

بررسی تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران و هزینه حقوق صاحبان سهام

اسماعیل مقدمی جو

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه بین الملل پیام نور عسلویه.

نام نویسنده مسئول:

اسماعیل مقدمی جو

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۵/۰۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۷/۱۰

چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران و هزینه حقوق صاحبان سهام می باشد. پژوهش حاضر از حیث هدف، پژوهشی کاربردی و از منظر گردآوری داده ها، پژوهشی توصیفی، از نوع پیمایشی می باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های فعال پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران به تعداد ۵۴۱ شرکت که از این تعداد بر اساس اعمال محدودیت ها ۱۱۴ به عنوان نمونه انتخاب شدند که برای تجزیه و تحلیل داده ها، از آزمون های توصیفی (میانگین و انحراف معیار متغیرها)، آزمون استنباطی رگرسیون جهت بررسی میزان تاثیرگذاری و پیش بینی کنندگی متغیرها بر یکدیگر و آزمون تحلیل واریانس جهت بررسی تاثیر خطی متغیرها بر یکدیگر استفاده گردید. نتایج نشان داد که بین شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است ولی بین شفاف سازی اطلاعات مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار نیست.

واژگان کلیدی: شفاف سازی اطلاعات مالی، رفتار سرمایه گذاران، هزینه حقوق صاحبان سهام.

مقدمه

مهمترین وظیفه ای که مدیران شرکت ها بر عهده دارند، حداکثر نمودن ثروت سهامداران می باشد. در این خصوص شناخت ابعاد مختلف مسائل مالی و عوامل اثر گذار بر وضعیت و ساختار مالی شرکتها از اهمیت بسزائی برخوردار است. یکی از مهمترین این عوامل هزینه حقوق صاحبان سهام است. هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود است و هر یک از گروه های سرمایه گذار، خواهان میزان بازدهی متناسب با ریسک مربوط به آن است. هرچه بازده مورد انتظار سرمایه گذاران بیشتر باشد شرکت زیر بار هزینه حقوق صاحبان سهام بیشتری می باشد و برای افزایش ثروت سرمایه گذاران خود بایستی بیشتر تلاش کند. مدیران به عنوان مسئول تهیه صورت های مالی با آگاهی کامل از وضعیت مالی واحد و با برخورداری از اطلاعات بیشتر نسبت به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان به طور بالقوه سعی دارند تصویر واحد را مطلوب جلوه دهند. این امر موجب افزایش عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه گذاران می شود. عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه گذاران، موجب افزایش ریسک سرمایه گذاری در شرکت گردیده و باعث می گردد که سرمایه گذاران اقدام به تعدیل بازده مورد انتظار خود (یعنی افزایش آن) نمایند که در نهایت موجب تحمیل هزینه حقوق صاحبان سهام بیشتری به شرکت می گردد. بنابراین با افزایش محافظه کاری و بهبود کیفیت افشاء انتظار می رود عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه های سرمایه گذار کاهش یافته و در نهایت موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت گردد (مقصود، ۱۳۹۰).

دستیابی به رشد بلندمدت اقتصادی، نیازمند تخصیص و تجهیز بهینه منابع در سطح ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان پذیر نیست. کارکرد مناسب بازار سرمایه می تواند کارایی، سرمایه گذاری و رشد را افزایش داده (چیانگ^۱، ۲۰۰۸) هم چنین قداراست از طریق کاهش نگهداری دارایی های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه های فیزیکی حداقل در بلندمدت، رشد اقتصادی را افزایش دهد. به این دلیل هر چه شفافیت اطلاعات که یکی از عوامل مهم در کارایی بازار است بیشتر باشد به همان اندازه این نقش بهتر ایفا خواهد شد (سینایی و داوودی، ۱۳۸۸).

بهره گیری از اطلاعات افشا شده و به عبارتی تصمیم گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان پذیر است که این اطلاعات، به موقع، مربوط، با اهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد. در غیر این صورت، ساز و کار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت گذاری اوراق به شیوه ای مطلوب انجام نخواهد شد و کارایی بازار پایین می آید. رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت گذاری و ارزیابی بازده شرکت ها را تحت تأثیر خود قرار می دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان شناسی انسان ریشه دارد، باعث می شود سرمایه گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعاتی است (سینایی و داوودی، ۱۳۸۸).

گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را در مورد منابع اقتصادی واحد تجاری، حقوق نسبت به منابع مزبور، تصمیم گیری های سرمایه گذاری و اعطای امتیاز، ارزیابی، زمان بندی و ابهام در مورد چشم انداز جریان ورود وجوه نقد به واحد تجاری و ... را در اختیار سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان فعلی و بالقوه و مدیریت و سایرین قرار دهد. حفظ منافع عمومی، مستلزم گزارشگری مالی قابل اتکا، به موقع و سلامت مالی شرکت هاست. این اطلاعات و نحوه واکنش به آنها بر رفتار استفاده کنندگان بخصوص سهام داران بالقوه و بالفعل تأثیر گذاشته باعث افزایش یا کاهش حجم قیمت و حجم مبادلات سهام می شود. زیرا نحوه برخورد سرمایه گذاران با اطلاعات جدید، نوسانات قیمت ها را شکل می دهد (کریمی آذر، ۱۳۹۱). فرانسسیس^۲ و همکاران (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که فقدان شفافیت سود گزارش شده ریسک اطلاعاتی ایجاد می کند. در نتیجه سهامداران خواهان صرف ریسک بالاتری خواهند بود و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی شرکت افزایش می یابد و بالعکس هر چقدر سود گزارش شفاف تر و فاقد ابهام باشد، میزان اطمینان سهام داران افزایش یافته نرخ بازده مورد انتظار سهامداران و به تبع آن هزینه

¹ Chiang

² Francis

سرمایه سهام عادی شرکت کاهش می یابد. با توجه به اهمیت مطالب ذکر شده در بالا، هدف از انجام این پژوهش، بررسی تأثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. دارنده اطلاعات غیر شفاف و نهانی می تواند بازدهی بیش از بازده عادی سهام کسب نماید. بنابراین بین شفافیت اطلاعات، به ویژه سود شرکت ها و کسب بازده غیر عادی رابطه منفی وجود دارد (حقیقت و علوی، ۱۳۹۲). در سال های اخیر سوء استفاده و تقلب در شرکت ها، گزارشگری مالی نادرست و ضعف در مدیریت شرکت ها که عامل مهمی در رسوایی های دهه اخیر بود، به تدریج رواج یافته است (البیوت^۳ و همکاران، ۲۰۱۰). در ایران نیز نبود رابطه منطقی بین سودآوری، قیمت، و بازده سهام شرکت ها و کسب بازده های غیرعادی سهام در مقاطع مختلف نشان دهنده شفافیت ناکافی در گزارشگری مالی شرکت های بورسی است و این امر در پاره ای از زمان ها باعث خروج سرمایه از بورس شده است. هر چند در سال های اخیر در ایران با وضع قوانین و مقررات به خصوص قانون بازار سرمایه در سال ۸۴ و تشکیل نهادهای نظارتی، مانند اداره نظارت بر حسابرسان معتمد و گزارشگری مالی و هیأت نظارت بر نهادهای مالی در سازمان بورس و اوراق بهادار، تلاش های زیادی برای افزایش شفافیت اطلاعات مالی و ناشران مالی صورت گرفته است، با وجود این، هنوز این امر در ابتدای مسیر است (حقیقت و علوی، ۱۳۹۲). به عقیده بارت و همکاران (۲۰۱۳) زمانی که شفافیت سود پایین است، سود نمی تواند به خوبی تغییرات در ارزش شرکت را تبیین کند. در نتیجه سرمایه گذاران در مورد ارزش شرکت با ابهام روبرو می شوند. در این حالت برخی سرمایه گذاران شخصا اقدام به تحصیل اطلاعات در مورد شرکت می کنند. کسب اطلاعات در مورد ارزش شرکت، غیر از آن چیزی که در سود منعکس شده است با هزینه همراه خواهد بود. هنگامی که این هزینه در میان سرمایه گذاران متفاوت باشد، هر یک از آنها به میزان متفاوتی اطلاعات کسب خواهد کرد که این امر منجر به عدم تقارن اطلاعاتی در بین سرمایه گذاران می شود. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه گذاران به دلیل تحمل ریسک اطلاعاتی بالاتر، بازده بیشتری را مطالبه می کنند (قنبری، ۱۳۹۲).

با توجه به مطالب گفته شده، محقق در این پژوهش، سعی در پاسخگویی به این مسأله دارد که آیا شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار می باشد؟

فرضیه های تحقیق

شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر-گذار است.
شفاف سازی اطلاعات مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است.

مبانی نظری تحقیق

مفهوم شفافیت به طور گسترده برای توصیف گزارش های مالی به کار می رود اما این مفهوم فاقد یک تعریف جامع است. مفهوم شفافیت از زمینه ها و حوزه های متفاوتی به درون بحث های گزارشگری مالی وارد شده است. از این رو در نظر گرفتن این زمینه ها و حوزه ها می تواند در درک مفهوم شفافیت گزارشگری مالی مفید واقع شود. پایه نظری این بخش تئوری علامت دهی است که بر پایه این تئوری اطلاعات نامتقارنی بین شرکت و سرمایه گذاران وجود دارد. این اطلاعات نامتقارن نتیجه درک اشتباه سرمایه گذاران از موقعیت عملیاتی واقعی در شرکت است. بر اساس تئوری علامت دهی، نامتقارن بودن اطلاعات بین سرمایه گذاران داخلی و خارجی ممکن است مزیت تجاری غیرمنصفانه برای کارکنان درونی در بازارهای مالی ایجاد کند (چیانگ^۴، ۲۰۰۵). آنونیموس^۵ (۱۹۹۹) شفاف سازی مالی را به مفهوم صراحت، روشنی و قابلیت درک در مورد آن چیزی که در شرکت اتفاق می افتد تعریف کرده است. همچنین وی به نقل از فلورینی (۱۹۹۸) بیان می کند که شفاف سازی

³ Elliott

⁴ Chiang

⁵ Anonymous

مالی، رفتاری است که به وجود آورنده مسئولیت مناسب است. شفاف سازی مالی شرکت به وسیله تلاش هایش در افشای این چنین اطلاعاتی اندازه گیری می شود (ابزری و درخشیده، ۱۳۹۱). یکی از محققین شفاف سازی را بدین صورت تعریف می کند: لغو کردن پوشیدگی و رازداری، و پوشیدگی و رازداری عبارتست از تلاش برای مخفی کردن بعضی از رفتارها و فعالیت ها برای اینکه گروه یا افرادی خاص از این پوشش منتفع شوند.

همچنین ویشواناث و کافمن (۱۹۹۹) عدم شفافیت را به عنوان «ممانعت عمدی از دسترسی به اطلاعات، ارایه نادرست اطلاعات یا ناتوانی بازار در کسب اطمینان از کفایت مربوط بودن و کیفیت اطلاعات ارایه شده» تعریف می کند (سینایی و داودی، ۱۳۸۸).

بروبرگ^۶ و همکاران (۲۰۱۰) مدلی را برای اندازه گیری افشای اطلاعات مالی ارایه کردند. آنها سه معیار را دسترسی، بر وسایل ارتباطی شرکت برای ارایه اطلاعات مالی توجه دارد. این مفهوم از طریق اینترنت، رادیو، تلویزیون، روزنامه و دیگر آگهی های عمومی شرکت قابل آزمایش است. محدودیتی که در اندازه گیری این معیار وجود دارد، عبارتست از فقدان آموزش یا دانش استفاده کنندگان درباره چگونگی استفاده و تحلیل اطلاعات. دومین معیار یعنی مربوط بودن به این دلیل که تعیین و تعریف انتخاب اطلاعات مناسب، دشوار است. سومین معیار مطالعه کیفیت و قابلیت اعتماد است و به این مقوله اشاره دارد که اطلاعات مالی منتشر شده باید موثر، واضح و ساده باشد. همچنین این اطلاعات باید با اصول پذیرفته شده حسابداری نیز مطابقت داشته باشد (ابزری و درخشیده، ۱۳۹۱).

جکسون (۲۰۰۳) مدلی را برای توصیف اثر تصمیمات سرمایه گذاران بر عملکرد شرکت از طریق تمرکز بر دو جنبه قراردادهای بیرونی و درونی ارایه می دهد. قراردادهای بیرونی شامل فعالیت های حمایتی، حفاظتی و قوانینی هستند که شرکت ها را ملزم به افشای اطلاعات می کنند. این قراردادهای بیرونی سرمایه گذاران را قادر می سازد که اطلاعات کاملی برای کمک به ارزیابی فرصت های سرمایه گذاری و توسعه استراتژی های خود در دست داشته باشند. قراردادهای بیرونی فراهم آوردن آموزش برای کسانی است که از اطلاعات مالی شرکت استفاده می کنند. مدل مسئولیت اجتماعی توسط اپستین^۷ (۱۹۸۷) توسعه داده شد. این مدل شامل اصول اخلاقی کسب و کار، مسئولیت اجتماعی و حساسیت اجتماعی شرکت و برای توصیف روابط و تعاملات شرکت با سهام داران داخلی و خارجی طراحی شده است. مدل مسئولیت اجتماعی شرکت نه فقط جنبه-های عملکردی شرکت را بررسی می کنند، بلکه اقدامات شرکت را نیز ارزیابی می کنند (سینایی و داودی، ۱۳۸۸). نظام حاکمیت شرکتی، به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه علمی از قبیل: حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی، اقتصادی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت ها در قبال سایر صاحب نفع های خود می گردد. از جهت دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی باعث اختصاص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد توسعه اقتصادی می گردد.

از یک دید محدود، حاکمیت شرکتی را صرفاً در رابطه سهامداران تعریف می نمایند و در طیفی وسیع تر این مفهوم به صورت شبکه ای از روابط تعریف می گردد و تمام ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، مردم، جامعه و غیره را در بر می گیرد. فریمن^۸ (۱۹۹۴) پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده ای از ذی نفعان مطرح کرده است. هیل و جانز^۹ (۱۹۹۲) از نظریه های موجود درباره این تئوری استفاده کرده و بیان می کنند که شرکت تنها متعلق به سهامداران نیست، بلکه متعلق به همه ذی نفعان است و این ذی نفعان نیز احساس نوعی علاقه و مسئولیت نسبت به شرکت دارند و آنها با شوق و از روی رغبت با اعضا هیات مدیره در جهت بهبود عملکرد شرکت هم سو و سهیم می شوند (سینایی و داودی، ۱۳۸۸). برای توضیح بیشتر درباره این تئوری، کلارکسون^{۱۰} (۱۹۹۴) بیان می کند که شرکت سیستمی از ذی نفعان است که در زیر مجموعه سیستم بزرگ تر از گروه اجتماعی، قوانین لازم وزیرساخت بازار را برای فعالیت های شرکت مهیا می کنند. وی حتی بیان می کند که هدف

⁶ Broberg⁷ Epstein⁸ Freeman⁹ Hill & Jones¹⁰ Clarkson

شرکت ایجاد ثروت و یا ارزش فقط برای سهامداران نیست بلکه هدف ایجاد ارزش برای همه ذی نفعان خود است (کلارکسون، ۱۹۹۴).

عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه گذاران، موجب افزایش ریسک سرمایه گذاری در شرکت گردیده و باعث می گردد که سرمایه گذاران اقدام به تعدیل بازده مورد انتظار خود (یعنی افزایش آن) نمایند که در نهایت موجب تحمیل هزینه حقوق صاحبان سهام بیشتری به شرکت می گردد. بنابراین انتظار می رود با افزایش محافظه کاری و بهبود کیفیت افشاء، عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه های سرمایه گذار کاهش یافته و در نهایت موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت گردد. از این رو، شناخت هزینه حقوق صاحبان سهام هر کدام از گروه های فعال در بازار سرمایه و نیز، شناسایی عوامل تاثیرگذار بر این نرخ ها از اهمیت خاصی برخوردار است (مقصودی، ۱۳۹۰).

هزینه سرمایه، هزینه تامین مالی بلندمدت شرکت است. شرکت ها از طریق بدهی ها و حقوق صاحبان سهام، منابع مالی را تامین می کنند و آنها را در دارائی ها بکار می گیرند. هزینه های که شرکتها بابت تامین مالی از طریق بدهی بلندمدت و حقوق صاحبان سهام متحمل می شوند، هزینه سرمایه گویند. اجزاء تشکیل دهنده ساختار سرمایه شرکتها را می توان به طور خلاصه به سه دسته تقسیم نمود: ۱- کلیه بدهی ها، ۲- سهام ممتاز، ۳- حقوق صاحبان سهام عادی (مقصودی، ۱۳۹۰).

پیشینه تحقیق

رضاییان، مهدی (۱۳۹۷) در مقاله ای با عنوان بررسی تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر بازده سهام و حقوق صاحبان سهام که بر روی ۴۸ شرکت از شرکت های پتروشیمی فعال در بورس انجام داد. بعد از جمع آوری داده های آماری و تجزیه و تحلیل از طریق روش رگرسیون پنلی بدین نتیجه دست یافت که میان شفاف سازی اطلاعات مالی و بازده سهام ارتباط معناداری وجود ندارد اما میان شفاف سازی اطلاعات مالی و حقوق صاحبان سهام ارتباط مستقیمی وجود دارد.

منصوریان (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان بررسی ارتباط میان شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران به این نتیجه رسیدند که میان شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران، نقد شوندگی سهام، نوسانات قیمت سهام و هزینه سرمایه رابطه وجود دارد. همچنین نتایج t تک نمونه نشان داد که میانگین شفاف سازی اطلاعات مالی و بازده سهام، نقد شوندگی سهام، نوسانات قیمت سهام و هزینه سرمایه پایین تر از میانگین متوسط می باشند.

کردستانی و علوی (۱۳۹۵) در تحقیق با عنوان بررسی ارتباط میان شفافیت اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که شفافیت اطلاعات مالی بالاتری دارند هزینه سرمایه عادی کمتری را تجربه می کنند و این مساله بر روی رفتار سرمایه گذاران نیز تاثیر ویژه ای خواهد گذاشت.

رحمانی مهر و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله ای با عنوان بررسی ارتباط میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام به این نتیجه رسیدند که یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت هایی که سود شفاف تری دارند، هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری را تجربه می کنند. همچنین نتایج نشان می دهد که یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و بازده غیر عادی وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت هایی که سود شفاف تری دارند، بازده غیر عادی کمتری را تجربه خواهند کرد.

علوی، محمد (۱۳۹۲) در مقاله ای با عنوان ارتباط میان شفافیت اطلاعات مالی و بازده سهام به این نتیجه رسیدند که ارتباط منفی و معنی داری بین شفافیت اطلاعات مالی حسابداری و بازده غیر عادی سهام با و بدون وجود متغیرهای کنترلی در محیط بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

قنبری و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله ای با عنوان بررسی ارتباط میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام به این نتیجه رسید که رابطه معنادار و معکوسی بین شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد اما بین شفافیت سود و میانگین بازده آتی پرتفوی رابطه معنادار مشاهده نشد. شفافیت سود در این پژوهش به توان تبیین کنندگی رابطه بازده-سود بر می گردد و به عبارت است از همسو بودن سود و تغییرات سود آوری با بازده سهام. هر چه قدر سود گزارش شده شفاف و فاقد ابهام باشد، میزان اطمینان سهامداران افزایش یافته نرخ بازده مورد انتظارشان کاهش می یابد. در مقابل فقدان شفافیت

سود گزارش شده ریسک اطلاعاتی ایجاد می کند، در نتیجه سهامداران خواهان صرف ریسک بالاتری خواهند بود و به تبع آن بازده مورد انتظار ایشان افزایش می یابد.

ابزری و درخشیده (۱۳۹۱) به این نتیجه رسیدند که هر سه بعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی، شفافیت ساختار هیات مدیره و شفافیت ساختار مالکیت بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان تاثیرگذار است و درک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی آنها متفاوت است.

کریمی آذر (۱۳۹۱) به این نتیجه رسید که بین درک سرمایه گذار از ابعاد شفافیت مالی و تصمیم گیری او در بازار سهام و تاثیر آن بر هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد و از بین مولفه های شفافیت اطلاعات مالی، افشای اطلاعات مالی بیشترین اهمیت را دارد، همچنین از بین مولفه های جمعیت شناختی و تجربه تنها مولفه سطح درآمد تاثیر اندکی بر تصمیم گیری سرمایه گذار دارد.

مقصودی (۱۳۹۰) به این نتیجه رسید که اگر کیفیت افشاء در شرکت ها پایین باشد، برای کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می توان محافظه کاری را افزایش داد یا به بیان دیگر توانایی محافظه کاری حسابداری جهت کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام، در شرکت هایی که از کیفیت افشای اطلاعات کمتری برخوردارند، بیشتر است. لازم به ذکر است که در شرکت های با کیفیت افشاء بالا، افزایش محافظه کاری تاثیری بر هزینه حقوق صاحبان سهام ندارند.

اکسا^{۱۱} (۲۰۱۷) در مقاله ای با عنوان بررسی شفافیت اطلاعات و احتمال تقلب و تاثیر آن بر حقوق صاحبان سهام در ۱۲۱ شرکت تولیدی در بورس به این نتیجه رسید که با افزایش شفافیت اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی و احتمال تقلب به حداقل برسد، هزینه سرمایه کاهش یافته ارزش شرکت افزایش می یابد و نتایج پس از تجزیه و تحلیل فرضیهان بیان کننده این نکته بود که میان شفافیت اطلاعات و حقوق صاحبان سهام ارتباط وجود دارد.

دی هالیوال^{۱۲} (۲۰۱۶) رابطه میان افشای داوطلبانه اطلاعات غیر مالی و هزینه حقوق صاحبان سهام را بررسی نمودند. این محققین به منظور بررسی رابطه مذکور از افشای داوطلبانه مسئولیت اجتماعی شرکت به عنوان اطلاعات غیر مالی استفاده نمودند. نتایج این تحقیق نشان داد آن دسته از شرکت هایی که در سال های گذشته از هزینه حقوق صاحبان سهام بالاتری برخوردار بودند تمایل بیشتری برای آغاز افشای داوطلبانه مسئولیت اجتماعی شرکت در سال جاری داشتند. همچنین شرکت هایی که آغاز افشای این مسئولیت نمودند و طبق گزارش های منتشر شده از عملکرد بهتری در این زمینه برخوردار بودند، از یک کاهش متعاقب در هزینه حقوق سهام بهره مند گردیدند. علاوه بر این شرکت های مزبور توانستند توجه سرمایه- گذاران نهادی و تحلیل گران مالی را به خود جلب کنند.

فریزر^{۱۳} (۲۰۱۴) در مقاله ای با عنوان بررسی رابطه میان شفافیت مالی و حقوق سهامداران به این نتیجه رسید که انتظارات سهام داران در بازارهای کارا بیشتر است و در بازارهای با کارایی بالاتر سهام داران به ارایه اطلاعات بیشتر از شرکت توجه بیشتری دارند و با توجه به این اطلاعات تصمیمات و استراتژی سرمایه- گذاری خود را تعیین می کنند. همچنین نتایج نشان داد که ارتباط معناداری میان شفافیت مالی و حقوق سهامداران وجود دارد.

بارث^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۳) شفافیت را بر اساس قدرت تبیین کنندگی رابطه بازده- سود می سنجند. یعنی میزانی که سود و تغییرات آن به طور همزمانی با بازده تغییر می کنند. آنها همچنین بیان می کنند شرکت- های داری سود شفاف تر، آنهایی هستند که سودشان به نحو بهتری تغییرات در ارزش اقتصادی شرکت را منعکس می کنند.

الیوت^{۱۵} و همکاران (۲۰۱۰) به این نتیجه رسیدند که ویژگی های سرمایه گذاران نهادی شرکت می تواند منجر به افزایش شفافیت حسابداری و تحریک انتظارات سرمایه گذاران حرفه ای شود. نتایج آنها نشان داد انتظارات تحلیلگران متأثر از شفافیت

¹¹ Aksu

¹² Dhaliwal

¹³ Fraser

¹⁴ Barth

¹⁵ Elliott

سود حسابداری است. همچنین شفافیت بیشتر صورت های مالی نه تنها انتظار قیمت گذاری نادرست را کاهش می دهد بلکه انتظار قیمت گذاری نادرست را تحریک می کند.

باروف (۲۰۰۹) به منظور محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ^{۱۶} به همراه یک عامل دیگر تحت عنوان عامل روند حرکتی استفاده نمودند. نتایج تحقیق این محققین حاکی از آن است که میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد و شرکت هایی که از سود شفاف تر برخوردار هستند هزینه سرمایه کمتری را تجربه می کنند (به نقل از بولو و رحمانی مهر، ۱۳۹۲).

میو اینو و ترامبتا^{۱۷} (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که بازده واقعی سهام تحت تاثیر نمودارهای تحریف شده قرار نمی گیرد (سازگار با فرضیه بازار کارا). درحالی که تعصب در افشای نموداری یک تاثیر عمده بر هزینه حقوق صاحبان سهام می گذارد اما این تاثیر موقت و زودگذر است. به عبارت دیگر یک رابطه منفی و معنادار میان تعصب در افشای نموداری و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. اما این رابطه از طریق سهام کلی افشا تعدیل می گردد به گونه ای که در سطوح بالای شفافیت، این رابطه مستقیم (مثبت) می گردد. این نتایج دلالت بر این دارد که افشای اطلاعات مالی منجر به بر ملا شدن تحریفات نموداری می گردد.

هسیو^{۱۸} (۲۰۰۶) به این نتیجه رسید که رابطه مثبت و معنی داری در ادراک سرمایه گذاران بورس از ابعاد شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار آنها وجود دارد و از میان ابعاد شفاف سازی، شفافیت ساختار مالکیت بیشترین تاثیر را دارد. همچنین ادراک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی آنها متفاوت است و رابطه بین تجربه سرمایه گذاری در بورس و رفتار آنان رابطه ای مثبت و معنی دار است.

چیانگ^{۱۹} (۲۰۰۵) به این نتیجه رسید که شفاف سازی مالی یک شرکت رابطه مستقیمی با عملکرد اجرای یک شرکت دارد. وی دریافت که حاکمیت شرکتی مناسب با عملکرد آن شرکت رابطه مثبت معناداری دارد. نکته در اینجا است که بهبود سیستم مدیریتی یک شرکت به بهبود عملکرد آن شرکت منتج می شود و افراد ناظر می توانند به اطلاعاتی که توسط مدیران شرکت ارائه شده، اعتماد کنند و در نتیجه تصمیمات سرمایه گذاری مناسبی اتخاذ کنند.

بوتوسان و پلاملی^{۲۰} (۲۰۰۲) به این نتیجه رسیدند که هزینه سرمایه در سطح افشای گزارش سالانه کاهش و در سطح افشای به هنگام افزایش می یابد. یافته های مربوط به افشای به هنگام با تئوری مغایرت دارد. اما با ادعاهای مدیران که افشائیات به هنگام بیشتر ممکن است هزینه سرمایه و نیز فراریت قیمت سهام را افزایش دهد، سازگار است. آنها همچنین دریافتند انباشتگی انواع متفاوت افشا سبب زیان اطلاعاتی می شود (به نقل از قنبری، ۱۳۹۲).

روش تحقیق

این پژوهش از حیث هدف، پژوهشی کاربردی و از منظر گردآوری داده ها، پژوهشی توصیفی، از نوع پیمایشی است. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های فعال پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله از سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ به تعداد ۵۴۱ شرکت بوده است که از این تعداد بر اساس اعمال محدودیت ها ۱۱۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب خواهند شد.

شرکت ها باید دارای ویژگی های زیر باشند:

- برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.
- در طی دوره بررسی توقف فعالیت ها یا تغییر سال مالی نداشته باشد.
- اطلاعات مورد نیاز شرکت ها، در طی دوره مورد بررسی موجود باشد.

¹⁶ Fama and French

¹⁷ Muino and Trombetta

¹⁸ Hsiu

¹⁹ Chiang

²⁰ Botosan and Plumlee

- جزء شرکت های بیمه ای و موسسات مالی و اعتباری نباشد.

نحوه اندازه گیری متغیرهای تحقیق

مدل اندازه گیری این متغیر به صورت زیر می باشد:

$$TFIoBI_{it} = TOS_{it} + DFI_{it} + TBS_{it}$$

که در آن :

$TFIoBI_{it}$: متغیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران برای شرکت i در سال t .

TOS_{it} : شفافیت ساختار مالکیت ۲۱ برای شرکت i در سال t .

DFI_{it} : افشای اطلاعات مالی ۲۲ برای شرکت i در سال t .

TBS_{it} : شفافیت ساختار هیئت مدیره ۲۳ برای شرکت i در سال t . (نویدی و ابزری و دایی کریم زاد، ۱۳۹۱ به نقل از

هیسو ۲۴، ۲۰۰۶)

متغیر وابسته این تحقیق هزینه حقوق صاحبان سهام می باشد. از میان مدل های

موجود برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ^۱ استفاده

گردیده است که به شرح زیر می باشد :

$$ECC_{i,t} = RF_t + \beta_{RMR_{i,t}} * (RM - RF)_t + \beta_{SMB_{i,t}} * SMB_t + \beta_{HML_{i,t}} * HML_t$$

که در آن :

$ECC_{i,t}$: هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت i در سال t

RF_t : نرخ بهره بدون ریسک در سال t

RM_t : بازده بازار در سال t

$\beta_{RMR_{i,t}}$ و $\beta_{SMB_{i,t}}$ و $\beta_{HML_{i,t}}$: ضرایب ریسک شرکت i در سال t

$(RM - RF)_t$: تفاوت بازده بازار و نرخ بهره بدون ریسک (صرف ریسک بازار)

SMB_t : تفاوت بازده پرتفوی کوچک و بزرگ (عامل اندازه)

HML_t : تفاوت بازده پرتفوی ارزشی و رشدی (عامل ارزش دفتری به ارزش بازار)

(بولو و رحمانی مهر، ۱۳۹۲)

اطلاعات مالی به دست آمده، جهت تجزیه و تحلیل فرضیه ها، وارد نرم افزار SPSS نگارش ۲۵ استفاده خواهد شد. این

آزمون ها شامل آزمون توصیفی (میانگین و انحراف معیار متغیرها)، آزمون استنباطی رگرسیون جهت بررسی میزان تاثیر گذاری و پیش بینی کنندگی متغیرها بر یکدیگر و آزمون تحلیل واریانس جهت بررسی تاثیر خطی متغیرها بر یکدیگر می باشد.

21 Transparency of Ownership Structure.(TOS)

22 Disclosure of Financial Information(DFI)

23 Transparency of the Board Structure(TBS)

24 Hsiu

یافته های پژوهش

- فرضیه اول: شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است.
- برای آزمون این فرضیه متغیر وابسته یعنی رفتار سرمایه گذاران همراه متغیر مستقل یعنی متغیر شفاف سازی اطلاعات مالی و متغیرهای کنترلی یعنی شفافیت ساختار مالکیت، افشای اطلاعات مالی و شفافیت ساختار هیئت مدیره در شرکت های مورد بررسی قرار گرفته است.

الگوی برآورد فرضیه اول

متغیرها	ضرایب(بتا)	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
رفتار سرمایه گذاران	۰/۵۶۴	۰/۹۲۹	۰/۷۴۳	۰/۰۰۵
شفافیت ساختار مالکیت	۰/۴۶۴	۰/۰۶۱	۷/۳۸۹	۰/۰۰۰
افشای اطلاعات مالی	۰/۳۶۰	۰/۱۳۸	۲/۸۹۷	۰/۰۰۵
شفافیت ساختار هیئت مدیره	۰/۲۳۳	۰/۱۰۶	۱/۸۸۷	۰/۰۰۶
آماره F : ۵۰/۳۵۱		معناداری آماره F : ۰/۰۰۰۰		
ضریب تعیین: ۰/۵۷۹	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۵۶۷		دوربین- واتسون: ۱/۹۴۳	

همان طور که ملاحظه می شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه H_1 که همان غیرمعنادار بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. ضریب تعیین (R^2) در این مدل برابر با ۰/۵۷۹ است که نشان دهنده این است که ۵۷٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. افزون بر این، عدد مربوط به دوربین- واتسون مدل مناسب و بین ۱/۵ تا ۲/۵ است. با توجه به مقدار معناداری آماره t مربوط به متغیر مستقل نتیجه می گیریم که متغیرها بر یکدیگر تاثیر گذار هستند. بنابراین، فرضیه اول پذیرفته می شود.

- فرضیه دوم: شفاف سازی اطلاعات مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار است.
- برای آزمون این فرضیه متغیر وابسته یعنی هزینه حقوق صاحبان سهام همراه متغیر مستقل یعنی متغیر شفاف سازی اطلاعات مالی و متغیرهای کنترلی یعنی شفافیت ساختار مالکیت، افشای اطلاعات مالی و شفافیت ساختار هیئت مدیره در شرکت های مورد بررسی قرار گرفته است.

الگوی برآورد فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب(بتا)	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
هزینه حقوق صاحبان سهام	۰/۱۳۰	۱۵	۴/۲۳۳	۰/۰۰۰
شفافیت ساختار مالکیت	-۰/۰۷۲	۰/۳۰۷	-۰/۷۵۹	۰/۴۵۰
افشای اطلاعات مالی	-۰/۰۲۳	۰/۶۹۴	-۰/۱۲۱	۰/۹۰۴
شفافیت ساختار هیئت مدیره	۰/۱۶۲	۰/۵۳۵	۰/۸۶۳	۰/۳۹۰
آماره F : ۰/۹۶۷		معناداری آماره F : ۰/۴۱۱		
ضریب تعیین: ۰/۰۲۶	ضریب تعیین تعدیل شده: -۰/۰۰۱		دوربین- واتسون: ۲/۰۲۵	

همان طور که ملاحظه می شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه H_1 که همان غیرمعنادار بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، تایید می شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار

نیست. ضریب تعیین (R^2) در این مدل برابر با ۰/۲۶ است که نشان دهنده این است که ۰/۲٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

افزون بر این، عدد مربوط به دوربین- واتسون مدل مناسب و بین ۱/۵ تا ۲/۵ است. با توجه به مقدار معناداری آماره t مربوط به متغیر مستقل نتیجه می گیریم که متغیرها بر یکدیگر تاثیر گذار نیستند. بنابراین، فرضیه دوم رد می شود.

نتیجه گیری

از مهمترین این عوامل هزینه حقوق صاحبان سهام است. هر شرکتی دارای ریسک و بازده مخصوص به خود است و هر یک از گروه های سرمایه گذار، خواهان میزان بازدهی متناسب با ریسک مربوط به آن است. هرچه بازده مورد انتظار سرمایه گذاران بیشتر باشد شرکت زیر بار هزینه حقوق صاحبان سهام بیشتری می باشد و برای افزایش ثروت سرمایه گذاران خود بایستی بیشتر تلاش کند. مدیران به عنوان مسئول تهیه صورت های مالی با آگاهی کامل از وضعیت مالی واحد و با برخورداری از اطلاعات بیشتر نسبت به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان به طور بالقوه سعی دارند تصویر واحد را مطلوب جلوه دهند. این امر موجب افزایش عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه گذاران می شود. عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه گذاران، موجب افزایش ریسک سرمایه گذاری در شرکت گردیده و باعث می گردد که سرمایه گذاران اقدام به تعدیل بازده مورد انتظار خود (یعنی افزایش آن) نمایند که در نهایت موجب تحمیل هزینه حقوق صاحبان سهام بیشتری به شرکت می گردد. بنابراین با افزایش محافظه کاری و بهبود کیفیت افشاء انتظار می رود عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه های سرمایه گذار کاهش یافته و در نهایت موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت گردد. شفافیت برای اقتصاد ضروری است، زیرا باعث بهبود تخصیص منابع می گردد و به طور مستقیم با کارایی و رشد اقتصادی سر و کار دارد. نقصان اطلاعات شفاف در بازار موجب افزایش هزینه معاملات و شکست بازار خواهد شد. از این رو در بسیاری از شکست های اخیر بازار سرمایه نبود شفافیت به عنوان یکی از عوامل تاثیر گذار قلمداد شده است. یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعات مالی است که تحلیل های نادرست و گمراه کننده را به همراه خواهد داشت. علاوه بر موارد ذکر شده، شفافیت اطلاعات این اطمینان را می دهد که منافع حاصل از ایجاد ثروت در سطح کل بازار و به صورت عادلانه توزیع می شود و ثروت جامعه تنها در اختیار عده اندکی از مشارکت کنندگان قرار نمی گیرد.

گزارشگری مالی باید اطلاعاتی را در مورد منابع اقتصادی واحد تجاری، حقوق نسبت به منابع مزبور، تصمیم گیری های سرمایه گذاری و اعطای امتیاز، ارزیابی، زمان بندی و ابهام در مورد چشم انداز جریان ورود وجوه نقد به واحد تجاری و ... را در اختیار سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان فعلی و بالقوه و مدیریت و سایرین قرار دهد.

حفظ منافع عمومی، مستلزم گزارشگری مالی قابل اتکا، به موقع و سلامت مالی شرکت هاست. این اطلاعات و نحوه واکنش به آنها بر رفتار استفاده کنندگان بخصوص سهام داران بالقوه و بالفعل تاثیر گذاشته باعث افزایش یا کاهش حجم قیمت و حجم مبادلات سهام می شود. زیرا نحوه برخورد سرمایه گذاران با اطلاعات جدید، نوسانات قیمت ها را شکل می دهد.

کارکرد مناسب بازار سرمایه می تواند کارایی، سرمایه گذاری و رشد را افزایش داده، هم چنین قداراست از طریق کاهش نگهداری دارایی های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه های فیزیکی حداقل در بلندمدت، رشد اقتصادی را افزایش دهد. این دلیل هر چه شفافیت اطلاعات که یکی از عوامل مهم در کارایی بازار است بیشتر باشد به همان اندازه این نقش به تر ایفا خواهد شد. فقدان شفافیت سود گزارش شده ریسک اطلاعاتی ایجاد می کند. در نتیجه سهامداران خواهان صرف ریسک بالاتری خواهند بود و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی شرکت افزایش می یابد و بالعکس هر چقدر سود گزارش شفاف تر و فاقد ابهام باشد، میزان اطمینان سهام داران افزایش یافته نرخ بازده مورد انتظار سهامداران و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی شرکت کاهش می یابد. رفتار سرمایه گذاران در بورس، نحوه تصمیم گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت گذاری و ارزیابی بازده شرکت ها را تحت تاثیر خود قرار می دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان شناسی انسان ریشه دارد، باعث می شود سرمایه گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از علل اصلی این ابهامات

رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعاتی است. در دسترس بودن و کیفیت اطلاعات مالی شرکت ها دو عامل کلیدی تاثیر گذار بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران است.

هزینه حقوق صاحبان سهام، بازدهی است که سرمایه گذار از بابت سرمایه گذاری خود در شرکت در نظر می گیرد و تا حد زیادی در تخمین صرف ریسک سرمایه گذاری و ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری به کار می رود و بستگی به عواملی مانند: پایه های اقتصادی، پویایی صنعت و به طور کلی شرایط اقتصاد ملی دارد.

ویژگی های خاص شرکت مانند اندازه شرکت، سن، ریسک پذیری، نقدینگی سهام، اهرم مالی و کیفیت افشا و تعیین کننده هزینه حقوق صاحبان سرمایه می باشد. هزینه حقوق صاحبان سهام یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی می باشد که در تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری نقش اساسی بازی می کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه حقوق صاحبان سهام را حائز اهمیت قرار دهد. زمانی که شفافیت سود پایین است، سود نمی تواند به خوبی تغییرات در ارزش شرکت را تبیین کند. در نتیجه سرمایه گذاران در مورد ارزش شرکت با ابهام روبرو می شوند. در این حالت برخی سرمایه گذاران شخصا اقدام به تحصیل اطلاعات در مورد شرکت می کنند. کسب اطلاعات در مورد ارزش شرکت، غیر از آن چیزی که در سود منعکس شده است با هزینه همراه خواهد بود. هنگامی که این هزینه در میان سرمایه گذاران متفاوت باشد، هر یک از آنها به میزان متفاوتی اطلاعات کسب خواهد کرد که این امر منجر به عدم تقارن اطلاعاتی در بین سرمایه گذاران می شود.

در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه گذاران به دلیل تحمل ریسک اطلاعاتی بالاتر، بازده بیشتری را مطالبه می کنند. مهمترین وظیفه ای که مدیران شرکت ها بر عهده دارند، حداکثر نمودن ثروت سهامداران می باشد. در این خصوص شناخت ابعاد مختلف مسائل مالی و عوامل اثر گذار بر وضعیت و ساختار مالی شرکتها از اهمیت بسزائی برخوردار است. دارنده اطلاعات غیر شفاف و نهانی می تواند بازدهی بیش از بازده عادی سهام کسب نماید. بنابراین بین شفافیت اطلاعات، به ویژه سود شرکت ها و کسب بازده غیر عادی رابطه منفی وجود دارد. دستیابی به رشد بلندمدت اقتصادی، نیازمند تخصیص و تجهیز بهینه منابع در سطح ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان پذیر نیست. بهره گیری از اطلاعات افشا شده و به عبارتی تصمیم گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان پذیر است که این اطلاعات به موقع، مربوط، با اهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد. در غیر این صورت، ساز و کار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت گذاری اوراق به شیوه ای مطلوب انجام نخواهد شد و کارایی بازار پایین می آید. از آنجا که هزینه حقوق صاحبان سهام مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران است و با میزان ریسک پذیرفته شده توسط آنها مرتبط است و همچنین از آنجا که بخش عمده ای از هزینه های غیر عملیاتی تحمیل شده بر شرکت را هزینه های تامین مالی تشکیل می دهند و تبدیل سود عملیاتی به زیان ناشی از فعالیت های مستمر شرکت ناشی از تحمیل این نوع از هزینه ها می باشد، بنابراین بررسی رابطه بین شفاف سازی مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارای اهمیت است.

منابع

- [۱] ابزری، مهدی و درخشیده، حامد. (۱۳۹۱)، تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان، فصلنامه علمی - پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، شاپا(چاپی)، سال هجدهم، شماره ۱.
- [۲] بزرگ اصل، موسی و مهدی رضوی. (۱۳۸۸)، رابطه بین بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و برخی متغیرهای کلان اقتصادی، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۲.
- [۳] بولو، قاسم و رحمانی مهر، مسعود. (۱۳۹۲)، هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود، پژوهش های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸.
- [۴] حقیقت، حمید و علوی، مصطفی. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین شفافیت سود حسابداری و بازده غیرعادی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال پنجم، شماره اول، شماره پیاپی ۱۵.
- [۵] دستگیر، محسن؛ گوگردچیان، احمد و آدمیت، ستاره. (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۶.
- [۶] راعی، رضا و فلاح پور، سعید. (۱۳۸۳)، مالیه رفتاری رویکردی متفاوت در حوزه مالی. مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۸.
- [۷] رحمانی مهر، مسعود. (۱۳۹۰)، هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه قم، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- [۸] سعیدی، علی. (۱۳۸۴)، تبیین و ارائه الگوی عکس العمل رفتاری سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار تهران (عکس العمل بیش از حد و کمتر از حد)، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- [۹] سینیایی، حسنعلی و داوودی، عبدالله. (۱۳۸۸)، بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷.
- [۱۰] شهریاری، سارا. (۱۳۸۵)، بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- [۱۱] قربانی، بهزاد؛ فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و هاشمی، عباس. (۱۳۹۱)، کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیرمتمعارف سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۶، شماره ۱۷.
- [۱۲] کریمی آذر، رحمان. (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، پردیس قم، دانشکده مدیریت، مدیریت بازرگانی گرایش مالی.
- [۱۳] محمدزاده سالطه، حیدر؛ مجتبی شبگو؛ مهدی زکی پور و مهسا محمدزاده. (۱۳۹۳)، بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی با بازده سهام، نقد شونده سهام، نوسانات قیمت سهام و هزینه سرمایه، کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران، موسسه همایشگران مهر اشراق، مرکز همایش های دانشگاه تهران.
- [۱۴] مقصود، اسماعیل. (۱۳۹۰)، تاثیر کیفیت افشاء بر رابطه بین محافظه کاری و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، گروه حسابداری.

- [۱۵] ناظمی، امین؛ ممتازیان، علیرضا و بهپور، سجاد. (۱۳۹۴). بررسی رابطه متقابل بین کیفیت افشای اطلاعات مالی و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان، مجله ی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ی ۷، شماره ی ۲.
- [۱۶] وطن پرست، محمد رضا. (۱۳۸۷). نقش اطلاعات در بازار سرمایه، سایت بورس اوراق بهادار.
- [۱۷] یوسفی، راحله و شهرآبادی، ابوالفضل. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار، مجله مدیریت توسعه و تحول، شماره ۲.
- [۱۸] یوسفی، رضا و شهر آبادی، احمد. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار. مجله مدیریت توسعه و تحول، شماره ۲.
- [19] Abu -Tapanjeh, A. M. (2009). Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principles. *Critical Perspectives on Accounting*, 20(5), 556-567.
- [20] Aksu, M. (2006), "Transparency & Disclosure in the Istanbul Stock Exchange: Did IFRS Adoption and Corporate Governance Principles Make a Difference". *Social Responsibility Journal*, Vol. 4 Iss: 3, Pp: 407 – 421.
- [21] Barry, C. B. & Brown, S. J. (1985). Differential information and security market equilibrium. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(2), 407-422.
- [22] Barth, Mary E. ; Konchitchki, Yaniv; Landsman, Wayne. (2013). Cost of Capital and Earnings Transparency. *Research Paper Series*, Stanford University, Graduate School of Business.
- [23] Barth, Mary E. ; Schipper, Katherine. (2008). Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 23, 173- 190.
- [24] Bencivenga Valeria & Bruce D. Smith (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*.
- [25] Bikhchandani, S., Sharma, S., (2001). Herd Behavior in financial market, *IMF staff papers* 47, No 3.
- [26] Bro berg, P., Tagesson, T., & Collin, S. O. (2010). What explains variation in voluntary disclosure? A study of the annual reports of corporations listed on the Stockholm Exchange. *Journal of Management and Governance*, 14(4), 351 -377.
- [27] Cai, J., Liu, Y., & Qian, Y. (2008). Information asymmetry and corporate governance. Retrieved from <http://ssrn.com/>.
- [28] Chen, C., Huang, A.G., Jha, R., 2010. Idiosyncratic return volatility, economic activity, and managerial discretion. Working Paper, University of Waterloo.
- [29] Chen, S., X. Chen & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499-536.
- [30] Chiang H. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 95-101.
- [31] Chiang, H. (2005). An empirical study of corporate governance and corporate performance. *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 95 -101.
- [32] Diamond, D. W. & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(1), 1325-1359.
- [33] Dye, R. A. & Sridhar, S. S. (1995). Industry-wide disclosure dynamics. *Journal of Accounting Research*, 33(1), 157-174.
- [34] Elliott, W. Brooke, Krische, D. Susan. Peecher, E. Mark, (2010), "Expected Mispricing: The Joint Influence Of Accounting Transparency And Investor Base". *Journal of Accounting Research*, 48: 343-381.
- [35] Eps tein, E. (1987). The corporate social policy process: Beyond business ethics, Corporate social responsibility, and Corporate social responsiveness. *California Management Review*, Barkeley Spring, 29(3), 99- 144.
- [36] Fama, E.F., and K. R. French. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance* 47, Pp: 427-465.

-
- [37] Fama, Eugene F. ; French, Kenneth R. (1993). Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33,3-56.
 - [38] Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39: pp 295–327.
 - [39] Francis, J., R. Lafond, P. Olsson, and K. Schipper (2005). “The Market Pricing Of Accruals Quality.” *Journal of Accounting and Economics* 39,Pp: 295-327.
 - [40] Fraser P. (2004). How do U.S and Japanese Investors Process Information, and How do they from their Expectation of Future? Evidence from Quantitative Survey Based Data. *Journal of Asset Management*,5(2), 77-90.
 - [41] Freeman, E. R. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409 -421.
 - [42] Frutos, Maria Angeles; Manzano, Carolina. (2002). Risk Aversion, Transparency, and Market Performance. *Journal of Finance*, Vol, VII, 959-984.
 - [43] Inchausti, B. J. (1997). The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms. *European Accounting Review*, 6(1), 45-68.
 - [44] Jackson, H. E. (2003). To what extent should individual investors rely on the mechanism of market efficiency: A preliminary investigation of dispersion in investor returns. *Journal of Corporation Law*, 28(4), 671- 689.
 - [45] Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
 - [46] John, K., Senbet, R., & Lemma, W., (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22(9), 371 -403.
 - [47] Kim, K., & Nofsinger, J. (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*,16(1 -2), 1–7.
 - [48] Kothari, S.P., 2000. The role of financial reporting in reducing financial risks in the market. In: Rosengren, Eric, Jordan, John (Eds.), *Building an Infrastructure for Financial Stability*. Federal Reserve Bank of Boston: pp 89–102.
 - [49] Rajgopal, S., M. Venkatachalam, 2011. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics* 51: pp 1–20.
 - [50] Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429 -437.
 - [51] Sarno, L., & Thornton, D. L. (2004). The efficient market hypothesis and identification in structural VARs. *Review-Federal Reserve Bank of St. Louis*, 86(1), 44 -62.
 - [52] Singhavi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129-138.
 - [53] Sri dharan, U. V., Dickes, L., & Caines, W. R. (2002). The social impact of business failure: Enron. *Mid-American Journal of Business*, 17(2), 11 -21.
 - [54] Vishwanath, T., & Kaufmann, D. (2006). Toward transparency: New approaches and their application to financial. *The World Bank Research Observer*, 16(1), 41 -57.
 - [55] Vishwanath T., & Kaufmann D. (2001). Toward Transparency: New Approaches and their Application to Financial. *The World Bank Research Observer*, 16(1), 41-57.
 - [56] Wenland, T. A. (2003). Measuring governmental performance the accountants weigh in. *The Journal of Government Financial Management*, 52(3), 51- 69.
 - [57] Zhang, C. 2010. A Re-examination of the Causes of Time-Varying Stock Return Volatilities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45: pp 663–684.