

## تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعات

عطاالله محمدی<sup>۱</sup>، حامد ربیع بیگی<sup>۲</sup>، رضا فداکار<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد سنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، سنندج، ایران

<sup>۲</sup> دانشجوی دکترا، گروه حسابداری، واحد سنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، سنندج، ایران

<sup>۳</sup> کارشناس ارشد، گروه حسابداری، واحد ایلام، دانشگاه آزاد اسلامی، ایلام، ایران

نام نویسنده مسئول:

حامد ربیع بیگی

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر افشای داوطلبانه بر هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است، روش این پژوهش از نظر رابطه بین متغیرها علی و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی (از طریق استفاده از اطلاعات گذشته) است. نحوه اجرای این پژوهش توصیفی-پیمایشی است منطق اجرای این پژوهش استقرایی و از نظر نوع داده ها، کمی است که در آن برای آزمون فرضیات از اطلاعات تاریخی شرکت ها و روش های آماری استفاده شده است. در این پژوهش از روش داده های تابلویی جهت تخمین مدل استفاده شد. جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ به تعداد ۶۲۵ شرکت تشکیل می دهد که بر اساس حذف سیستماتیک تعداد ۱۲۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. این پژوهش از دو فرضیه تشکیل شده که جهت آزمون این فرضیه ها از داده های تلفیقی در طی دوره ی پژوهش استفاده شده است. تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از نرم افزار ای ویوز انجام گردیده است، نتایج به دست آمده نشان می دهد که افشای داوطلبانه بر هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعات تأثیر معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** افشای داوطلبانه، عدم تقارن اطلاعات، هزینه سرمایه، بورس اوراق بهادار تهران

## مقدمه

تقریباً همه استفاده کنندگان برون سازمانی در تلاش هستند، تا به کمک اطلاعات مالی گزارش شده؛ سود را در چند دوره آتی پیش بینی کنند. بنابراین سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات مالی شرکت ها بازده مورد انتظار خود را برآورد می کنند. در ضمن سرمایه گذاران در مقایسه با سایر شاخص های عملکرد از قبیل سود نقدی، جریان های نقدی اتکای بیشتری بر روی اطلاعات مربوط به سود دارند و از این جهت سود گزارش شده یکی از معیارهای تعیین بازده مورد انتظار سرمایه گذاران است.

با افزایش عدم تقارن اطلاعات، درک موقعیت واقعی سرمایه گذاران بازار، برای مدیران مشکل خواهد بود. بنابراین در موقعیتی که عدم تقارن اطلاعات بالاست، مدیران تخمینی محافظه کارانه از اطلاعات بازار ایجاد خواهند کرد. از این رو عدم تقارن اطلاعات به طور بالقوه می تواند منجر به اشتباهات یا ریسک های بزرگی گردد (حاجیه و مرادیان، ۱۳۹۳). گزارش های حسابداری از جمله ابزارهایی هستند که حاوی اطلاعات مهمی پیرامون شرکت می باشند و شرکت ها می توانند از طریق افشای باکیفیت تر و بهتر، اطلاعات بیشتری به بازار مخابره کرده و عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه را کاهش دهند (مشایخی و آژنگ، ۱۳۹۶).

مدیران شرکت ها برای این که سرمایه گذاران را در مورد چشم اندازهای آتی و اهداف و استراتژی های شرکت آگاه سازند، دست به افشای داوطلبانه اطلاعات می زنند. ارائه ی اطلاعات داوطلبانه مالی و غیرمالی در مورد شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش نقد شوندگی سهام و در نتیجه بهبود وضعیت مالی شرکت می شود. اگرچه استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان دو سازوکار نهادی باعث تعدیل شکاف مطالعاتی بین مدیران و مالکان می شود، اما این شکاف مطالعاتی را به صورت کامل از بین نمی برد (هیلی و پالپو، ۱۹۹۳). از این رو افشای داوطلبانه می تواند به کاهش شکاف مطالعاتی و بهبود اعتبار گزارشگری مالی و نیز درک نقش مطالعات حسابداری در ارزش گذاری شرکت و تأمین مالی آن، کمک کند (کر، ۲۰۰۱).

شرکت ها در تلاش هستند تا از طریق تهیه اطلاعات با کیفیت توان پیش بینی جریان های نقد آتی را افزایش و ریسک اطلاعاتی را کاهش دهند (اردستانی، ۱۳۸۶). از اهداف اولیه گزارشگری مالی، تهیه اطلاعاتی در زمینه عملکرد واحد تجاری است که از طریق اندازه گیری سود و اجزای آن به دست می آید. از علایق خاص ذینفعان صورت های مالی سنجش خالص جریان های نقدی آتی واحد تجاری به منظور برآورد بازده مورد انتظار خود می باشد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵). به منظور افزایش توان پیش بینی جریان های نقد آتی سود افشاء شده باید با کیفیت باشد. انتشار عمومی اطلاعات با کیفیت توسط مدیریت، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت و سایر استفاده کنندگان خواهد شد. بر اساس مطالعات صورت گرفته، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به نوبه خود منجر به کاهش هزینه سرمایه، کاهش ریسک اطلاعاتی، افزایش توان پیش بینی جریان های نقدی، بهبود ارزشیابی شرکت و همچنین افزایش نقد شوندگی سهام می شود (اردستانی، ۱۳۸۶).

## مبانی نظری پژوهش

تعدادی معیار برای عدم تقارن اطلاعات در نظر گرفته شده است که عبارتند از: شکاف میان قیمت خرید و فروش، نوسان قیمت سهام و حجم معاملات (لئوز و ورچیا، ۲۰۰۰). شکاف میان قیمت خرید و فروش مربوط است به تفاوت میان قیمت پیشنهادی فروش و قیمت درخواستی خرید برای اوراق بهادار. اگر عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه وجود نداشته باشد، به این معنی است که همه سرمایه گذاران دارای اطلاعات یکسان هستند و شکاف میان قیمت خرید و فروش برابر صفر است. یک ارتباط مثبت میان عدم تقارن اطلاعات و تفاوت میان قیمت خرید و فروش وجود دارد زیرا در زمانیکه عدم تقارن اطلاعات افزایش می یابد، شکاف میان قیمت خرید و فروش نیز افزایش می یابد. شکاف میان قیمت خرید و فروش به طور وسیعی برای اندازه گیری درجه کارایی بازار مورد استفاده قرار می گیرد. حجم معامله میزان اوراق بهادار را در یک مقطع زمانی مشخص نشان می دهد. اگر عدم تقارن اطلاعات کاهش یابد، تمایل به خرید و فروش اوراق بهادار افزایش می یابد و در نتیجه، حجم معاملات نیز افزایش خواهد یافت؛ به عبارت دیگر، یک رابطه منفی میان این دو معیار وجود دارد. نوسان قیمت سهام به عنوان تغییرات (یا انحراف معیار) بازده از یک اوراق بهادار در یک دوره زمانی مشخص است، عموماً نوسانات نمایش دهنده عدم اطمینان یا ریسک در بازار سرمایه است. اگر عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه پایین و بازار کارا باشد، نوسان قیمت سهام تمایل به کاهش دارد. بازارهای اوراق بهادار به دقت هزینه های نمایندگی و کاهش قیمت سهام را زیر نظر دارند. لافوند و واتز (۲۰۰۸) کاهش قیمت سهام در سهامداران و مدیران این انگیزه را ایجاد می کند که عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی ناشی از آن را کاهش دهند. به همین جهت به گزارشگری محافظه کارانه روی می آورند.

افزایش در عدم تقارن اطلاعات می تواند موجب گردد که نوسانات قیمت سهام افزایش یابد، زیرا انتخاب معکوس میان معامله گران سخت تر خواهد شد. در میان سه معیار مذکور، شکاف میان قیمت خرید و فروش یک معیار رایج و مناسب برای عدم تقارن اطلاعات به شمار می آید

(لئوز و ورچیا، ۲۰۰۰). حجم معاملات و نوسانات قیمت به عدم تقارن اطلاعات بسیار مرتبط هستند، ولی بسیاری از عوامل دیگر که فراتر از عدم تقارن اطلاعات هستند بر روی آن ها اثر می گذارند. کلارک و شاستری به طور تجربی متغیرهای متفاوتی که در محاسبه عدم تقارن اطلاعات بکار می روند را مورد مقایسه قرار دادند و دریافتند که معیارهایی که بر پایه زیرساخت بازار قرار دارند (نظیر شکاف میان قیمت خرید و فروش) نسبت به سایر معیارها نظیر معیارهای پیش بینی تحلیلگران و معیارهای تنظیم فرصت های سرمایه گذاری از اولویت برخوردارند. ایتکن و فرینو (۱۹۹۶) و استول (۱۹۸۹) توصیه کردند که شکاف میان قیمت خرید و فروش به عنوان معیار اندازه گیری عدم تقارن اطلاعات بکار رود. شکاف میان قیمت خرید و فروش در هر دو نوع بازار پیشنهاد محور و دستور محور نظیر بورس اوراق بهادار توکیو، بورس پاریس و بورس اوراق بهادار کره کاربرد دارد. انواع مختلفی از شکاف قیمتی برای عدم تقارن اطلاعات وجود دارند نظیر شکاف قیمتی اثربخش، شکاف قیمتی پیشنهادی و عنصر انتخابی معکوس شکاف قیمتی که در پژوهش های پیشین مورد استفاده قرار گرفته اند. شکاف های قیمتی به سختی بوسیله هزینه موجودی کالا، هزینه پردازش دستور و عنصر انتخابی معکوس تجزیه می شوند. شکاف قیمتی اثربخش معیار بهتری برای عدم تقارن است زیرا اکثر معاملات میان قیمت های پیشنهادی فروش و قیمت های درخواستی خرید رخ می دهند (هفلین و همکاران، ۲۰۰۰).

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی بیان می دارد که هر چه ابهام قبلی در خصوص ارزش واقعی شرکت بیشتر باشد، میانگین عرضه زیرقیمت سهام جدید بیشتر می گردد. مشهورترین مدل های مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی توسط بارون و راک مطرح گردیده است. در مدل بارون بین انتشار دهندگان سهام و موسسات تأمین سرمایه آن ها عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد در حالیکه در مدل راک بین سرمایه گذاران مطلع و نامطلع عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد (دموری، ۱۳۸۱).

### پیشینه پژوهش

ماتوسی و همکاران (۲۰۰۴) با بررسی یک نمونه مشتمل بر ۴۰ شرکت از بازار سهام تونس طی سال ۲۰۰۱ به این نتیجه رسیدند که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (نقدشوندگی) و میزان افشاء یک رابطه منفی معنادار وجود دارد.

پترسن و پلنبرگ (۲۰۰۶) به بررسی تأثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های صنعتی بورس کپنهاگ پرداختند. تجزیه و تحلیل و نتایج گزارش شده در این پژوهش بر مبنای یک صنعت برای دوره ی ۴ ساله از سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۰ بود که شامل ۳۶ شرکت صنعتی بازار بورس دانمارک می شد. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که بین افشای داوطلبانه و معیارهای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد. همچنین، در این پژوهش نشان داده شد که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نسبت گردش، معیارهای اندازه گیری مناسبی برای عدم تقارن اطلاعاتی هستند.

آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه پرداختند. دوره ی زمانی این تحقیق از سال ۱۹۷۶ تا ۲۰۰۵ بود و دارای ۱۷۹۲ شرکت در نمونه خود بود. نتایج این پژوهش نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی با هزینه سرمایه، زمانیکه بازار ناقص است، رابطه مثبت معناداری دارد ولی در بازارهای رقابتی چنین رابطه ای مشاهده نمی شود.

مارتین و کلارکسون (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر محافظه کاری و افشای اطلاعات بر هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند، آن ها تعداد ۱۷۸۲ شرکت را در بازه زمانی ۱۰ ساله طی سال های ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۴ را بررسی نمودند، نتایج پژوهش آن ها بیانگر تأثیر محافظه کاری و افشای اطلاعات بر هزینه حقوق صاحبان سهام بود.

شورف و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعات پرداختند، آن ها تعداد ۸۳۹ شرکت در بازه زمانی شش ساله طی سال های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۸ که اطلاعات آن از کمیسیون بورس و اوراق بهادار جمع آوری شده بود را مورد بررسی قرار دادند، نتایج بررسی آن ها نشان داد که افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعات تأثیر معنی داری دارد، به بیان دیگر رابطه معکوس میان افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعات وجود دارد.

توکابری و فائوزی (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر افشای اطلاعات زیست محیطی شرکت ها بر هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند، آن ها شرکت های فعال در کشور تونس در بازه زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ را مورد بررسی قرار دادند؛ نتایج پژوهش آن ها نشان داد که سطح مناسب افشای اطلاعات زیست محیطی شرکت ها می تواند در بلند مدت منجر به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شود.

شنفیلد (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر میزان نقدشوندگی سهام پرداخت، در این پژوهش از شاخص اس اند پی ۵۰۰ به عنوان یک پدیده مهم اقتصادی برای بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر میزان نقدشوندگی سهام استفاده شده است؛ آن ها

۴۳۳ شرکت در بازه زمانی ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۰ را مورد بررسی قرار دادند، آن ها دریافتند که افشای داوطلبانه اطلاعات با نقدشوندگی سهام در ارتباط است؛ به بیان دیگر افزایش افشای داوطلبانه اطلاعات باعث افزایش میزان نقدشوندگی سهام می گردد.

سلیمانی فرد و همکاران (۱۳۹۱) پژوهشی تحت عنوان بررسی ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند، این تحقیق به بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود می پردازد. برای سنجش کیفیت سود از دو مدل دچو و دی چو (۲۰۰۲) و مدل اسلوان (۱۹۹۶) و برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی در فرضیه اول از معیار درصد شکاف قیمتی مؤثر و در فرضیه دوم از معیار درصد اثر قیمت استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل فرضیه ها از آزمون های آماری آنالیز واریانس و رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است. جامعه مورد بررسی در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری شامل ۵۹ شرکت می باشد و داده های سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ تجزیه و تحلیل شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین میزان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی، ارتباط معناداری به این صورت وجود دارد که کاهش کیفیت سود منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می گردد. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی در دوره قبل از اعلان سود نسبت به دوره پس از اعلان سود بیشتر است.

ایمنی (۱۳۹۲) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد، انگیزه اصلی انجام این مطالعه، تعیین این موضوع است که آیا بین عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معنی داری وجود دارد یا خیر. از این رو تعداد ۱۰۶ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفتند. به منظور آزمون فرضیه ها از تکنیک های آماری رگرسیون ساده و رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شد. آزمون معنی دار بودن الگوها با استفاده از آماره های F و T صورت گرفت. نتایج این پژوهش نشان می دهد فرضیه اصلی این تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنی دار بین عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود با هزینه سرمایه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود، اگر چه با وارد کردن متغیرهای کنترلی در مدل، این فرضیه پذیرفته می شود. همچنین بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی به عنوان فرضیه فرعی اول، رابطه ای مثبت و بین کیفیت سود و هزینه سرمایه سهام عادی به عنوان فرضیه فرعی دوم، رابطه ای منفی وجود دارد که هیچ کدام از رابطه ها معنی دار نیستند و به این ترتیب فرضیه فرعی اول و دوم نیز رد می شود که آن ها نیز با وارد کردن متغیرهای کنترلی پذیرفته می شوند.

پورزمانی و منصوری (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان تأثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آن ها بر هزینه سرمایه سهام عادی انجام دادند، هدف از این مطالعه بررسی تأثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی می باشد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعیین شده است. نمونه آماری تحقیق نیز که بر اساس روش غربالگری بدست آمده شامل ۸۷ شرکت می باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق با استفاده از روش داده های پانل حاکی از این است که کیفیت افشاء و محافظه کاری اثر معکوسی بر هزینه سرمایه سهام عادی دارد بطوری که با افزایش میزان کیفیت افشاء و یا محافظه کاری از هزینه سرمایه سهام عادی شرکت ها کاسته می شود. همچنین در بررسی اثر متقابل محافظه کاری و کیفیت افشاء بر هزینه سرمایه سهام عادی یافته های تحقیق مؤید این است که با افزایش کیفیت افشاء از میزان تأثیر محافظه کاری بر هزینه سرمایه سهام عادی کاسته می شود. نتایج این تحقیق از منظر تئوری قراردادی محافظه کاری و تئوری عدم تقارن اطلاعاتی قابل تبیین می باشد.

موحدی (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره و مدیریت سود با کیفیت افشای اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. نتایج حاکی از آن است که امروزه کمتر کسی می تواند اهمیت شفافیت گزارشگری مالی را نادیده بگیرد، زیرا سهامداران و اعتبار دهندگان تصمیمات با اهمیت سرمایه گذاری خود را بر اساس اطلاعات مالی شرکت ها می گیرند. افشای مناسب همراه با شفافیت گزارشگری مالی می تواند شرایط مطمئنی را ایجاد کرده و اعتماد سرمایه گذاران را افزایش دهد. در این تحقیق فرض گردیده که رعایت الزامات افشای اطلاعات توسط مدیران شرکت ها منجر به بهبود کیفیت افشای شرکتی می گردد و این امر به نوبه خود می تواند کاهش مدیریت سود فرصت طلبانه توسط مدیران را به دنبال داشته باشد. برای اندازه گیری کیفیت افشای شرکتی از امتیازبندی انجام شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و برای اندازه گیری مدیریت سود از اقلام تعهدی اختیاری که با استفاده از مدل تعدیل شده جونز محاسبه شده استفاده گردیده است. در این تحقیق از سه ویژگی اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل به عنوان مکانیزم های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود با کیفیت افشای اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. آزمون فرضیه ها با استفاده از روش آماری داده های تلفیقی و برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ با استفاده از اطلاعات ۱۴۰ شرکت منتخب به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک انجام شده است، نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از آن است که این مکانیزم ها با کیفیت افشاء دارای رابطه مثبت و معناداری هستند. در واقع در شرکت هایی که تعداد اعضای هیئت مدیره بخصوص اعضای مستقل زیاد باشد به دلیل نظارت قوی و هزینه های نمایندگی

کمتر، اطلاعات بیشتری افشاء می شود همچنین اگر دو شخص مستقل همزمان مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره باشند، به دلیل کاهش قدرت اختیار و کاهش قدرت نفوذ؛ اطلاعات بیشتری در اختیار استفاده کنندگان قرار خواهد گرفت. همچنین نتایج حاکی از آن بود که آن دسته از شرکت ها که الزامات افشای اطلاعات را رعایت می کنند کمتر مبادرت به مدیریت سود می نمایند. به عبارت دیگر در شرکت هایی که از کیفیت افشای بالاتری برخوردارند، مدیریت سود به میزان کمتری مشاهده می شود. مدیریت سود کمتر منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود. به عبارت دیگر، شرکت هایی که اطلاعات خود را به موقع افشاء می نمایند در مقایسه با شرکت هایی که اطلاعات خود را نسبت به مهلت های قانونی با تأخیر افشاء می نمایند، کمتر به مدیریت سود مبادرت نموده اند.

نگین تاجی و هاشمی گل سفیدی (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) را انجام دادند، این پژوهش به دنبال بررسی تأثیرات شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، اطلاعات مالی ۱۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفته است (۶۴۸ شرکت - سال). روش گردآوری داده ها به صورت اسنادی و روش تجزیه و تحلیل اقتصادسنجی است. برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده پژوهش، از نرم افزارهای spss، Eviews و Minitab 16 استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که شفافیت سود تأثیری منفی و معنی دار بر هزینه سرمایه دارد، به طوری که با یک واحد افزایش شفافیت سود، هزینه سرمایه شرکت ها نیز به میزان ۰/۴۰۶۸ واحد کاهش می یابد. همچنین نتایج نشان می دهد که شفافیت سود تأثیری معنادار و مثبت بر بازده اضافی شرکت ها دارد، به طوری که با افزایش ۱ واحد شفافیت سود، بازده اضافی شرکت ها نیز به میزان ۰/۵۹۳۰ واحد افزایش می یابد.

خزرجک (۱۳۹۵) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر ارائه مجدد صورت های مالی بر رابطه بین قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعات را انجام داد، این پژوهش به بررسی تأثیر تجدید ارائه صورت های مالی بر رابطه بین قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعاتی می پردازد. که این بررسی را در سه بازه زمانی قبل، حین و بعد از اعلان ارائه مجدد صورت های مالی انجام می دهد. بدین منظور سه فرضیه تدوین و داده های مربوط به ۹۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزارهای اکسل و ای ویوز، استفاده شده است. روش پژوهش حاضر با توجه به هدف، کاربردی است. برای آزمون فرضیه ها از تکنیک رگرسیون چند متغیره با استفاده از روش مقطعی مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج و تجزیه و تحلیل آماری نشان داد که در دوره اعلان تجدید ارائه صورت های مالی و در دوره بعد از آن، بین قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعات رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

خوبکار (۱۳۹۵) پژوهشی تحت عنوان بررسی نقش تعدیل کنندگی اندازه شرکت ها بر رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه سهام را انجام دادند، هدف این تحقیق، بررسی نقش تعدیل کنندگی اندازه شرکت ها بر رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه سهام می باشد. متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق، متغیر وابسته، هزینه سرمایه؛ متغیر مستقل، افشای داوطلبانه و متغیر تعدیل کننده، اندازه شرکت می باشد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی و از بعد روش شناسی از نوع تحقیق های توصیفی-همبستگی است. بدین منظور داده های مورد نیاز از ۷۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ جمع آوری گردیده است. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه ها با استفاده از داده های تابلویی (پانل دیتا)، رگرسیون چند متغیره می باشد. نتایج تحقیق نشان داد که بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### فرضیه های پژوهش

با بررسی ادبیات و پیشینه پژوهش فرضیه های زیر تدوین شد:

فرضیه اول: افشای داوطلبانه بر هزینه سرمایه تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعات تأثیرگذار است.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است، روش این پژوهش از نظر رابطه بین متغیرها علی و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی (از طریق استفاده از اطلاعات گذشته) است. نحوه اجرای این پژوهش توصیفی-پیمایشی است، منطق اجرای این پژوهش استقرایی و از نظر نوع داده ها، کمی می باشد.

اطلاعات مورد نیاز این پژوهش به روش کتابخانه ای و از صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار گزارش های سالانه و سالنامه های بورس اوراق بهادار تهران، لوح های فشرده شامل اطلاعات بانک های پذیرفته شده در بورس برای سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ و سایت های اطلاع رسانی بورس استخراج شده است. مباحث نظری پژوهش از طریق مطالعه پایان نامه ها، نشریات، کتب و مقالات داخلی و خارجی موجود در کتابخانه ها و استفاده از اینترنت گردآوری شده است.

برای انجام پژوهش از آزمون های آماری آزمون های همبستگی و رگرسیون و در صورت لزوم از آزمون های تفاوت معنی دار بودن استفاده می گردد، بدین صورت که نمونه آماری مورد آزمون قرار می گیرد؛ سپس مشخصات جامعه آماری از طریق نمونه آماری استنباط می شود.

بر همین اساس در این پژوهش نیز سال های مالی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفت. به علت گستردگی حجم نمونه آماری و وجود برخی ناهمبستگی های میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده است. از این رو نمونه آماری به روش زیر انتخاب شد. شرایط لحاظ شده عبارت اند از:

- دوره زمانی ۵ سال و بین سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ می باشد.
  - به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
  - در تمامی دوره ی پژوهش جزء شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشند.
  - عضو شرکت های واسطه گری مالی، هلدینگ ها (شرکت های مادر) و بانک ها نباشند.
  - وقفه سه ماهه نداشته باشند.
- با توجه به محدودیت های فوق، تعداد شرکت هایی که به منظور انجام این پژوهش از جامعه آماری مربوطه گرفته شده است ۷۲ شرکت می باشد. متغیرها و مدل های مورد استفاده

### متغیر مستقل (افشای داوطلبانه اطلاعات)

جهت محاسبه سطح افشاء از شاخص بکار گرفته شده توسط جنسن، استفاده گردید. نحوه اندازه گیری سطح افشاء هر شرکت به صورت زیر می باشد:

$$DSCOR_{i,t} = \frac{DIS_{i,t}}{DIS_B}$$

که در آن:

$DSCOR_{i,t}$  سطح افشای اجباری اطلاعات

$DIS_{i,t}$  مجموع امتیازات افشای اجباری اطلاعات

$DIS_B$  مجموع امتیازات در شاخص جنسن (افشاء کامل) - ۶۲ امتیاز

بدین ترتیب سطح افشای اجباری اطلاعات در هر شرکت برابر است با نسبت امتیاز موارد افشاء شده از (موارد افشاء در مدل جنسن) توسط

آن شرکت به امتیاز کل موارد افشاء بر اساس مدل جنسن بوده که عددی بین صفر و یک می باشد.

### متغیر وابسته (هزینه سرمایه)

در این تحقیق هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام معادل هزینه تأمین مالی از طریق سهام عادی است که بر اساس مدل (D-CAPM)

مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای تعدیلی محاسبه می شود (هینسون و اوتکا، ۲۰۱۵).

مدل (۱): CAPM

$$K_j = R_f + \beta(K_m - R_f)$$

مدل (۲): D-CAPM

$$K_j = R_f + \beta^D(K_m - R_f)$$

$K_j$ : نرخ بازده مورد انتظار

$R_f$ : نرخ بازده بدون ریسک

$\beta$  (ضریب بتا): نرخ بازده بر پایه شاخص بازار در شرایط متقارن بازار

$\beta^D$  (ضریب بتا تعدیلی): نرخ بازده بر پایه شاخص بازار در شرایط نامتقارن بازار

$K_m$ : صرف یا فزونی بازده بازار در مقابل نرخ بازده بدون ریسک

متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعات)

به منظور محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از مدل ارائه شده توسط وینکناش و چیانگ (۱۹۸۶) استفاده شده است. با استفاده از این مدل

می توان دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تعیین نمود. این مدل به شرح زیر است:

$$SPREAD = \frac{1}{D} \sum \frac{AP-BP}{\frac{AP+BP}{I}} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در آن:

$SPREAD$ : دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

$D$ : تعداد روزهای معاملاتی در طول سال

$AP$  (PRICE ASK): میانگین بهترین قیمت پیشنهادی روزانه فروش سهام شرکت  $i$  در دوره مورد بررسی

$BP$  (PRICE BID): میانگین بهترین قیمت پیشنهادی روزانه خرید سهام شرکت  $i$  در دوره مورد بررسی

به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های زیر استفاده شده است:

$$K_{i,t} = \alpha_0 + \beta_2 DSCORE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

$$SPREAD_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 DSCORE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۵)}$$

که در آن:

$SPREAD$ : دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

$DSCORE_{i,t}$ : سطح افشای اجباری اطلاعات

## یافته های پژوهش

### آمار توصیفی

در این بخش، آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش ارائه خواهد گردید. نگاره (۱) خلاصه آمار توصیفی مربوط به متغیرها را

نشان می دهد.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| نوع متغیر | متغیرها                 | نماد   | میانگین | انحراف معیار |
|-----------|-------------------------|--------|---------|--------------|
| وابسته    | عدم تقارن اطلاعات       | DSCOR  | ۰/۶۴۷   | ۰/۸۵۷        |
| وابسته    | هزینه سرمایه            | K      | ۰/۹۱۷   | ۱/۳۹۵۷       |
| مستقل     | افشای داوطلبانه اطلاعات | SPREAD | ۰/۷۲۴   | ۰/۶۸۷        |

### آمار استنباطی

نتایج آزمون چاو در نگاره ی شماره (۲) نشان داده شده است. نتایج مذکور برای مدل ارائه شده در این پژوهش نشان دهنده آن است که هر

دو آماره  $F$  و  $\chi^2$  در سطح معنی داری ۵٪ معنادار می باشند. لذا فرضیه صفر مبنی بر لزوم استفاده از مدل تلفیق شده پذیرفته نمی شود و

می بایست مدل ها بر اساس روش پانل دیتا تخمین زده شوند.

## نگاره (۲): نتایج آزمون چاو (آزمون F مقید) برای مدل پژوهش

| آماره  | مقدار آماره | Prob  |
|--------|-------------|-------|
| F مقید | ۴/۲۴۹       | ۰/۰۰۰ |
| خی دو  | ۲/۳۴۵       | ۰/۰۰۰ |

پس از آن که مدل مناسب برای تخمین، پانل تشخیص داده شد؛ لازم است تا از میان روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، روش مناسب برای آزمون فرضیه ها مشخص شود. برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می گردد که نتایج آن برای مدل پژوهش به شرح نگاره ی (۳) می باشد.

از آزمون هاسمن برای مشخص شدن اثر ثابت و تصادفی استفاده می شود. فرضیه صفر در آزمون هاسمن به این معنی است که هیچ ارتباطی بین جزء اخلاص مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای توضیحی وجود ندارد و آن ها مستقل از یکدیگر هستند. به عبارت دیگر در صورتی که فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل پذیرفته شود سازگاری روش اثرات ثابت و ناسازگاری روش اثرات تصادفی را تأیید می کنیم و باید از روش اثرات ثابت استفاده کنیم.

نتایج آزمون هاسمن در نگاره ی (۳) نشان داده شده است، نتایج مذکور نشان دهنده آن است که آماره خی دو در سطح معنی داری ۵٪ معنادار می باشد؛ لذا فرضیه صفر مبنی بر لزوم استفاده از اثرات تصادفی پذیرفته نمی شود و می بایست مدل بر اساس روش اثرات ثابت تخمین زده شود.

## نگاره (۳): نتایج آزمون هاسمن مدل

| آماره | مقدار آماره | Prob  |
|-------|-------------|-------|
| هاسمن | ۵/۴۲۹       | ۰/۰۰۰ |

## نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

## آزمون فرضیه اول

## نگاره (۴): نتایج آزمون رگرسیون به روش اثرات ثابت مدل ۱

| متغیر        | ضریب تعیین | انحراف معیار               | T محاسبه شده | سطح معناداری |
|--------------|------------|----------------------------|--------------|--------------|
| هزینه سرمایه | ۴/۴۲۲۱     | ۱/۲۴۵                      | ۳/۶۲۲۷       | ۰/۰۰۰        |
| C            | -۲/۴۵۱     | ۰/۵۴۸۷                     | ۱/۲۱۹۱       | ۰/۳۳۴        |
| ضریب R       | ۰/۳۳۶۸     | سطح معناداری (F-statistic) |              | ۰/۰۰۰        |
| جذر R        | ۰/۲۶۴      | آزمون دوربین واتسون        |              | ۲/۴۱۵        |
| آماره F      | ۲/۹۹۲      |                            |              |              |

با توجه به نتایج ارائه شده در نگاره ی (۴) می توان بیان داشت که براساس ضریب برآورد شده برای این متغیر که برابر است با ۴/۴۲۲۱ رابطه مثبت میان افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه وجود دارد و از طرفی دقت در سطح معنی داری این متغیر ملاحظه می شود که از آنجا که Prob محاسبه شده برابر با ۰/۰۰۰ می باشد لذا رابطه معنی دار میان این دو متغیر مشاهده شده است. بر این اساس فرضیه اول این پژوهش مبنی بر رابطه معنی دار میان افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه تأیید می شود به عبارتی دیگر  $H_0$  رد می شود.

## آزمون فرضیه دوم

نگاره (۵): نتایج آزمون رگرسیون به روش اثرات ثابت مدل ۲

| متغیر             | ضرب تعیین | انحراف معیار               | T محاسبه شده | سطح معناداری |
|-------------------|-----------|----------------------------|--------------|--------------|
| عدم تقارن اطلاعات | -۴/۴۳۶    | ۰/۴۵۷۳                     | ۳/۳۴۶        | ۰/۰۰۰        |
| C                 | -۱/۵۸۷۳   | ۱/۵۳۶                      | -۳/۴۵۷۸      | ۰/۳۲۵۷       |
| ضرب R             | ۰/۴۳۶     | سطح معناداری (F-statistic) |              | ۰/۰۰۰        |
| جذر R             | ۰/۲۳۵     | آزمون دوربین واتسون        |              | ۱/۹۵۷۴       |
| آماره F           | ۳/۶۸۳۳    |                            |              |              |

با توجه به نتایج ارائه شده در نگاره (۵) می توان بیان داشت که Prob محاسبه شده برای متغیر افشای داوطلبانه برابر با ۰/۰۰۰ می باشد، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی داری میان این دو متغیر برقرار می باشد و از طرفی دقت در ضریب برآورد شده برای آن که برابر با -۴/۴۳۶ می باشد، حکایت از رابطه معکوس این دو متغیر است. بنابراین نتایج فرضیه دوم پژوهش مبنی بر رابطه معنی دار میان افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعات تأیید شده است به عبارتی دیگر  $H_0$  رد می شود.

## نتیجه گیری و پیشنهادات

اساسی ترین و مهم ترین بخش در فرآیند هر تحقیق، نتیجه گیری و ارائه پیشنهادها می باشد که از اهمیت بسزایی برخوردار است. زیرا می تواند مبنایی برای رفع مشکل های موجود یا بهبود وضعیت موجود به سوی وضعیت مطلوب باشد. البته دستیابی به نتایج بهینه تنها از طریق دسترسی به اطلاعات و محاسبات درست صورت می گیرد. کسانی که در حوزه مالی فعالیت می کنند نیازمند اطلاعات مالی هستند. این افراد ممکن است در مورد اطلاعات مالی گزارش شده قضاوت کنند یا بر مبنای آن تصمیم گیری نمایند. اطلاعات مالی توسط گروه های مختلف استفاده کننده و برای مقاصد گوناگون به کار می روند. در پژوهش حاضر با بهره گیری از یافته های پژوهش، ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه ها، نتیجه گیری و پیشنهادات پژوهش ارائه می شود؛ که امید می رود این پیشنهادها ضمن اینکه برای استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری مفید واقع می گردد، راه گشای پژوهش های آتی باشد که در این زمینه انجام خواهد پذیرفت.

موضوع بازارهای نامتقارن، مسئله ای بسیار مهم است که با گسترده شدن کالاها و خدمات و از طرف دیگر پیچیده شدن سازوکار مبادله، روز به روز بر اهمیت آن افزوده شده و نیاز به توجه بیش تری دارد و ارائه راهکارهای جدیدتری را می طلبد. عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران می تواند به پیامدهای نامطلوب اجتماعی و فردی، نظیر مشارکت اندک سرمایه گذاران، هزینه های بالای معاملات، افزایش هزینه سرمایه، بازارهای کم عمق و کاهش سودهای معاملاتی منجر شود. مدیران شرکت ها برای اینکه سرمایه گذاران را در مورد چشم اندازهای آتی و اهداف و استراتژی های شرکت آگاه سازند، دست به افشای داوطلبانه اطلاعات می زنند. ارائه ی اطلاعات داوطلبانه مالی و غیرمالی در مورد شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش نقد شوندگی سهام و در نتیجه بهبود وضعیت مالی شرکت می شود کیفیت سود موضوعی است که به خصوص بعد از رسوایی های مالی اخیر، مورد توجه بسیاری قرار گرفته است. علاوه بر این مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و پیامدهای نامطلوب آن از مسائل مطرح در بازار سرمایه ایران است.

باتوجه به مطالعات انجام شده در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ و یافته های به دست آمده از پژوهش، نتایج نشان داد؛ که بررسی مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، نشان دهنده توان توضیح دهنده ی مدل به منظور تشریح متغیر وابسته هزینه سرمایه می باشد با توجه به نتایج ارائه شده می توان بیان داشت که، براساس ضریب برآورد شده برای این متغیر که برابر است با ۴/۴۲۲۱ رابطه مثبت میان افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه وجود دارد و از طرفی دقت در سطح معنی داری این متغیر ملاحظه می شود که از آنجا که Prob محاسبه شده برابر با ۰/۰۰۰ می باشد لذا رابطه معنی دار میان این دو متغیر مشاهده شده است. بر این اساس فرضیه نخست این پژوهش مبنی بر رابطه معنی دار میان افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه تأیید می شود.

افزون بر آن بر اساس علامت ضریب متغیر توضیحی افشای داوطلبانه چنین استنباط می شود که افزایش در این متغیر، به افزایش هزینه سرمایه می انجامد. لذا نتیجه آزمون های انجام شده به تأیید فرضیه اول پژوهش انجامید. یعنی ارتباط و همبستگی بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه وجود دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش های توکابری و فائوزی (۲۰۱۴)، مارتین و کلارکسون (۲۰۱۳)، خوبکار (۱۳۹۵)، نگین تاجی و هاشمی گل سفیدی (۱۳۹۴)، پورزمانی و منصوری (۱۳۹۴) و ایمنی (۱۳۹۲) سازگار است.

با توجه به مطالعات انجام شده در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ و یافته های به دست آمده از تحقیق، نتایج نشان داد؛ که بررسی مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل، نشان دهنده توان توضیح دهنده ی مدل به منظور تشریح متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعات می باشد. همچنین با توجه به نتایج ارائه شده از آنجا که Prob محاسبه شده برای متغیر افشای داوطلبانه برابر با ۰/۰۰۰ می باشد لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی داری میان این دو متغیر برقرار می باشد و از طرفی دقت در ضریب برآورد شده برای آن که برابر با ۴/۴۳۶- می باشد، حکایت از رابطه معکوس این دو متغیر است. افزون بر آن بر اساس علامت ضریب متغیر توضیحی افشای داوطلبانه چنین استنباط می شود که افزایش در این متغیر، به کاهش عدم تقارن اطلاعات می انجامد. بنابراین نتایج فرضیه دوم پژوهش مبنی بر رابطه معنی دار میان افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعات تأیید شده است. این نتیجه با نتایج پژوهش های شورف و همکاران (۲۰۱۳)، آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۱)، پترسن و پلنبرگ (۲۰۰۶)، ماتوسی و همکاران (۲۰۰۴) و خزرک (۱۳۹۵) سازگار است.

## پیشنهادهای پژوهش

توسعه پایدار و رسیدن به اقتصادی پویا و فعال لازمه داشتن بازارهای کارا می باشد. همچنین سرمایه گذاری یکی از عوامل مهم توسعه در قرن حاضر است، و کشورهایی که تحرک در بازار سرمایه داشته باشند؛ می توان آن را به عنوان شاخص های سلامت و پویایی اقتصاد آن کشور و بازار در نظر گرفت. هدف از همه پژوهش ها رسیدن به مطلوبیت است. پژوهش کاربردی این آرمان را در نظر دارد تا رسیدن به هدف را با در نظر

گرفتن شرایط واقعی میسر سازد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه های پژوهش مبنی بر وجود رابطه ی معنادار میان افشای داوطلبانه با هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعات پیشنهاد می شود که کلیه استفاده کنندگان در تصمیمات سرمایه گذاری خود همواره باید این نکته را مدنظر قرار دهند که افزایش میزان افشای داوطلبانه اطلاعات منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعات (شفافیت بیشتر بازار) و افزایش هزینه سرمایه می گردد. در ادامه به نهادهای تدوین استاندارد پیشنهاد می شود که به نقش افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه توجه خاص داشته و رویه های محافظه کارانه را تا حد امکان در استانداردهای حسابداری لحاظ نمایند.

### محدودیت های پژوهش

شرایطی در پژوهش وجود دارد که خارج از کنترل پژوهشگر است، اما بطور بالقوه می تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. مهم ترین محدودیت های پژوهش حاضر به شرح زیر است:

۱. عدم کنترل بعضی از عوامل تأثیرگذار بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی همچون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، تحریم ها، قوانین و مقررات و مواردی از این دست خارج از دسترس پژوهشگر بوده و ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد.
۲. عدم تعدیل اقلام صورت های مالی به واسطه ی وجود تورم که ممکن است بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.

## منابع و مراجع

- [۱] پورزمانی، زهرا؛ منصوری، فرناز. (۱۳۹۴). تاثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی. پژوهش حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵)، ۸۵-۱۰۲.
- [۲] حاجیه، زهره؛ بهاره، مرادیان. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، ۳(۱۲)، ۹۷-۱۱۶.
- [۳] مشایخی، بیتا؛ آژنگ، احمد. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، ۶(۲۱)، ۱۲۹-۱۴۴.
- [۴] نگین تاجی، زریب؛ هاشمی گل سفیدی، افشین. (۱۳۹۴). تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی (مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). سیاست های راهبردی و کلان، ۳(۱۱)، ۹۵-۱۱۴.
- [۵] خزرک، ندا. (۱۳۹۵). بررسی تاثیر ارائه مجدد صورت های مالی بر رابطه بین قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعات. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران اهواز.
- [۶] اردستانی، مهدی. (۱۳۸۶). رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و هزینه های مالکانه. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
- [۷] نظام الدین؛ همتی، حسن؛ سلیمانی فرد، ملیحه. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، ۳(۱۰)، ۱۵۷-۱۸۱.
- [۸] خوبکار، الهام. (۱۳۹۵). بررسی نقش تعدیل کنندگی اندازه شرکت ها بر رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه سهام. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- [۹] ایمنی، فاطمه. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سود بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود.
- [۱۰] دمووری، داریوش. (۱۳۸۱). شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تحلیل روابط متقابل این عوامل. رساله دکتری، دانشگاه تهران.
- [۱۱] موحدی، مریم. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره و مدیریت سود با کیفیت افشای اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی، امارات-دبی، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ویرا، ۱-۱۱، [http://www.civilica.com/Paper-ICMHCONF01-ICMHCONF01\\_065.html](http://www.civilica.com/Paper-ICMHCONF01-ICMHCONF01_065.html)
- [12] Aitken, M. frino, A. (1996). The determinants of markets of market bid ask spreads on the Australian stock Exchange: cross-sectional analysis. Accounting & finance, Vol: 36, No: 1, pp: 51-63.
- [13] Armstrong, C., Core, J., Taylor, D., and R. Verrecchia. (2011). When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?. Journal of Accounting Research, Vol: 49, No: 1, pp: 1-40.
- [14] Core, J. E. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. Journal of Accounting and Economics. Vol: 31, No: 1-3, pp: 441-456.
- [15] Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper. (2005). the market pricing of accruals quality. Journal of Accounting and Economics, Vol: 39, pp: 295-327.
- [16] Healy, P. and K. Palepu. (1993). The effect of firms financial disclosure strategies on stock prices. Accounting Horizons, Vol: 7, No. 1, pp: 1-11.
- [17] Heflin, F., and K. W. Shaw. (2000). Blockholder ownership and market liquidity. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol: 35, pp: 621-633.
- [18] LaFond, R., and R. Watts. (2008). The Information Role of Conservatism. The Accounting Review (forthcoming), Available at URL: <http://www.ssrn.com>.
- [19] Leuz, C. and Robert E. Verrecchia. (2000). The economic consequences of increased disclosure. Forthcoming Journal of Accounting Research Supplement.

- [20] Martin, T. and Clarkson, P. (2013). Conservatism, Disclosure and the Cost of Equity Capital. *Australian Journal of Management*, Vol: 39, No: 2, pp: 293-314.
- [21] Matoussi H., Karaa A. and Maghraoui R. (2004). Information Asymmetry, Disclosure Level and Securities Liquidity in the BVMT. *Finance India*, Vol: 18 SPI, pp. 547-557.
- [22] Patricia M. Dechow and Ilia D. Dichev. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, Vol: 77, No: s-1, pp: 35-59.
- [23] Petersen, C., and T. Plenborg. (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol: 15, pp: 127-149.
- [24] Schoenfeld, J. (2017). The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds. *Journal of Accounting and Economics*, Vol: 63, No: 1, pp: 51-74.
- [25] Shroff, N., Sun, A. x., White, H. d, and Zhang, W. (2013). Voluntary Disclosure and Information Asymmetry: Evidence from the 2005 Securities Offering Reform. *Journal of Accounting Research*, Vol: 51, No: 5, pp: 1299-1345.
- [26] Sloan, R. G. (1996). Do stock price fully reflect information in accrual and cash flows about future earning?. *The Accounting review*, Vol: 71, No: 3, pp: 289-315.
- [27] Stoll, H R. (1989). Inferring the components of the bid-Ask spread: theory and empirical tests. *The Journal of finance*, Vol: 44, No: 1, pp: 115-134.
- [28] Toukabri, M. and Faouzi, J. (2014). Does Corporate Environmental Disclosure Affect the Cost of Capital? Evidence from Tunisian Companies. *Global Journal of Management and Business Research: D Accounting and Auditing*, Vol: 14, No: 1, pp: 2249-4588.
- [29] Venkatesh, P. C., and R. Chiang. (1986) Information Asymmetry and the Dealers Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *The Journal of Finance*, Vol: 41, No: 5, pp: 1089-1102.