه سرمایه به دو جزء تقسیم می‌شود: ۱. هزینه ناخالص بدهی، ۲. هزینه سهام عادی تعدیل شده که برای محاسبه آن وجود حداقل ۴ شرکت عضو در هر صنعت الزامی گردید. فرضیات تحقیق بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۸۰ شرکت طی یک دوره ۵ ساله از سال ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۸۸ و با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره و چینش داده‌های مقطعی، مورد آزمون قرار گرفت. کیفیت اقلام تعهدی به اجزای ذاتی و اختیاری تفکیک شدند تا نتایج هر دو جزء بر هزینه سرمایه شرکت‌ها بررسی گردد. نتایج نشان داده است که، بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، هزینه سرمایه شرکت‌های با کیفیت پایین اقلام تعهدی در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت بالای اقلام تعهدی، بیشتر است. همچنین، بین اجزای کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد ولی نمی‌توان گفت که تأثیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه بیشتر از جزء اختیاری آن است.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک اطلاعات، جزء ذاتی اقلام تعهدی، جزء اختیاری اقلام تعهدی، هزینه ناخالص بدهی، هزینه سهام عادی تعدیل شده، کیفیت اطلاعات حسابداری.

۱- استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین (مسئول مکاتبات) Farzin.rezaei@qiau.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه کار واحد قزوین

## ۱- مقدمه

است که در بازار مشاهده شده است، به طوری که با افزایش قیمت، سهامداران انتظار دارند که سود در آینده نزدیک افزایش یابد.

سرمایه گذاران توازن بین ریسک و بازده را مبنای تصمیم گیری خود قرار می دهند. آنها علاقه مندند بازده مورد انتظار آتی سرمایه گذاری خود را به کمک اطلاعات گزارش شده توسط شرکت و سایر شواهد برآورد کنند. هر قدر کیفیت اطلاعات ارائه شده بالاتر باشد، از میزان ابهام در برآورد بازده مورد انتظار کاسته شده و ریسک اطلاعاتی کاهش خواهد یافت. انتظار می رود اطلاعات با کیفیت بالاتر اثر مطلوبی بر انتظارات سرمایه گذاران از بازده مورد انتظار (هزینه سرمایه) داشته باشند. در ضمن سرمایه گذاران در مقایسه با سایر شاخص های عملکردی (از قبیل سود نقدی، جریان های نقدی و تغییرات سود) اتکای بیشتری بر روی اطلاعات مربوط به سود دارند [۶]. از این رو، سود گزارش شده یکی از معیارهای تعیین بازده مورد انتظار سرمایه گذاران است. کیفیت اقلام تعهدی به علت تاثیری که بر درک سرمایه گذاران از کیفیت سود شرکت دارد، همواره مورد توجه مدیریت است تا از طریق بهبود آن هزینه سرمایه شرکت کاهش یابد. در واقع مدیران با شناسایی عوامل موثر بر سودآوری شرکت، در کنار تحقق سایر اهداف به دنبال حداقل نمودن هزینه سرمایه نیز هستند.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

این تصور که سود بعنوان اصلی ترین منبع اطلاعات خاص شرکتی است، با تحقیقات تجربی متعدد مورد پشتیبانی قرار گرفته است. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که مدیران، سود را به عنوان معیار

براساس مبانی نظری گزارشگری مالی، هدف اولیه گزارشگری مالی، یاری رساندن به سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیم های اقتصادی است. تصمیم های اقتصادی درباره تخصیص بهینه منابع بوده و یکی از مهم ترین تصمیم های اقتصادی، تصمیم های مرتبط با سرمایه گذاری در سهام است که این خود تابعی از کیفیت اطلاعات ارائه شده توسط شرکت های سرمایه پذیر می باشد. بازار سرمایه یکی از ارکان اساسی رشد و توسعه اقتصادی در هر کشور به شمار می رود. در این بازار، هر قدر کیفیت اطلاعات حسابداری بهتر باشد، تصمیم های سرمایه گذاری بهینه تری اتخاذ می گردد. در تصمیم گیری های منطقی، اطلاعات صحیح تر دارای اهمیت بیشتری است و تصمیم گیری های سرمایه گذاری به اطلاعات حسابداری وابسته تر می باشند.

هزینه سرمایه در تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری نقش اساسی ایفا می کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و آثار تامین منابع مالی بر ریسک و بازده را معین کند. در حالی که در تحقیقات قبلی بین اجزاء هزینه سرمایه تمایزی قائل نشدند، در این تحقیق نشان داده شده است که هزینه سرمایه به دو جزء تقسیم می شود: ۱. هزینه بدهی قبل از تعدیل بابت مالیات، ۲. هزینه سهام عادی تعدیل شده؛ که در این تحقیق از نسبت سود به قیمت تعدیل شده صنعت به عنوان شاخص هزینه سهام عادی استفاده شده است، زیرا این نسبت اهمیت سودهایی را که در مقابل قیمت کوچک بوده و نشان دهنده کیفیت بالای اقلام تعهدی است، حفظ می کند و شاخص مطلوبی از هزینه سهام عادی

توجه به این نکته از سوی مدیران شرکت‌ها بسیار مهم است که ریسک اطلاعات گزارش شده بر بازده مورد انتظار سرمایه گذاران موثر است. وجود اطلاعات محرمانه مدیران و عدم دقت در اطلاعات گزارش شده باعث افزایش ریسک اطلاعات خواهد شد [۱۳]. علاوه بر اینکه رقم سود گزارش شده برای سرمایه گذاران مهم است و بر تصمیم های آنها تاثیر دارد، ویژگی های کیفی سود نیز به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات سود مورد توجه خاص سرمایه گذاران است [۱۳]. یکی از مهم ترین و تاثیرگذارترین ویژگی های سود، کیفیت اقلام تعهدی است. شواهد قبلی نشان می دهد که سود تعهدی نقش مهمی در فرایند ارزش گذاری ایفا می کند، زیرا مشکلات زمان بندی و عدم تطابق نهفته در ارقام وجوه نقد را کاهش می دهد [۵،۹]. به هر حال، قابل اتکا بودن و مفید بودن اقلام تعهدی مورد تردید است، چراکه مدیران قادرند آنها را دستکاری کنند تا سود گزارش شده را سازگار با اصول پذیرفته شده حسابداری و مطابق میل خود تعدیل نمایند. اگر مدیریت، سود را فرصت طلبانه و به اختیار دستکاری کند می تواند سود گزارش شده را تحریف نماید [۲۴]. از طرف دیگر، مدیریت می تواند از طریق انتشار اطلاعات محرمانه، سبب افزایش محتوای اطلاعاتی سود شود [۱۷].

طبق تحقیقات انجام شده توسط اسلوان<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) [۲۲]، ایکسی<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) [۲۳] و چان<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۱) [۷] هر قدر اقلام تعهدی در صورت های مالی بیشتر باشد ریسک اطلاعاتی بیشتر است. در چنین شرایطی سرمایه گذار برای رسیدن به تعادل بازار، بازده بیشتری طلب می کند که خود منجر به افزایش هزینه سرمایه می گردد. با استناد به این تحقیقات کیفیت اقلام تعهدی به عنوان شاخص

کلیدی مورد توجه سرمایه گذاران و تحلیل گران در نظر می گیرند [۱۳]. باید توجه داشت که شرکت ها برای کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک سرمایه گذاری را کاهش دهند. نظریه های مالی فرض می کنند که اطلاعات مالی با کیفیت، هزینه سهام عادی را از دو طریق کاهش می دهد: ۱. افزایش نقدینگی بازار و بدین وسیله کاهش هزینه های مبادله یا افزایش تقاضا برای اوراق بهادار یک شرکت، ۲. کاهش ریسک اطلاعاتی سرمایه گذاران [۴].

علاوه بر ریسک سرمایه گذاری، ریسک اطلاعاتی نیز از عواملی است که بر هزینه سرمایه تاثیر می گذارد. پژوهشگران در تحقیقات اخیر نشان دادند که ریسک اطلاعات، ریسک غیر قابل تنوع در بازارهای سرمایه است. آنها دلایل بروز ریسک اطلاعات را نقش عدم تقارن اطلاعاتی در میان سرمایه گذاران در تعیین هزینه سرمایه تعیین کردند. سرمایه گذارانی که از اطلاعات کمتری برخوردارند نسبت به سرمایه گذارانی که آگاهی بیشتری دارند با سطح بالاتری از ریسک اطلاعاتی روبرو می شوند. به عبارت دیگر، این ریسک اطلاعاتی غیر قابل تنوع، سرمایه گذاران کم اطلاع را وادار به تقاضای بازده های بالاتر سهام با اطلاعات خصوصی بیشتر می کند [۱۱]. در مقایسه، لامبرت<sup>۱</sup> بیان کرد که در مدل های با رقابت کامل، دقت اطلاعات (نسبت به عدم تقارن اطلاعاتی) معیار تعیین ریسک اطلاعات است که بر هزینه سرمایه تاثیر می گذارد. لامبرت دقت اطلاعات را به عنوان کیفیت اطلاعات گردش وجوه نقد مورد انتظار در دسترس سرمایه گذاران تعریف کرد. از نظر او انتشار اطلاعات در بین سرمایه گذاران مهم نیست بلکه جامع و دقیق بودن اطلاعات مهم است [۱۸].

اطلاعاتی را به همراه خواهد داشت. با این حال ما انتظار داریم که به طور کلی تاثیر آن روی هزینه سرمایه کمتر از تاثیر جزء غیراختیاری (ذاتی) اقسام تعهدی باشد [۱۴].

فرانسیس<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۳) تاثیر هفت ویژگی کیفی سود شامل کیفیت اقسام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش بینی، یکنواختی، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه کارانه بودن سود را بر هزینه سهام عادی مورد بررسی قرار دادند. نتیجه پژوهش نشان داد شرکت هایی که ویژگی کیفی سود آنها از مطلوبیت پایین تری برخوردار است در مقایسه با شرکت هایی که ویژگی های کیفی سود آنها مطلوبیت بالاتری دارند، هزینه سهام عادی بالاتری را تجربه کردند [۱۲]. لئوز و ورکچیا<sup>۷</sup> (۲۰۰۴) نقش کیفیت گزارشگری سود را بر نحوه و میزان سرمایه گذاری در شرکت ها مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که گزارشات با کیفیت کم، هماهنگی بین اهداف شرکت ها و تصمیمات سرمایه گذاران را از بین برده و در نتیجه ریسک اطلاعاتی ایجاد می کند. انتظار می رود که سرمایه گذاران انتظار صرف ریسک بیشتری داشته و به دنبال آن هزینه سرمایه شرکت افزایش یابد [۱۹]. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) با بررسی "مربوط بودن کیفیت اقسام تعهدی و واکنش بازار" نشان دادند که کیفیت پایین اقسام تعهدی ارتباط معنادار و مثبتی با هزینه سرمایه دارد. کیفیت اقسام تعهدی ناشی از زیرساخت های اقتصادی و محیط عملیاتی پیرامونی (جزء ذاتی) در مقابل قضاوت های مدیریتی (جزء اختیاری) به صورت مجزا بررسی شد. نتایج نشان داد که هر دو جزء تاثیر با اهمیتی بر هزینه سرمایه دارند، ولی تاثیر جزء غیراختیاری اقسام تعهدی بیشتر از جزء اختیاری آن است [۱۴]. کوهن<sup>۸</sup> (۲۰۰۸) با بررسی "تاثیر

ریسک اطلاعات یکی از عوامل موثر بر میزان هزینه سرمایه است. طبق تحقیقات ایسلی و اوهارا<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) [۱۱] و اوهارا (۲۰۰۳) [۲۱] جریان نقدی عنصر اولیه ای برای تشخیص و ارزش گذاری کیفیت اقسام تعهدی است که به صورت معیار سنجش ریسک اطلاعاتی مربوط به سودهای حسابداری مطرح می شود. کیفیت اقسام تعهدی در مورد نحوه تبدیل سودهای حسابداری به جریان های نقدی، اطلاعاتی را در اختیار سرمایه گذاران قرار می دهد. کیفیت ضعیف اقسام تعهدی این تشخیص را دشوار کرده و بنابراین ریسک اطلاعاتی را افزایش می دهد. اقسام تعهدی را می توان به اجزای اختیاری و غیراختیاری (ذاتی) تفکیک نمود: ۱. جزء اختیاری اقسام تعهدی؛ ناشی از تصمیم گیری و انتخاب های مدیریت، ۲. جزء ذاتی اقسام تعهدی؛ ناشی از ویژگی های سازمان و محیط عملیاتی. مطالعات قبلی نشان داده است، در نمونه های بزرگی از شرکت ها که طی دوره های طولانی بررسی شده اند، اختیارات مدیریت منجر به کسب سودهای فرصت طلبانه می شود. برای مثال، رفتارهایی که انتظار می رود عدم اطمینان اطلاعات را افزایش دهند، به افزایش صرف ریسک تقاضا شده به وسیله سرمایه گذاران منجر می شوند. طبق این استدلال، انتظار می رود تاثیرات تصمیم گیری های مدیریت در شرایط مقتضی از طرفی منجر به بهبود کلی عملکرد شده (که به نوبه خود، افزایش هزینه سرمایه ناشی از فاکتور ذاتی اقسام تعهدی را جبران می کند) و از طرف دیگر (به دلیل امکان عدم موفقیت مدیریت در عملکرد) موجب ایجاد فضای عدم اطمینان برای سهامداران شده، موجب افزایش هزینه سرمایه گردد. بر این اساس، کیفیت اقسام تعهدی اختیاری، ترکیبی از افزایش و کاهش ریسک

چهار بعد کیفیت ارقام تعهدی، تغییر پذیری سود، پیش بینی پذیری سود و هموار بودن سود دارای رابطه معکوس و معناداری با هزینه سرمایه می باشند. هر چند رابطه بین ارقام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سهام معنادار است با این وجود، علامت (منفی) این رابطه مطابق با انتظار نبود. همچنین رابطه معناداری میان عامل مشترک و هزینه حقوق صاحبان سهام مشاهده نشد [۳].

### ۳- فرضیات پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده، فرضیات پژوهش به صورت زیر تدوین می شوند:

۱) رابطه هزینه سرمایه با کیفیت ارقام تعهدی معکوس و معنادار است.

۱-۱) رابطه هزینه ناخالص بدهی با کیفیت ارقام تعهدی معکوس و معنادار است.

۱-۲) رابطه هزینه سهام عادی تعدیل شده با کیفیت ارقام تعهدی معکوس و معنادار است.

۲) تاثیر جزء ذاتی کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه ناخالص بدهی بیشتر از جزء اختیاری آن است.

۳) تاثیر جزء ذاتی کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سهام عادی تعدیل شده بیشتر از جزء اختیاری آن است.

### ۴- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

در این تحقیق دو متغیر شامل کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد. از میان متغیرهای مذکور، کیفیت ارقام تعهدی متغیر مستقل و هزینه سرمایه متغیر وابسته می‌باشد. جهت ارزیابی کیفیت ارقام تعهدی از الگوی مک نیکولز<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۲) استفاده شده است [۲۰].

کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سرمایه<sup>۱۱</sup> به این نتیجه رسید که شواهدی در رابطه با وجود عامل ریسک قیمت گذاری شده یافت نشده و کیفیت ارقام تعهدی و همچنین هموار بودن سود موجب کاهش در هزینه ضمنی سرمایه نمی‌شود [۸]. فرانسویس و همکاران (۲۰۰۸) تاثیر چهار بعد کیفیت سود شامل کیفیت ارقام تعهدی، تغییر پذیری سود، ارقام تعهدی اختیاری و عامل مشترک را بر هزینه حقوق صاحبان سهام مورد مطالعه قرار دادند. نتایج آن پژوهش نشان داد که چهار بعد کیفیت سود رابطه معکوس و معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارند [۱۵]. گرای<sup>۹</sup> و همکاران (۲۰۰۹) با بررسی "کیفیت ارقام تعهدی، ریسک اطلاعات و هزینه سرمایه" نشان دادند که هیچ شواهدی مبنی بر اینکه "شرکت‌هایی با کیفیت ارقام تعهدی پایین تر، هزینه سرمایه بالاتری دارند"، وجود ندارد. نتایج آنها نشان داد که تاثیر جزء ذاتی ارقام تعهدی بر هزینه سرمایه بیشتر از جزء اختیاری آن است [۱۶]. رسائیان و حسینی (۱۳۸۷) رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه را بررسی نموده و نشان دادند که هزینه سرمایه شرکت‌ها تحت تاثیر کیفیت ارقام تعهدی و اجزای آن قرار نمی‌گیرد [۱]. رحمانی و فلاح نژاد (۱۳۸۹) با بررسی تاثیر کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سهام عادی نشان دادند که بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سهام عادی رابطه معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، با کمتر شدن کیفیت ارقام تعهدی، هزینه سهام عادی افزایش می‌یابد. نتایج آنها نشان داد که تاثیر جزء ذاتی ارقام تعهدی بر هزینه سهام عادی نسبت به جزء اختیاری آن بیشتر است [۲]. نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) تاثیر شش بعد کیفیت سود را بر هزینه حقوق صاحبان سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج به دست آمده نشان داد که

که در آن،  $SIZE_{j,t}$  اندازه شرکت  $j$  در سال  $t$ :  
 لگاریتم طبیعی کل دارایی ها،  $\bar{CFO}_{j,t}$  (CFO)  $\bar{CFO}_{j,t}$  نوسان  
 پذیری جریان نقدی: انحراف استاندارد جریان های  
 نقدی عملیاتی طی ۳ سال گذشته.  $\bar{Sales}_{j,t}$  (Sales)  $\bar{Sales}_{j,t}$   
 نوسان پذیری فروش: انحراف استاندارد فروش طی ۳  
 سال گذشته.  $OpCycle_{j,t}$  لگاریتم چرخه عملیاتی  
 شرکت  $j$  در سال  $t$ .  $NegEarn_{j,t}$  دفعات کسب زیان:  
 تعداد سال هایی که طی هر ۳ سال گذشته شرکت  
 زیان عملیاتی داشته است.  
 جمله اخلاص الگوی (۲) جزء اختیاری اقلام تعهدی  
 (Dis AQ) می باشد.

$$Dis AQ_{j,t} = v_{j,t}$$

رابطه (۲)

جزء ذاتی اقلام تعهدی (Inn AQ) از رابطه ذیل به  
 دست می آید:

$$AQ_{j,t} - Dis AQ_{j,t} = Inn AQ_{j,t}$$

رابطه (۳)

جهت آزمون تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه  
 ناخالص بدهی، از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شد:

$$Cost Debt_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Leverage_{j,t} + \gamma_2 Size_{j,t} + \gamma_3$$

$$ROA_{j,t} + \gamma_4 Int Cov_{j,t} + \gamma_5 \bar{CFO}_{j,t} + \gamma_6 AQ_{j,t} +$$

$$\mu_{j,t}$$

الگوی (۳)

که در آن،  $Cost Debt$  هزینه ناخالص بدهی  
 شرکت: نسبت هزینه مالی (قبل از تعدیل بابت  
 مالیات) در سال  $t$  به جمع بدهی های بهره دار در  
 سال  $t-1$ .  $Leverage$  اهرم مالی شرکت: نسبت کل  
 بدهی ها به کل دارایی ها.  $ROA$  بازده کل دارایی ها:  
 نسبت سود خالص به کل دارایی ها.  $IntCov$  نسبت  
 پوشش هزینه بهره: نسبت سود عملیاتی به هزینه  
 مالی.  $NIBE$  (NIBE)  $\bar{CFO}_{j,t}$  نوسان پذیری سود آوری: انحراف

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} +$$

$$\alpha_4 \Delta Rev_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

الگوی (۱)

که در آن،  $TCA_{j,t}$ : اقلام تعهدی جاری شرکت  $j$   
 در سال  $t$  = سود عملیاتی + هزینه استهلاک -  
 جریان های نقدی عملیاتی.  $CFO_{j,t}$ : جریان های  
 نقدی عملیاتی شرکت  $j$  در سال  $t$ ، اندیس های  $t-1$   
 و  $t+1$  به ترتیب بیانگر سال قبل و سال بعد است.  
 $\Delta Rev_{j,t}$ : تغییرات فروش خالص شرکت  $j$  بین  
 سال  $t$  و سال  $t-1$ .  $PPE_{j,t}$ : ارزش دفتری دارایی  
 های ثابت مشهود شرکت  $j$  در سال  $t$ . در الگوی  
 فوق، تمامی متغیرها بر حسب میانگین کل  
 دارایی های شرکت طی سال های  $t$  و  $t-1$  همگن  
 شدند.

در این تحقیق از انحراف معیار باقیمانده های  
 الگوی ۱ طی ۳ سال به عنوان کیفیت اقلام تعهدی  
 (AQ) استفاده شد. از آنجا که  $\varepsilon_{j,t}$   $Stdev(\varepsilon_{j,t})$  نشان  
 دهنده خطای برآورد اقلام تعهدی نسبت به  
 جریان های نقدی می باشد، مقادیر بزرگتر (کوچکتر)  
 AQ نشان دهنده کیفیت کمتر (بیشتر) اقلام تعهدی  
 می باشد.

$$AQ_{j,t} = Stdev(\varepsilon_{j,t}), t = t-2, \dots, t$$

رابطه (۱)

حال با استفاده از الگوی رگرسیونی فرانسویس و  
 همکاران (۲۰۰۵) و دی چاو و دیچو<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۲)  
 [۱۰]، کیفیت اقلام تعهدی به دست آمده از الگوی ۱  
 به دو جزء غیراختیاری (ذاتی) و اختیاری تفکیک  
 می شوند.

$$AQ_{j,t} = \theta_0 + \theta_1 SIZE_{j,t} + \theta_2 \bar{CFO}_{j,t} + \theta_3 \bar{CFO}_{j,t}$$

$$+ \theta_4 OpCycle_{j,t} + \theta_5 NegEarn_{j,t} + v_{j,t}$$

الگوی (۲)

$$\text{Ind Ep}_{j,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{Growth}_{j,t} + \delta_2 \text{leverage}_{j,t} + \delta_3 \text{Beta}_{j,t} + \delta_4 \text{Size}_{j,t} + \delta_5 \text{Inn AQ}_{j,t} + \delta_6 \text{Dis AQ}_{j,t} + \zeta_{j,t}$$

الگوی (۶)

بدین صورت، تاثیر کیفیت اقلام تعهدی و اجزای آن (اقلام تعهدی اختیاری و اقلام تعهدی ذاتی) بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده آزمون گردید.

#### ۵- روش‌شناسی پژوهش

روش تحقیق حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و به روش پس‌رویدادی است. دوره زمانی موردنظر برای انجام این تحقیق سال‌های ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۸۹ می‌باشد. جامعه آماری در این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه از میان جامعه آماری شروط زیر لحاظ گردید:

۱. تا ابتدای سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. اطلاعات کامل هر یک از شرکت‌ها طی قلمرو زمانی تحقیق موجود باشند.
۳. شرکت‌ها در طول دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
۴. نوع فعالیت شرکت‌ها، تولیدی باشد. لذا موسسات مالی، سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه، شرکت‌های لیزینگ و هلدینگ در نمونه حذف گردیدند.
۵. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.
۶. در هر صنعت حداقل ۴ شرکت عضو وجود داشته باشد.
۷. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت مثبت باشد.
۸. شرکت‌های نمونه از تسهیلات مالی بانک‌ها یا انتشار اوراق مشارکت استفاده کرده باشند.
- مجموعه ۸۰ شرکت که حائز شرایط فوق هستند به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

معیار حاصل تقسیم سود خالص بر میانگین دارایی‌ها طی ۳ سال گذشته.

جهت آزمون تاثیر کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و اقلام تعهدی ذاتی بر هزینه ناخالص بدهی، مقادیر مربوط به آنها به جای AQ در رگرسیون فوق قرار داده شد:

$$\text{Cost Debt}_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Leverage}_{j,t} + \gamma_2 \text{Size}_{j,t} + \gamma_3 \text{ROA}_{j,t} + \gamma_4 \text{Int Cov}_{j,t} + \gamma_5 \text{NIBE}_{j,t} + \gamma_6 \text{Inn AQ}_{j,t} + \gamma_7 \text{Dis AQ}_{j,t} + \mu_{j,t}$$

الگوی (۴)

حال برای برقراری ارتباط بین متغیر هزینه سهام عادی تعدیل شده و کیفیت اقلام تعهدی، از الگوی رگرسیونی زیر استفاده شد:

$$\text{Ind Ep}_{j,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{Growth}_{j,t} + \delta_2 \text{leverage}_{j,t} + \delta_3 \text{Beta}_{j,t} + \delta_4 \text{Size}_{j,t} + \delta_5 \text{AQ}_{j,t} + \zeta_{j,t}$$

الگوی (۵)

که در آن، Ind Ep هزینه سهام عادی تعدیل شده: نسبت (سود هر سهم به آخرین قیمت بازار سهام سال قبل) شرکت منهای میانه نسبت (سود هر سهم به آخرین قیمت بازار سهام سال قبل) هر صنعت. لذا وجود حداقل ۴ شرکت عضو در هر صنعت الزامی می‌باشد. Growth رشد مالکانه: لگاریتم (۱ + متوسط رشد سالیانه ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت طی ۳ سال گذشته). Beta ریسک سیستماتیک: از بازده‌های ماهانه و بر مبنای الگوی بازار برآورد شد، برای هر شرکت از اطلاعات ۳ سال گذشته استفاده گردید.

همانند الگوی رگرسیونی هزینه ناخالص بدهی، برای آزمون میزان تاثیر هر یک از دو جزء کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سهام عادی تعدیل شده، مقادیر مربوط به آنها به جای AQ در رگرسیون فوق قرار داده شد:



۶- یافته های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده های تحت بررسی محاسبه گردید و در نگاره ۱ شاخص های مرکزی و پراکندگی ارایه می شود.

آمار توصیفی متعلق به هزینه سهام عادی تعدیل شده مبین آن است که حداقل نرخ هزینه تامین پول از مالکان به طور رقابتی ۰.۴۹ کمتر از میانه صنعت و حداکثر آن ۱.۲۸ بیشتر از میانه صنعت می باشد. بطوریکه میانگین آن ۰.۰۲ است. در واقع شرکت های عضو بورس فعال در هر صنعت به طور متوسط ۰.۰۲ هزینه تهیه پول از مالکان خود را بیشتر از میانه همان صنعت توانسته اند تهیه کنند. در صورتیکه شرکت هایی کمتر از میانه صنعت، هزینه سهام عادی داشته اند یعنی توانسته اند از مالکان خود در مقایسه با شرکت های هم صنعت پول ارزاتر فراهم آورند. در آمار توصیفی فوق مشخص گردید که حداقل

شرکت هایی وجود دارند که ۰.۴۹ ارزاتر از میانه هزینه سهام عادی همان صنعت پول از مالکان خود تهیه نموده اند. البته شرکت هایی هم در نمونه تحقیق وجود دارند که با ناکارایی مواجه بوده اند و نسبت به میانه صنعت هزینه تهیه پول بیشتری را متقبل شده اند، این مقدار به میزان ۱.۲۸ می باشد.

۶-۲- آزمون مفروضات رگرسیون

جهت آزمون نرمال بودن داده ها از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده گردید. با توجه به نتیجه آزمون متغیرهای هزینه سهام عادی تعدیل شده با مقدار آماره (Z) 1.741 و سطح معناداری 0.051 و هزینه ناخالص بدهی با مقدار آماره (Z) 1.75 و سطح معناداری 0.054 دارای توزیع نرمال می باشند. به منظور اطمینان از عدم وجود هم خطی بین متغیرها از شاخص عامل تورم واریانس استفاده گردید. با توجه به نگاره (۲) بین متغیرها هم خطی وجود ندارد.

نگاره (۱): آمار توصیفی برای کل مشاهدات

مشاهدات	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانگین	شاخص های آماری
400	۱15.4	2.05	0.16	-0.49	1.28	0.02	هزینه سهام عادی تعدیل شده
400	۲۵205.	۸12.3	0.15	۱0.00	2.80	0.16	هزینه ناخالص بدهی
400	6.97	1.51	0.22	-0.25	1.28	0.24	رشد مالکانه
400	2.69	-0.27	0.15	0.15	0.97	0.62	اهرم مالی
400	5.02	0.81	0.77	-2.22	3.95	0.48	ریسک سیستماتیک
400	4.68	0.63	1.27	23.61	32.01	26.98	اندازه شرکت
400	۷.۶۴۹	۱.۶۶۶	0.013	0.013	0.137	0.049	جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی
400	۴۸۵۲	۱۸۸۳	0.037	-0.065	0.214	3.22E-08	جزء اختیاری کیفیت اقلام تعهدی
400	۷.۰۳۳	۲.۳۲۸	0.040	0.0001	0.277	0.049	کیفیت اقلام تعهدی
400	6.042	1.130	0.114	-0.169	0.639	0.134	بازده دارایی ها
400	۱۲۰.۴۵۳	۲۳۷10.	۳43.25	-8.865	580.282	13.486	نسبت پوشش هزینه بهره
400	۱۵.۲۳۲	۳۳3.4	۳0.06	۲0.00	۵0.49	0.05	نوسان پذیری سودآوری



نگاره (۲): آزمون هم خطی بین متغیرها

متغیر	Tolerance	VIF
هزینه سهام عادی تعدیل شده	.776	1.288
رشد مالکانه	.647	1.544
اهرم مالی	.673	1.485
ریسک سیستماتیک	.815	1.227
اندازه شرکت	.402	2.487
جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی	.416	2.404
جزء اختیاری کیفیت اقلام تعهدی	.856	1.168
بازده دارایی‌ها	.466	2.148
نسبت پوشش هزینه بهره	.758	1.319
نوسان پذیری سودآوری	.649	1.541

۰/۰۰۰ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹٪ تایید می‌شود. ضریب محاسبه شده برای متغیر کیفیت اقلام تعهدی برابر با 0.253 است که بیانگر وجود رابطه مستقیم (مثبت) بین این متغیر و هزینه ناخالص بدهی است. به بیان دیگر، با افزایش مقدار انحراف استاندارد مقادیر اخلاص الگوی مک نیکولز (کمتر شدن کیفیت اقلام تعهدی) هزینه ناخالص بدهی افزایش می‌یابد. در واقع با افزایش AQ، یعنی کاهش کیفیت اقلام تعهدی فراهم می‌آید. بنابراین، فرضیه ۱-۱ تایید می‌شود.

فرضیه ۱-۲- رابطه هزینه سهام عادی تعدیل شده با کیفیت اقلام تعهدی معکوس و معنادار است.

$$\text{Ind Ep}_{j,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{Growth}_{j,t} + \delta_2 \text{leverage}_{j,t} + \delta_3 \text{Beta}_{j,t} + \delta_4 \text{Size}_{j,t} + \delta_5 \text{AQ}_{j,t} + \zeta_{j,t}$$

$$H_0 : \delta_5 \geq 0$$

$$H_1 : \delta_5 < 0$$

همان گونه که ملاحظه می‌شود تمامی متغیرها رابطه معناداری با هزینه سهام عادی تعدیل شده دارند. آماره دوربین واتسون عدم همبستگی در اجزاء باقی مانده الگوی رگرسیونی فوق را تایید می‌کند.

۳-۶- آزمون فرضیات و نتایج حاصله

فرضیه ۱-۱- رابطه هزینه ناخالص بدهی با کیفیت اقلام تعهدی معکوس و معنادار است.

$$\text{Cost Debt}_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Leverage}_{j,t} + \gamma_2 \text{Size}_{j,t} + \gamma_3 \text{ROA}_{j,t} + \gamma_4 \text{Int Cov}_{j,t} + \gamma_5 \delta (\text{NIBE})_{j,t} + \gamma_6 \text{AQ}_{j,t} + \mu_{j,t}$$

$$H_0 : \gamma_6 \geq 0$$

$$H_1 : \gamma_6 < 0$$

همان گونه که ملاحظه می‌شود آماره t محاسباتی و مقادیر سطح اطمینان ۹۵ درصدی در نگاره (۳) حاکی از این است که تمامی متغیرها رابطه معناداری با هزینه ناخالص بدهی دارند. آماره دوربین واتسون عدد 1.61 را نشان می‌دهد از آنجا که این عدد بین (۱.۵، ۲.۵) قرار دارد، عدم همبستگی در اجزاء باقی مانده الگوی رگرسیونی فوق را تایید می‌کند. مقدار ضریب تعیین الگو نشان می‌دهد که مجموعاً 89٪ از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی دار شده در این الگو توضیح داده شود که نشان دهنده قدرت بالای الگو در توضیح رفتار متغیر وابسته است. با توجه به اینکه آماره F، 6746.177 و P\_Value برای آماره F،

که بیانگر وجود رابطه مستقیم (مثبت) بین این متغیر و هزینه سهام عادی تعدیل شده است. به بیان دیگر، با افزایش مقدار انحراف استاندارد مقادیر اخلاص الگوی مک نیکولز (کمتر شدن کیفیت اقلام تعهدی) هزینه سهام عادی تعدیل شده افزایش می یابد. در واقع با افزایش AQ، یعنی کاهش کیفیت اقلام تعهدی فراهم می آید. بنابراین، فرضیه 1-2 تایید می شود.

مقدار ضریب تعیین الگو نشان می دهد که مجموعاً 81٪ از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی دار شده در این الگو توضیح داده شود که نشان دهنده قدرت بالای الگو در توضیح رفتار متغیر وابسته است. با توجه به اینکه آماره F، 4310.769 و P-Value برای آماره F، 0/000 است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان 99٪ تایید می شود. ضریب محاسبه شده برای متغیر کیفیت اقلام تعهدی برابر با 0.018 است

نگاره (3): تعیین ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه ناخالص بدهی

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-0.036	0.003	-11.942	0.0000
اهرم مالی	-0.073	0.0009	-78.983	0.0000
اندازه شرکت	0.008	9.35E-05	93.745	0.0000
بازده دارایی ها	-0.045	0.002	-21.011	0.0000
نسبت پوشش هزینه بهره	-0.0005	1.46E-05	-35.003	0.0000
نوسان پذیری سودآوری	0.076	0.0045	16.656	0.0000
کیفیت اقلام تعهدی	0.253	0.0041	61.835	0.0000
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معنی داری	آماره دوربین - واتسون
0.8909	0.8908	6746.177	0.0000	1.61

نگاره (4): تعیین ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سهام عادی تعدیل شده

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-0.120	0.008	-14.176	0.0000
رشد مالکانه	-0.024	0.0018	-13.553	0.0000
اهرم مالی	-0.101	0.0012	-80.376	0.0000
ریسک سیستماتیک	0.017	0.0004	42.478	0.0000
اندازه شرکت	0.008	0.0003	24.384	0.0000
کیفیت اقلام تعهدی	0.018	0.004	4.242	0.0000
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معنی داری	آماره دوربین - واتسون
0.813	0.812	4310.769	0.0000	2.14

هزینه ناخالص بدهی بیشتر از جزء اختیاری آن است.

**فرضیه ۳-** تاثیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سهام عادی تعدیل شده بیشتر از جزء اختیاری آن است.

$$\text{Ind Ep}_{j,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{Growth}_{j,t} + \delta_2 \text{leverage}_{j,t} + \delta_3 \text{Beta}_{j,t} + \delta_4 \text{Size}_{j,t} + \delta_5 \text{Inn AQ}_{j,t} + \delta_6 \text{Dis AQ}_{j,t} + \zeta_{j,t}$$

$$H_0: \delta_6 \leq \delta_5$$

$$H_1: \delta_6 > \delta_5$$

همان گونه که ملاحظه می شود تمامی متغیرها رابطه معناداری با هزینه سهام عادی تعدیل شده دارند. آماره دوربین واتسون عدم همبستگی در اجزاء باقی مانده الگوی رگرسیونی فوق را تایید می کند. مقدار ضریب تعیین الگو نشان می دهد که مجموعاً 94 درصد از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی دار شده در این الگو توضیح داده شود که نشان دهنده قدرت بالای الگو در توضیح رفتار متغیر وابسته است. با توجه به اینکه آماره  $F$ ، 14239.61 و  $P\_Value$  برای آماره  $F$ ، 0/000 است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان 99٪ تایید می شود. ضریب محاسبه شده برای متغیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی برابر با 0.251 است که بیانگر وجود رابطه مستقیم (مثبت) بین این متغیر و هزینه سهام عادی تعدیل شده است. ضریب محاسبه شده برای متغیر جزء اختیاری کیفیت اقلام تعهدی برابر با -2.083 است که بیانگر وجود رابطه معکوس (منفی) بین این متغیر و هزینه سهام عادی تعدیل شده است. از آنجایی که ضریب جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی کوچکتر از ضریب جزء اختیاری آن است، فرضیه ۳ تایید نمی شود.

**فرضیه ۲-** تاثیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه ناخالص بدهی بیشتر از جزء اختیاری آن است.

$$\text{Cost Debt}_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Leverage}_{j,t} + \gamma_2 \text{Size}_{j,t} + \gamma_3 \text{ROA}_{j,t} + \gamma_4 \text{Int Cov}_{j,t} + \gamma_5 \delta (\text{NIBE})_{j,t} + \gamma_6 \text{Inn AQ}_{j,t} + \gamma_7 \text{Dis AQ}_{j,t} + \mu_{j,t}$$

$$H_0: \gamma_7 \leq \gamma_6$$

$$H_1: \gamma_7 > \gamma_6$$

همان گونه که ملاحظه می شود تمامی متغیرها رابطه معناداری با هزینه ناخالص بدهی دارند. آماره دوربین واتسون عدم همبستگی در اجزاء باقی مانده الگوی رگرسیونی فوق را تایید می کند. مقدار ضریب تعیین الگو نشان می دهد که مجموعاً 73٪ از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی دار شده در این الگو توضیح داده شود که نشان دهنده قدرت بالای الگو در توضیح رفتار متغیر وابسته است. با توجه به اینکه آماره  $F$ ، 1969.876 و  $P\_Value$  برای آماره  $F$ ، 0/000 است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان 99٪ تایید می شود. ضریب محاسبه شده برای متغیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی برابر با 0.766 است که بیانگر وجود رابطه مستقیم (مثبت) بین این متغیر و هزینه ناخالص بدهی است. ضریب محاسبه شده برای متغیر جزء اختیاری کیفیت اقلام تعهدی برابر با 0.140 است که بیانگر وجود رابطه مستقیم (مثبت) بین این متغیر و هزینه ناخالص بدهی است. به بیان دیگر، با افزایش مقدار انحراف استاندارد مقادیر اخلاص الگوی مک نیکولز (کمتر شدن کیفیت اجزای اقلام تعهدی) هزینه ناخالص بدهی افزایش می یابد. از آنجایی که ضریب جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بزرگتر از ضریب جزء اختیاری آن است، فرضیه ۲ تایید می شود، به این معنی که تاثیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بر

نگاره (۵): رابطه اجزای ذاتی و اختیاری کیفیت اقلام تعهدی با هزینه ناخالص بدهی

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-0.073	0.003	-23.768	0.0000
اهرم مالی	-0.045	0.001	-28.059	0.0000
اندازه شرکت	0.008	0.0001	70.346	0.0000
بازده دارایی ها	0.009	0.002	3.558	0.0004
نسبت پوشش هزینه بهره	-0.0005	1.80E-05	-30.553	0.0000
نوسان پذیری سودآوری	0.134	0.003	40.823	0.0000
جزء ذاتی	0.766	0.014	54.461	0.0000
جزء اختیاری	0.140	0.003	36.519	0.0000
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معنی داری	آماره دوربین - واتسون
0.7357	0.7353	1969.876	0.0000	1.56

نگاره (۶): رابطه اجزای ذاتی و اختیاری کیفیت اقلام تعهدی با هزینه سهام عادی تعدیل شده

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-0.051	0.006	-7.509	0.0000
رشد مالکانه	-0.044	0.0011	-39.887	0.0000
اهرم مالی	-0.148	0.0015	-99.066	0.0000
ریسک سیستماتیک	0.015	0.0004	34.595	0.0000
اندازه شرکت	0.010	0.0002	38.454	0.0000
جزء ذاتی	0.251	0.002	84.547	0.0000
جزء اختیاری	-2.083	0.034	-60.148	0.0000
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معنی داری	آماره دوربین - واتسون
0.9452	0.9451	14239.61	0.0000	2.09

نگاره (۷): جمع بندی نتایج کلیه فرضیه ها

فرضیه ۱	فرضیه ۱-۱	رابطه هزینه ناخالص بدهی با کیفیت اقلام تعهدی معکوس و معنادار است.	تایید
	فرضیه ۲-۱	رابطه هزینه سهام عادی تعدیل شده با کیفیت اقلام تعهدی معکوس و معنادار است.	تایید
فرضیه ۲		تأثیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه ناخالص بدهی بیشتر از جزء اختیاری آن است.	تایید
فرضیه ۳		تأثیر جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سهام عادی تعدیل شده بیشتر از جزء اختیاری آن است.	عدم تایید

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

در این تحقیق رابطه کیفیت اقلام تعهدی به عنوان شاخص ریسک اطلاعات در تبیین هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. در فرضیه اول این تحقیق، نقش کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها بررسی شد. نتایج نشان داد که هزینه سرمایه شرکت‌ها تحت تأثیر کیفیت اقلام تعهدی قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر فرض تساوی میانگین هزینه سرمایه رد شد. همان‌طور که انتظار می‌رفت هرچه کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌ها پایین‌تر باشد هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده در آنها افزایش می‌یابد. این موضوع می‌تواند حاکی از عکس‌العمل سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان مالی نسبت به کیفیت اقلام تعهدی باشد. آنها نسبت به کیفیت گزارشگری مالی شناخت نسبی دارند. نتیجه به دست آمده منطبق با نتایج به دست آمده از تحقیقات فرانسیس و همکاران (۲۰۰۳؛ ۲۰۰۴؛ ۲۰۰۵؛ ۲۰۰۸)، اسلوان (۱۹۹۶)، ایکسی (۲۰۰۱)، چان و همکاران (۲۰۰۱)، ایسلی و اوهارا (۲۰۰۲؛ ۲۰۰۴)، اوهارا (۲۰۰۳)، لئوز و ورکچیا (۲۰۰۴)، رحمانی و فلاح نژاد (۱۳۸۹) و نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) می‌باشد. همچنین نتیجه این فرضیه برخلاف یافته‌های کوهن (۲۰۰۸)، گرای و همکاران (۲۰۰۹) و رسائیان و حسینی (۱۳۸۷) می‌باشد. با بررسی فرضیه دوم و سوم ملاحظه می‌شود که اجزای تشکیل دهنده کیفیت اقلام تعهدی اعم از جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی و جزء اختیاری آن، بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت موثرند ولی نمی‌توان پذیرفت که تأثیر

جزء ذاتی کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه بیشتر از جزء اختیاری آن است. در فرضیه دوم، در خصوص هزینه ناخالص بدهی نقش عوامل خارج از کنترل مدیریت بیشتر از عوامل تحت کنترل مدیریت است. زیرا نظام بانکی در ایران دستوری است و تابع خصوصیات فضای رقابتی نمی‌باشد. نتیجه به دست آمده منطبق با نتایج به دست آمده از تحقیقات فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) و گرای و همکاران (۲۰۰۹) می‌باشد. در فرضیه سوم، با توجه به اینکه هزینه سهام عادی تعدیل شده حاصل از مقایسه هزینه سهام عادی هر شرکت از میانه همان صنعت است در واقع نقش ریسک اطلاعاتی (کیفیت اقلام تعهدی) در مقایسه انتظارات سرمایه‌گذاران فعال در عرصه مبادلات سهام شرکت‌های عضو صنعت مشابه را نشان می‌دهد بنابراین، سرمایه‌گذاران در هر صنعت نقش تصمیم‌گیری‌های مدیریت در تغییر سطح انتظارات خود را بیشتر از عوامل خارج از کنترل مدیریت می‌دانند. دلیل این امر می‌تواند این باشد که معمولاً مدیران برای شناسایی اقلام تعهدی از اختیاراتی برخوردارند که این اختیارات ممکن است به جای افشا اطلاعات خاص واحد تجاری، در جهت مدیریت فرصت طلبانه سود به کار رود. همچنین سرمایه‌گذاران درک کاملی از به کارگیری رویه‌های ایجادکننده اجزای اختیاری اقلام تعهدی در سود توسط مدیریت ندارند و بدین ترتیب به صورت‌های مالی اتکا بیش از اندازه دارند. نتیجه به دست آمده مطابق با نتیجه نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) می‌باشد و همچنین برخلاف نتایج تحقیقات فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵؛ ۲۰۰۸)، گرای و همکاران (۲۰۰۹) و رحمانی و فلاح نژاد (۱۳۸۹) می‌باشد. لازم به ذکر است، اقلام تعهدی به خاطر قابلیت دستکاری، ممکن است که کیفیت سود و در

تعهدی توسط مدیران بنگاه های اقتصادی را هنگام اعطای تسهیلات در نظر بگیرند، خصوصا توجه خاصی به بخش ذاتی شود.

(۳) با توجه به نتیجه حاصل از فرضیه سوم مبنی بر «تاثیر جزء ذاتی کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سهام عادی تعدیل شده بیشتر از جزء اختیاری آن است.» که مورد تایید قرار نگرفت پیشنهاد می شود که مدیران برای افزایش توان چانه زنی در برابر تامین کنندگان منابع مالی اقدام به افشاء میزان ریسک گزارشگری از طریق ارقام تعهدی اختیاری نمایند. این اقدام داوطلبانه مزیت گزارشگری و اطلاع رسانی بنگاه های اقتصادی در برابر یکدیگر را نشان می دهد که خود منتهی به کاهش هزینه تامین منابع مالی می گردد.

(۴) در این تحقیق اثر ارقام تعهدی سود حسابداری به عنوان شاخص ریسک اطلاعات در ارتباط با اجزاء هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گرفت، پیشنهاد می شود اثر جزء نقدی سود حسابداری با اجزاء هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گیرد. در تحقیق حاضر، ارقام تعهدی به دو بخش ذاتی و اختیاری تقسیم شد، پیشنهاد می شود ارقام تعهدی را به ارقام تعهدی کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم نمود و تاثیر کیفیت هر یک از آن دو جزء بر اجزاء هزینه سرمایه شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.

#### فهرست منابع

(۱) رسائیان امیر و وحید حسینی (۱۳۸۷). «رابطه کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران». بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص. ۸۲ - ۶۷.

نهایت کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعاتی برای استفاده کنندگان را تحت تاثیر قرار دهند. این موضوع به نوعی نشان دهنده تاثیر کیفیت ارقام تعهدی و اجزای آن در تصمیم گیری افراد است.

محدودیتی که در اجرای تحقیق وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج و قابلیت تعمیم آن باید مدنظر قرار گیرد به شرح زیر می باشد:

- به دلیل وقفه های معاملاتی و شرایط خاص اقتصادی، تعداد شرکت های عضو صنایع در برخی موارد باعث حذف برخی از صنایع گردیده است. در نتیجه در تعمیم نتایج می بایست با احتیاط رفتار نمود. بر اساس مطالعات انجام شده و نتایج حاصل از اجرای این تحقیق، پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می گردد.

(۱) با توجه به نتیجه حاصل از فرضیه اول مبنی بر «رابطه هزینه سرمایه با کیفیت ارقام تعهدی معکوس و معنادار است.» که مورد قبول واقع گردید پیشنهاد می شود که استفاده کنندگان صورت های مالی در مباحث مربوط به ارزش گذاری شرکت ها و ریسک های سرمایه گذاری از جمله ریسک اطلاعاتی، در کنار سایر عوامل موثر، به کیفیت ارقام تعهدی (شاخص ریسک اطلاعات) به عنوان یکی از پیامدهای اقتصادی گزارشگری مالی توجه خاص داشته باشند.

(۲) با توجه به نتیجه حاصل از فرضیه دوم مبنی بر «تاثیر جزء ذاتی کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه ناخالص بدهی بیشتر از جزء اختیاری آن است.» که مورد قبول واقع گردید پیشنهاد می شود که استفاده کنندگان صورت های مالی خصوصا تامین کنندگان منابع مالی، ریسک گزارشگری مالی ناشی از به کارگیری روش های حسابداری

- 13) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., (2004). 'Costs of equity and earnings attributes'. *The Accounting Review* 79, 967-1010.
- 14) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., (2005). 'The market pricing of accruals quality'. *The Journal of Accounting and Economics* 39, 295-327.
- 15) Francis, J., D.J.Nanda and P.Olsson , (2008), 'Voluntary disclosure, earnings quality and cost of capital', *Journal of Accounting Research* 46, 53-99.
- 16) Gray, P., Koh, P., Tong, Y., (2009). 'Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital'. *Journal of Business Finance and Accounting* 36 (1) & (2), 51-72.
- 17) Healy, P.M, & Palepu, K.G. (1993). 'The effect of firms' financial disclosure policies on stock prices'. *Accounting Horizon*, 7 , 1-11.
- 18) Lambert, R.A., C. Leuz and R. Verrecchia , (2007). 'Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital', Working Paper ( University of Pennsylvania and University of Chicago ).
- 19) Leuz, C., Verrecchia, R., (2004). 'Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital'. University of Pennsylvania Working Paper.
- 20) McNichols, M. (2002). 'Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accruals Estimation Errors', *The Accounting Review*, Vol. 77 ( Supplement ), PP. 61-9.
- 21) O'Hara, M., (2003). 'Presidential address: Liquidity and price discovery'. *Journal of Finance* 58, 1335-1354.
- 22) Sloan, R., (1996). 'Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?', *The Accounting Review* 71, 289-315.
- 23) Xie, H., (2001). 'The mispricing of abnormal accruals'. *The Accounting Review* Vol. 76, PP. 357-373.
- 24) Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). 'Positive accounting theory'. Englewood Cliffs, NJ; Prentice-Hall
- ۲) رحمانی علی و فرهاد فلاح نژاد (۱۳۸۹). «تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی». *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۵)، صص. ۳۰ - ۱۷.
- ۳) نیکو مرام هاشم و پیمان امینی (۱۳۹۰). « کیفیت سود و هزینه سرمایه ». *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، شماره دهم، صص. ۲۱۵ - ۱۸۳.
- 4) Ashbaugh, Hollis, Daniel W.Collins & Ryan LaFond, (2004), 'Corporate Governance and the Cost of Equity Capital', [www.ssrn.ir](http://www.ssrn.ir)
- 5) Ball, R., & Brown, P. (1968). 'An empirical evaluation of accounting income numbers'. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- 6) Biddle, G.; G, Seow, and A, Siegel, (1995), 'Relative versus incremental information content', *Contemporary Accounting Research* 12, pp.1-23.
- 7) Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., Lakonishok, J., (2001). 'Accruals quality and stock returns: the evidence from accruals'. National Taiwan University and University of Illinois Working Paper.
- 8) Cohen, D. (2008). 'Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality'. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*. 15- 2- : 69-90.
- 9) Dechow, P., (1994). 'Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals'. *Journal of Accounting and Economics* 18, 3-42.
- 10) Dechow, P., Dichev, I., (2002). 'The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors'. *The Accounting Review* 77 ( Supplement ), 35-59.
- 11) Easley, D., O'Hara, M., (2004). 'Information and the cost of capital'. *Journal of Finance* ( August ).
- 12) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., (2003). 'Cost of capital and earning attributes', Duke university of wisconsin, Working Paper.



یادداشت‌ها

1. Lambert
2. Sloan
3. Xie
4. Chan
5. Easley and O'Hara
6. Francis
7. Leuz and Verrecchia
8. Cohen
9. Gray
10. McNichols
11. Dechow and Dichev

Archive of SID