

## هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود

قاسم بولو\*، مسعود رحمانی مهر\*\*

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۰/۲۱

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۲/۱۹

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام است. رابطه میان شفافیت سود و بازده غیر عادی نیز بررسی شد. داده‌های مالی ۱۲۱ شرکت نمونه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ بررسی شد. برای محاسبه میزان شفافیت سود از تغییرات همزمان سود و بازده استفاده گردیده است. هزینه حقوق صاحبان سهام نیز بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ محاسبه گردید. روش آماری مورد استفاده از نوع همبستگی بوده و برای محاسبه متغیرهای مستقل و وابسته و همچنین آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که سود شفاف تری دارند، هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری را تجربه می‌کنند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و بازده غیر عادی وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که سود شفاف تری دارند، بازده غیر عادی کمتری را تجربه خواهند کرد.

**واژه‌های کلیدی:** هزینه حقوق صاحبان سهام، شفافیت سود، بازده غیر عادی، مدل سه عاملی فاما و فرنچ

**طبقه بندی موضوعی: M41**

---

\* استادیار، رشته حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی (ghblue20@yahoo.com)  
\*\* کارشناس ارشد، رشته حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه قم (نویسنده مسئول)، (rahmani.masoud@yahoo.com)

### مقدمه

امروزه بازار سرمایه یکی از ارکان اساسی رشد و توسعه اقتصادی در هر کشور به شمار می‌رود. سرمایه‌گذاری از مهمترین مولفه‌های تعیین‌کننده سرنوشت اقتصاد هر کشور است. بازار سرمایه در کنار سایر بازارها نظیر بازار پول، کار و کالا، وظیفه تخصیص بهینه سرمایه را به عهده دارد. به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در راستای تخصیص بهینه سرمایه، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند. زیرا اغلب تصمیمات از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری در حالت عدم اطمینان اتخاذ می‌شود (بولو، ۱۳۸۶). تخصیص بهینه سرمایه زمانی اتفاق می‌افتد که فعالان بازار اطلاعات معتبر، قابل اتکاء، بی طرف و منصفانه‌ای در خصوص آثار اقتصادی معاملات در اختیار داشته باشند. آنچه استفاده‌کنندگان از اطلاعات در پی آن هستند، افزایش اطمینان یا کاهش ریسک است. اما اطلاعات زیاد منجر به افزایش اطمینان نمی‌گردد، بلکه این شفافیت اطلاعات است که عدم اطمینان را کاهش می‌دهد (خالقی مقدم و خالقی، ۱۳۸۸).

در جوامع مردم سالار دسترسی به اطلاعات شفاف از حقوق اصلی افراد به شمار می‌رود. شهروندان حق دارند در مورد تصمیمات مباشران خود (دولت‌ها و نهادهای عمومی) و مبانی این تصمیمات اطلاعات کافی داشته باشند. این موضوع جوهره اساسی مباشرت به شمار می‌رود. شفافیت برای اقتصاد نیز ضروری است، زیرا باعث بهبود تخصیص منابع می‌گردد 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 شکست‌های اخیر بازار سرمایه نبود شفافیت به عنوان یکی از عوامل تاثیرگذار قلمداد شده است (خالقی مقدم و خالقی، ۱۳۸۸). شفافیت و افشای مناسب که باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup> می‌گردد، به عنوان جزیی جدا ناپذیر از نظام راهبری شرکت‌ها به شمار می‌رود. بر اساس تحقیقات انجام شده، شرکت‌هایی که شفافیت بیشتری داشته‌اند، بیشتر از شرکت‌های دیگر در بازار ارزش‌گذاری شده‌اند (هرمالین و ویسباچ، ۲۰۰۷).

اطلاعات مورد نیاز برای کاهش عدم اطمینان از منابع مختلفی قابل دستیابی است. صورت‌های مالی یکی از مهمترین منابع کسب اطلاعات می‌باشد (اسکات، ۲۰۰۹). سود خالص یکی از برجسته‌ترین اطلاعاتی است که از طریق صورت‌های مالی انتشار می‌یابد و

تحقیقات وسیعی در مورد تاثیر آن بر رفتار قیمت سهام انجام شده و سودمندی آن از جهات مختلف مورد تایید واقع گردیده است. سود شرکت‌ها به دقت توسط فعالان بازار سرمایه دنبال می‌شود. سود پیش‌بینی شده برای ارزشگذاری سهام به کار می‌رود (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸). سود از جمله برترین شاخص‌های اندازه‌گیری فعالیت‌های یک واحد اقتصادی به شمار می‌رود. پژوهش‌گران رویکردهای متفاوت آن را در چارچوب یافته‌های علمی تشریح کرده‌اند و به دقت و توانایی‌های آن افزوده‌اند (ثقفی و آقایی، ۱۳۷۳).

هزینه سرمایه نیز یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی به شمار می‌رود. هزینه سرمایه در تصمیمات تامین مالی نقش مهمی ایفا می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نماید. هزینه سرمایه به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد در مدل ارزش افزوده اقتصادی<sup>۲</sup> به شمار می‌رود. هزینه سرمایه دارای کاربردهای دیگری می‌باشد و به عنوان معیار پذیرش طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید و نرخ تنزیل برای محاسبه ارزش افزوده بازار<sup>۳</sup> به کار گرفته می‌شود (بولو، ۱۳۸۶). از میان اقلام تشکیل دهنده هزینه سرمایه، نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام<sup>۴</sup> مهمترین عنصر است به طوری که شرکت‌ها درصد بالایی از سرمایه خود را از این محل تامین می‌کنند.

تحقیقات انجام شده نشان می‌دهد که ارائه اطلاعات شفاف‌تر باعث کاهش ریسک اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (به ویژه خطر انتخاب نامطلوب<sup>۵</sup>) می‌گردد. از این رو عدم اطمینان سرمایه‌گذاران درباره اطلاعات مالی شرکت کاهش می‌یابد و بازده کمتری را مطالبه می‌کنند و در نهایت شرکت‌ها هزینه سرمایه کمتری را متحمل می‌شوند (بارف و همکاران، ۲۰۰۹). در این تحقیق سعی بر آن است که این موضوع در محیط تجاری ایران به صورت تجربی مورد آزمون قرار گیرد. بنابراین سوال‌های اصلی که این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ آن‌ها است، به شرح زیر می‌باشد:

- آیا بین شفافیت سود<sup>۶</sup> و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟  
 آیا بین شفافیت سود و بازده غیر عادی<sup>۷</sup> سال متعاقب رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟

### مروری بر پیشینه

مفهوم شفافیت به طور گسترده برای توصیف گزارش‌های مالی به کار می‌رود اما این مفهوم فاقد یک تعریف جامع است. مفهوم شفافیت از زمینه‌ها و حوزه‌های متفاوتی به درون بحث‌های گزارشگری مالی وارد شده است. از این رو در نظر گرفتن این زمینه‌ها و حوزه‌ها می‌تواند در درک مفهوم شفافیت گزارشگری مالی مفید واقع شود (بارف و شیپر، ۲۰۰۸).

در حوزه نظام راهبری شرکتی مفهوم شفافیت به شرح زیر تعریف می‌گردد: در دسترس بودن اطلاعات برای ذینفعان شرکت، به ویژه مواردی که منافع آنان را تحت قرار می‌دهد (بارف و شیپر، ۲۰۰۸). در حوزه معاملات بورس اوراق بهادار مفهوم شفافیت به دو بعد تقسیم می‌شود، شفافیت قبل از معامله و شفافیت بعد از معامله. شفافیت قبل از معامله یعنی انتشار گسترده قیمت‌های مظنه بازار و پیشنهادهای قیمت قبل از انجام معامله. شفافیت بعد از معامله یعنی انتقال عمومی و به موقع اطلاعات درباره معاملات گذشته شامل زمان معاملات، حجم معاملات و قیمت معاملات (فروتس و مانزانو، ۲۰۰۲). ویشواناث و کافمن<sup>۸</sup> شفافیت را به شرح زیر تعریف کرده‌اند: افزایش جریان به موقع و قابل اتکا اطلاعات مالی، اقتصادی، اجتماعی و سیاسی به گونه‌ای که در دسترس تمامی ذینفعان مربوط قرار گیرد (سینایی و داودی، ۱۳۸۸). بوشمن<sup>۹</sup> و همکاران شفافیت شرکتی را در دسترس بودن گسترده اطلاعات مربوط و قابل اتکا در خصوص نتایج عملکرد دوره‌ای، وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظام راهبری شرکت‌ها، ارزش و ریسک شرکت‌های سهامی عام تعریف نموده‌اند (بوشمن و همکاران، ۲۰۰۴).

با توجه به کاربردهایی که اصطلاح شفافیت در سایر زمینه‌ها و حوزه‌ها دارد و با توجه به دانشی که از اهداف گزارشگری مالی وجود دارد، بارف و شیپر<sup>۱۰</sup> تعریفی را پیشنهاد نمودند که می‌توان آن را در حوزه گزارشگری مالی به کار گرفت. بر اساس این تعریف شفافیت گزارشگری مالی عبارت است از توانایی گزارش‌های مالی در نشان دادن شرایط اقتصادی زیربنای شرکت<sup>۱۱</sup> به گونه‌ای که برای استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی به راحتی قابل درک باشد. از دیدگاه حسابداری، شرایط اقتصادی زیربنای شرکت شامل منابع شرکت (دارایی‌ها)، ادعاها نسبت به این منابع (بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام) و تغییرات در منابع،

ادعاها و جریان‌های نقدی می‌باشد. شرایط اقتصادی زیر بنای شرکت، در صورت وضعیت مالی، صورت سود (زیان) و صورت جریان‌های نقدی ارائه می‌شود (بارف و شیر، ۲۰۰۸).

اگرچه مفهوم شفافیت پیشینه قدیمی دارد و همواره مورد تاکید بوده اما مفهوم شفافیت سود برای اولین بار در سال ۲۰۰۹ توسط بارف<sup>۱۱</sup> و همکاران مطرح شده است. به اعتقاد این محققین سود شفاف سودی است که منعکس کننده تغییرات در شرایط اقتصادی زیربنای شرکت باشد، به گونه‌ای که برای سرمایه‌گذاران قابل درک باشد (بارف و همکاران، ۲۰۰۹). در ادامه به چند نمونه از تحقیقات خارجی و داخلی مرتبط با موضوع تحقیق اشاره می‌گردد.

دی هالیوال<sup>۱۳</sup> و همکاران (۲۰۱۱) 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<sup>۱۴</sup> به عنوان اطلاعات غیر مالی استفاده نمودند. نتایج این تحقیق به شرح زیر می‌باشد. آن دسته از شرکت‌هایی که در سال‌های گذشته از هزینه حقوق صاحبان سهام بالاتری برخوردار بودند تمایل بیشتری برای آغاز افشای داوطلبانه مسئولیت اجتماعی شرکت در سال جاری داشتند. همچنین شرکت‌هایی که آغاز به افشای این مسئولیت نمودند و طبق گزارش‌های منتشر شده از عملکرد بهتری در این زمینه برخوردار بودند، از یک کاهش متعاقب در هزینه حقوق صاحبان سهام بهره‌مند گردیدند. علاوه بر این شرکت‌های مزبور توانستند توجه سرمایه‌گذاران نهادی و تحلیل‌گران مالی را به خود جلب نمایند.

بارف و همکاران (۲۰۰۹) رابطه میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار دادند. این محققین به منظور محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ<sup>۱۵</sup> به همراه یک عامل دیگر تحت عنوان «عامل روند حرکتی»<sup>۱۶</sup> 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 شرکت‌هایی که از سود شفاف تر برخوردار هستند هزینه سرمایه کمتری را تجربه می‌کنند.

میو اینو و ترامبتا<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۹) به بررسی رابطه میان تعصب در افشای نموداری<sup>۱۸</sup> و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. در واقع این محققین به بررسی این موضوع پرداختند که آیا مدیران قادرند از طریق نمودارهای تحریف شده بر تصمیمات استفاده‌کنندگان تاثیر گذارند یا خیر. این محققین به این نتیجه رسیدند که بازده واقعی سهام تحت تاثیر نمودارهای تحریف شده

قرار نمی‌گیرد (سازگار با فرضیه بازار کارا<sup>۱۹</sup>). در حالی که، تعصب در افشای نموداری یک تاثیر عمده بر هزینه حقوق صاحبان سهام می‌گذارد اما این تاثیر موقتی 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 سطح کلی افشا تعدیل می‌گردد به گونه‌ای که در سطوح بالای شفافیت، این رابطه مستقیم (مثبت) می‌گردد. این نتایج دلالت بر این امر دارد که افشای اطلاعات مالی منجر به برملاء شدن تحریفات نموداری می‌گردد.

ثقفی و بولو (۱۳۸۸) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا هزینه حقوق صاحبان سهام با ویژگی‌های سود (ویژگی‌هایی چون کیفیت ارقام تعهدی<sup>۲۰</sup>، پایداری سود<sup>۲۱</sup>، قابلیت پیش بینی سود و هموار بودن سود<sup>۲۲</sup>) رابطه دارد یا خیر و این که در صورت وجود ارتباط، کدام یک از ویژگی‌های مزبور ارتباط بیشتری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. نتایج آزمون رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام با هر یک از ویژگی‌های سود به صورت جداگانه نشان داد که از چهار ویژگی مزبور تنها ویژگی پایداری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معکوس دارد و ویژگی‌های دیگر سود (کیفیت ارقام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن سود) با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه ندارد. همچنین ویژگی پایداری سود در مقایسه با سایر ویژگی‌های سود، از قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری برخوردار است. در نهایت، نتایج حاصل از آزمون رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام با ویژگی‌های سود به صورت توأم، نشان داد که دو ویژگی پایداری سود و هموار بودن سود با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معکوس دارند.

عرب مازار یزدی و طالبیان (۱۳۸۸) تاثیر کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعات بر هزینه سرمایه شرکت را مورد بررسی قرار دادند. این محققین از کیفیت ارقام تعهدی به عنوان شاخصی برای سنجش کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعات استفاده نمودند. یافته‌های تحقیق این محققین بیانگر آن است که هزینه سرمایه شرکت‌هایی که دارای ارقام تعهدی با کیفیت تری هستند کمتر می‌باشد (نسبت به شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آن‌ها از کیفیت کمتری برخوردار است).

سینایی و داودی (۱۳۸۸) رابطه میان شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران (یعنی خرید، فروش و خروج از بازار) در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. همچنین این محققین ادراک سرمایه‌گذاران نسبت به ابعاد شفافیت اطلاعات مالی را

مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه این محققین حاکی از آن است که هر سه بعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی، شفافیت ساختار مالکیت و شفافیت ساختار هیأت‌مدیره بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است، البته سرمایه‌گذاران بیش از هر چیز به افشای اطلاعات مالی اهمیت می‌دهند. همچنین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت‌شناختی آن‌ها متفاوت است.

### فرضیه‌های پژوهش

برای بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود و رابطه بین بازده غیر عادی سال متعاقب و شفافیت سود، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

فرضیه دوم: بین بازده غیر عادی سال متعاقب و شفافیت سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

### روش پژوهش

تحقیق حاضر در حوزه تئوری‌های اثباتی مالی-حسابداری قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. روش آماری مورد استفاده از نوع همبستگی می‌باشد. مدل آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌ها از نوع رگرسیون چند متغیره می‌باشد. همچنین به دلیل این که می‌توان نتایج کسب شده این پژوهش را در فرایند استفاده از اطلاعات مالی مورد استفاده قرار داد، از نوع تحقیقات کاربردی محسوب می‌شود. نظریه‌پردازی نیز به روش استقرایی و بر مبنای یافته‌های تحقیقات تجربی صورت می‌گیرد.

### ابزار گردآوری اطلاعات

ابتدا اطلاعات مالی شرکت‌های نمونه از طریق نرم افزار ره‌آوردنویس ۷ جمع‌آوری و در داخل نرم افزار اکسل ۲۰۰۷ ذخیره گردید. سپس به منظور محاسبه متغیرها، آزمون فرضیه‌های تحقیق و انجام سایر آزمون‌های آماری از نرم افزار ای وی یوز ۷ استفاده گردید. همچنین برای نرمال سازی داده‌های غیر نرمال نرم افزار مینی‌تب ۱۶ مورد استفاده قرار گرفت.

### تعریف متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته

متغیر وابسته این تحقیق هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد. از میان مدل‌های موجود برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (بارف و همکاران، ۲۰۰۹) استفاده گردیده است که به شرح زیر می‌باشد:

$$ECC_{i,t} = RF_t + \beta_{RMRF_{i,t}} * (RM - RF)_t + \beta_{SMB_{i,t}} * SMB_t + \beta_{HML_{i,t}} + HML_t \quad \text{مدل (۱)}$$

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

$RF_t$ : نرخ بهره بدون ریسک در سال  $t$

$RM_t$ : بازده بازار در سال  $t$

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

$(RM - RF)_t$ : 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)

**نرخ بهره بدون ریسک ( $RF$ )**

نرخ بهره بدون ریسک بر اساس نرخ سود اوراق مشارکت تعیین شده است. این نرخ در طول سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ مقادیر متفاوتی را داشته است. در این تحقیق از نرخ ۱۶ درصد به عنوان نرخ بهره بدون ریسک استفاده گردیده است. دلیل این امر آن است که در زمان انجام این تحقیق کلیه بانک‌ها اوراق مشارکت منتشر شده را با نرخ ۱۶ درصد عرضه می‌نمودند.



**بازده بازار (RM)**

بازده بازار بر اساس شاخص کل بازار محاسبه گردیده است. به گونه‌ای که شاخص کل بازار در پایان دوره (۱۲/۲۹) از شاخص کل بازار در ابتدای دوره کسر گردیده و سپس بر شاخص کل بازار در ابتدای دوره تقسیم شده است.

$$RM = \frac{\text{شاخص کل بازار در ابتدای دوره} - \text{شاخص کل بازار در پایان دوره}}{\text{شاخص کل بازار در ابتدای دوره}} \quad \text{مدل (۲)}$$

**نحوه برآورد ضرایب ریسک مختص شرکت (  $\beta_{HML_{i,t}}$  و  $\beta_{SMB_{i,t}}$  و  $\beta_{RMRF_{i,t}}$  )**

ضرایب ریسک مختص شرکت بر اساس معادله رگرسیونی زیر محاسبه گردیده که به پیروی از مدل سه عاملی فاما و فرنچ می‌باشد (فاما و فرنچ، ۱۹۹۳):

مدل (۳)

$$RET_{i,m} - RF_m = a_i + \beta_{RMRF_i} * (RM_m - RF_m) + \beta_{SMB_i} * SMB_m + \beta_{HML_i} * HML_m$$

$RET_{i,m}$ : بازده شرکت i در ماه m

$RF_m$ : نرخ بهره بدون ریسک در ماه m

$RM_m$ : بازده بازار در ماه m

$RM_m - RF_m$ : تفاوت بازده بازار و نرخ بهره بدون ریسک در ماه m

$SMB_m$ : تفاوت بازده پرتفوی کوچک و بزرگ در ماه m

$HML_m$ : تفاوت بازده پرتفوی رشدی و ارزشی در ماه m

متغیر مستقل

متغیر مستقل اصلی این تحقیق میزان شفافیت سود می‌باشد که به دو جزء تقسیم می‌گردد. جزء اول میزان شفافیت سود برای هر یک از صنایع را به صورت جداگانه نشان می‌دهد که

جزء صنعت<sup>۲۳</sup> نامیده می‌شود. جزء دوم نیز میزان شفافیت سود برای کلیه شرکت‌ها را بدون در نظر گرفتن صنعت مربوطه نشان می‌دهد که جزء کلی<sup>۲۴</sup> نامیده می‌شود (بارف و همکاران، ۲۰۰۹).

$$TRANS_{i,t} = TRANSI_{j,t} + TRANSIN_{p,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

TRANSI: جزء صنعت TRANSIN: جزء کلی i: شرکت

t: سال z: صنعت p: پرتفوی

در واقع میزان شفافیت سود از مجموع  $R^2$  هر یک از اجزای شفافیت سود (جزء صنعت TRANSI و جزء کلی TRANSIN) به دست می‌آید.

جزء صنعت

جزء صنعت (TRANSI) به شرح زیر محاسبه می‌شود (بارف و همکاران، ۲۰۰۹).

$$RET_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,j,t} / P_{i,j,t-1} + \alpha_2 \Delta E_{i,j,t} / P_{i,j,t-1} + \varepsilon_{i,j,t} \quad \text{مدل (۵)}$$

E: سود قبل از اقلام غیر مترقبه و عملیات متوقف شده

P: قیمت سهام در ابتدای سال t (پایان سال گذشته)

$\Delta E$ : تغییر در سود سال t نسبت به سال قبل (t-1)

$\varepsilon$ : مقدار باقیمانده RET: بازده سالانه i: شرکت z: صنعت t: سال

قبل از محاسبه جزء صنعت ابتدا کلیه شرکت‌ها به صنایع مختلف تقسیم می‌شوند، سپس برای هر یک از صنایع موجود، رگرسیون (۵) تخمین زده می‌شود به شرطی که در صنعت مربوطه حداقل ۱۰ شرکت فعال موجود باشد.

جزء کلی

جزء کلی (TRANSIN) به شرح زیر محاسبه می‌شود (بارف و همکاران، ۲۰۰۹).

$$RET_{i,p,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,p,t} / P_{i,p,t-1} + \alpha_2 \Delta E_{i,p,t} / P_{i,p,t-1} + \varepsilon_{i,p,t} \quad \text{مدل (۶)}$$

قبل از محاسبه جزء کلی، ابتدا شرکت‌های موجود در هر صنعت به چهار پرتفوی تقسیم می‌شوند. مبنای این تقسیم‌بندی، مقدار  $E$  (مقدار باقیمانده) است که پس از محاسبه جزء صنعت به دست می‌آید، به گونه‌ای که پرتفوی اول دربرگیرنده منفی‌ترین  $E$ ها و پرتفوی چهارم نیز شامل مثبت‌ترین  $E$ ها می‌باشد. سپس شرکت‌های تقسیم شده به عنوان پرتفوی اول تشکیل یک پرتفوی کلی را می‌دهند. شرکت‌های تقسیم شده به عنوان پرتفوی دوم نیز تشکیل یک پرتفوی کلی را می‌دهند. این امر برای پرتفوی سوم و چهارم نیز رعایت می‌گردد. بدین ترتیب هر پرتفوی در برگیرنده مشاهدات یکسانی از هر یک از صنایع خواهد بود. در نهایت رگرسیون (۶) برای چهار پرتفوی تخمین زده می‌شود.

### مدل آزمون فرضیه اول

فرضیه اول تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

بین هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

این فرضیه بر اساس مدل رگرسیونی زیر آزمون می‌گردد (بارف و همکاران، ۲۰۰۹).

$$ECC_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 TRANS_{i,t} + \gamma_2 DBTA_{i,t+1} + \eta_{i,t} \quad (7)$$

$ECC_{i,t}$ : هزینه حقوق صاحبان سهام  $TRANS_{i,t}$ : میزان شفافیت سود

$DBTA_{i,t+1}$ : نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها (متغیر کنترلی)

بنابراین به منظور آزمون رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام از طریق مدل رگرسیونی (۷)، فرض صفر و فرض مقابل به شرح زیر تدوین شده است:

$$H_0: \gamma_1 \geq 0 \quad \text{نقیض ادعا}$$

$$H_1: \gamma_1 < 0 \quad \text{ادعا}$$

### مدل آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم تحقیق به شرح زیر است:

بین بازده غیر عادی سال متعاقب و شفافیت سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

بازده غیر عادی برابر است با تفاوت بازده تحقق یافته و بازده مورد انتظار (عادی) بازار. بازده غیر عادی ممکن است مثبت و یا منفی باشد. معمولاً بازده غیر عادی به دلیل وجود اطلاعات محرمانه<sup>۲۵</sup> به وجود می آید (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۶). فرضیه دوم بر اساس مدل زیر آزمون شده است (بارف و همکاران، ۲۰۰۹).

$$FFRET_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 TRANS_{i,t} + \gamma_2 DBTA_{i,t+1} + \eta_{i,t+1} \quad \text{مدل (۸)}$$

$FFRET_{i,t+1}$ : بازده غیر عادی سال متعاقب (t+۱)

$TRANS_{i,t}$ : میزان شفافیت سود برای سال t

$DBTA_{i,t+1}$ : نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها (متغیر کنترلی)

بنابراین به منظور آزمون رابطه منفی و معنادار میان بازده غیر عادی سال متعاقب و شفافیت سود، فرض صفر و فرض مقابل به شرح زیر بیان شده است:

$$H_0 : \gamma_1 \geq 0 \quad \text{نقیض ادعا}$$

$$H_1 : \gamma_1 < 0 \quad \text{ادعا}$$

### جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه شرایط زیر مشخص گردید و با توجه به محدودیت اعضای جامعه، کل عناصر جامعه مشروط به داشتن تمام شرایط زیر به عنوان نمونه انتخاب شدند:

۱. شرکت‌های مورد بررسی باید قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۴، سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.
۲. معاملات سهام شرکت‌های مورد نظر نبایستی در طول سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ دچار وقفه شده باشد. به عبارت دیگر، سهام شرکت‌های انتخابی باید در طول سال‌های مذکور همواره مورد معامله قرار گرفته باشد و طول وقفه معاملاتی نباید بیش از شش ماه باشد.
۳. پایان سال مالی شرکت‌های انتخابی باید پایان اسفند ماه هر سال بوده و شرکت‌ها نباید در فاصله سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ تغییر سال مالی داده باشند. دلیل اصلی این امر کنترل اثر زمان

بر یافته‌های پژوهش می‌باشد. برای مثال اگر دو مقطع ۱۲/۲۹ و ۹/۳۰ انتخاب شود، ممکن است اتفاقاتی (سیاسی، اقتصادی و...) در طول سال رخ دهد و اثر آن‌ها بر شرکت‌های ۱۲/۲۹ اعمال گردد اما اثر آن‌ها بر شرکت‌های ۹/۳۰ اعمال نگردد.

۴. شرکت‌های انتخابی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند. این شرکت‌ها در داخل سایر شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و عملکرد آن‌ها تابعی از عملکرد سایر شرکت‌ها می‌باشد. در واقع این شرکت‌ها عملکرد مستقلی ندارند. همچنین روش‌های حسابداری مورد استفاده در این شرکت‌ها با روش‌های مورد استفاده در سایر شرکت‌ها بسیار متفاوت است.

۵. شرکت‌های حائز شرایط بالا، حداقل در هر یک از صنایع انتخابی ۱۰ مورد باشد.

دلیل اصلی انتخاب نمونه پس از سال ۱۳۸۴ شرط شماره (۵) می‌باشد. طبق بررسی‌های به عمل آمده، قبل از سال ۱۳۸۴ تعداد صنایع دارای حداقل ۱۰ شرکت فعال به تعداد کافی نبوده و یا این که سهام آن‌ها به طور مداوم مورد معامله قرار نگرفته و در صورت انتخاب نمونه قبل از سال ۱۳۸۴، حجم نمونه به شدت کاهش می‌یافت. با لحاظ نمودن شرایط فوق، از میان صنایع مختلف، هفت صنعت به عنوان نمونه انتخاب گردید و تعداد شرکت‌های حائز شرایط در آن‌ها به ۱۲۱ مورد رسید و داده‌های ۱۲۱ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی متغیرها

آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق در نگاره (۱) ارائه شده است. آماره‌های توصیفی این جدول مربوط به ۱۲۱ شرکت نمونه طی دوره زمانی پنج سال است. به منظور بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها از آماره جارک و برا<sup>۲۶</sup> استفاده شده است. آماره جارک و برا دارای توزیع کای دو با درجه آزادی دو می‌باشد. طبق این آزمون فرض صفر به عنوان نرمال بودن توزیع متغیر تعریف می‌شود. فرض مقابل نیز به عنوان غیر نرمال بودن توزیع متغیر تعریف می‌گردد. چنانچه ارزش احتمال این آماره بیش از ۵ درصد باشد می‌توان نتیجه گرفت که توزیع متغیر نرمال است. بنابراین با توجه به آماره جارک و برا و همچنین ارزش احتمال آن برای هر یک از متغیرها، چنین استنباط می‌شود که تمامی متغیرها دارای توزیع نرمال هستند به

استثنای متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام که با استفاده از نرم افزار 16 Minitab فرآیند نرمال سازی آن اجرا شده است.

### نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

احتمال چارک و برا	آماره چارک و برا	کشیدگی	پهلوگی	انحراف معیار	می نیم	ماکسیمم	ویانه	میانگین	هنگام
۰/۸۶۷	۰/۲۸۳	۲/۹۶۵	۰/۰۵۱	۱/۰۱	-۲/۹۸۱	۳/۶۸۵	۰/۰۱۲	۰/۰۰۴	بعد از نرمال سازی
۰/۰۰۰	۶۵/۱۵۶	۴/۱۹۵	۰/۶۰۵	۴/۳۱۶	۱/۳۶۶	۳۳/۷۰۱	۱۵/۴۹۸	۱۵/۹۰۷	قبل از نرمال سازی
۰/۳۸۴	۱/۹۱۱	۳/۱۴۵	۰/۱۱۶	۱/۰۲۷	-۲/۵۲۹	۳/۶۹۶	۰/۰۰۸	۰/۰۳۱	TRANS
۰/۱۴۱	۳/۸۸۱	۸/۸۱۲	۲/۳۱۸	۰/۰۹۴	۰/۰۰۰	۰/۵۷۳	۰/۰۴۸	۰/۰۸۲	DBTA
۰/۱۴۳	۳/۸۷۹	۳/۱۳۵	۰/۱۱۸	۱/۰۱۲	-۲/۵۳	۳/۶۲۳	-۰/۰۴	۰/۰۱۵	FFRET

### تحلیل همبستگی

نگاره (۲) همبستگی بین متغیرهای تحقیق را نشان می دهد. همبستگی این متغیرها جهت بررسی همپوشانی متغیرها و هم خطی بین آنها استفاده می شود. با توجه به میزان همبستگی محاسبه شده، هیچ یک از متغیرها ارتباط قوی با یکدیگر ندارند و هم خطی شدیدی بین آنها وجود ندارد.

### نگاره (۲): همبستگی بین متغیرها

FFRET	DBTA	TRANS	ECC	
-۰/۲۹۱	۰/۱۳۱	۰/۰۱۱	۱/۰۰۰	ECC
-۰/۲۲۱	-۰/۱۱۲	۱/۰۰۰	۰/۰۱۱	TRANS
-۰/۱۳۱	۱/۰۰۰	-۰/۱۱۲	۰/۱۳۱	DBTA
۱/۰۰۰	-۰/۱۳۱	-۰/۲۲۱	-۰/۲۹۱	FFRET

### آزمون F لیمر برای مدل فرضیه اول

نگاره (۳) نتایج آزمون F لیمر برای مدل فرضیه اول را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج، مدل با اثرات مناسب است به دلیل این که ارزش احتمال به دست آمده کمتر از سطح معنی داری (۵ درصد) است و فرض صفر آزمون F لیمر مبنی بر مناسب بودن مدل بدون اثرات رد می‌شود.

**نگاره (۳): نتایج آزمون F لیمر برای مدل رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام و**

#### شفافیت سود

Effects Test	آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
Cross-section F	۴/۳۵۴۱۶۱	(۱۲۰,۴۵۵)	۰/۰۰۰۰
Cross-section Chi-square	۴۴۵/۰۵۵۵۰۷	۱۲۰	۰/۰۰۰۰

### آزمون هاسمن<sup>۲۷</sup> برای مدل فرضیه اول

نگاره (۴) نتایج آزمون هاسمن برای مدل فرضیه اول را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج، مدل اثرات ثابت<sup>۲۸</sup> مناسب است. به عبارت دیگر ارزش احتمال آزمون کمتر از سطح معنی داری (۵ درصد) است و فرض صفر این آزمون مبنی بر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی<sup>۲۹</sup> رد می‌شود.

**نگاره (۴): نتایج آزمون هاسمن برای مدل رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام و**

#### شفافیت سود

Test Summary	آماره کای-دو	درجه آزادی کای-دو	سطح معناداری
Cross-section random	۱۲/۳۸۴۷۶۵	۲	۰/۰۰۲۰

### نتایج آزمون فرضیه اول

نگاره (۵) نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق را نشان می‌دهد.

**نگاره (۵): نتایج آزمون فرضیه رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود**

نتیجه	ارزش احتمال	آماره t	ضریب	متغیر توضیحی
معنادار	۰۰۰.۰	-۶۳۵.۵	-۲۴۳.۰	عرض از مبدا
معنادار	۰۴۸.۰	-۹۸۲.۱	-۰۶۸.۰	شفافیت سود
-	۹۵۵.۰	۰۵۵.۰	۰۳۵.۰	نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها
F-stat ۶۲/۷۷ Prob (F-stat) ۰/۰۰۰۰ Adj R <sup>2</sup> ۰/۴۰۷ D-W Stat ۱/۸۷۴				

با توجه به نتایج، معناداری کل رگرسیون تایید می‌گردد به دلیل این که ارزش احتمال آماره F (احتمال این که ضرایب رگرسیون برابر با صفر باشد) صفر است. آماره دوربین- واتسون<sup>۳۰</sup> بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین در سطح معنی داری ۵ درصد میان متغیرهای توضیحی مدل فوق خود همبستگی وجود ندارد (مومنی و فعال قیومی، ۱۳۸۹). ضریب متغیر توضیحی شفافیت سود منفی است و مقدار آن برابر با ۰.۰۶۸- می‌باشد. این یافته دلالت بر وجود رابطه منفی میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. همچنین ارزش احتمال مربوطه معنادار بودن رابطه مذکور را نشان می‌دهد. از این رو در سطح خطای ۵ درصد فرض صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار میان هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود تایید می‌شود. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که از سود شفاف‌تری برخوردار هستند، هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری را تجربه خواهند کرد. این یافته با نتایج تحقیق بارف و همکاران (۲۰۰۹) مطابقت دارد. طبق تحقیق بارف و همکاران، از لحاظ آماری میان هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد. این یافته با نتایج تحقیق کردستانی و علوی (۱۳۸۹) نیز سازگار است. نتایج تحقیق این محققین حاکی از آن است که یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد.

### آزمون F لیمر برای مدل فرضیه دوم

نگاره (۶) نتایج آزمون F لیمر برای فرضیه دوم را نمایش می‌دهد. با توجه به نتایج، مشاهده می‌شود که مدل بدون اثرات مناسب است و مدل با اثرات رد می‌شود.

### نگاره (۶): نتایج آزمون F لیمر برای مدل رابطه بازده غیر عادی سال متعاقب و

#### شفافیت سود

Effects Test	آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
Cross-section F	۱/۰۷۰۶۸۰	(۱۲۰,۴۵۵)	۰/۳۰۸۰
Cross-section Chi-square	۱۴۴/۷۵۲۴۷۸	۱۲۰	۰/۰۶۱۶



## نتایج آزمون فرضیه دوم

نگاره (۷) نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق را به نمایش می‌گذارد.

### نگاره (۷): نتایج آزمون رابطه بازده غیر عادی سال متعاقب و شفافیت سود

متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	ارزش احتمال	نتیجه
عرض از مبدا	۱۵۹.۰	۹۶۷.۲	۰۰۳.۰	معنادار
شفافیت سود	-۲۳۵.۰	-۹۲۶.۵	۰۰۰.۰	معنادار
بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها	-۶۸۲.۱	-۹۱۳.۳	۰۰۰.۰	معنادار
F-stat ۲۲/۸۹ Adj R <sup>2</sup> ۰/۰۷۰ Prob (F-stat) ۰/۰۰۰ D-W Stat ۱/۹۸				

باتوجه به نتایج، معناداری کل رگرسیون تایید می‌گردد به دلیل این که ارزش احتمال آماره F (احتمال این که ضرایب رگرسیون برابر با صفر باشد) صفر است. آماره دوربین-واتسون نیز بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و می‌توان نتیجه گرفت که در سطح معنی‌داری ۵ درصد میان متغیرهای توضیحی مدل فوق خود همبستگی وجود ندارد. ضریب متغیر توضیحی شفافیت سود منفی است و مقدار آن برابر با ۰/۲۳۵- می‌باشد. این یافته حاکی از آن است که یک رابطه منفی میان شفافیت سود و بازده غیرعادی وجود دارد. همچنین ارزش احتمال مربوطه دلالت بر معناداری رابطه مذکور دارد. از این رو در سطح خطای ۵ درصد فرض صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می‌شود. بنابراین فرضیه دوم تحقیق مبنی بر وجود رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و بازده غیرعادی سال متعاقب تایید می‌شود. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که از سود شفاف‌تری برخوردار هستند، بازده غیر عادی کمتری را در سال بعد تجربه خواهند کرد. این یافته نیز با نتایج تحقیق بارف و همکاران (۲۰۰۹) در خصوص رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و بازده غیر عادی سال متعاقب، مطابقت دارد. در تحقیقات داخل کشور این رابطه مورد آزمون قرار نگرفته است.

### نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول حاکی از آن است که در سطح معنی‌داری ۵ درصد میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد. تایید فرضیه مذکور بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به شفافیت سود شرکت‌ها واکنش نشان می‌دهند و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران تحت تاثیر شفافیت سود قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که از سود شفاف‌تری برخوردار هستند، هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری را تجربه خواهند کرد. بنابراین پیشنهاد می‌شود در محاسبه هزینه سرمایه واحدهای اقتصادی که هزینه حقوق صاحبان سهام نیز یکی از اجزای تشکیل دهنده آن است، در کنار عوامل مختلف موثر بر هزینه سرمایه، میزان شفافیت سود نیز مورد توجه قرار گیرد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز بیانگر این مطلب است که در سطح معنی‌داری ۵ درصد، یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و بازده غیر عادی سال متعاقب وجود دارد. تایید فرضیه دوم نیز حاکی از آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران به شفافیت سود واکنش نشان می‌دهند و بازده غیر عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تحت تاثیر شفافیت سود شرکت‌ها قرار دارد. طبق مشاهدات انجام شده، شرکت‌هایی که از سود شفاف‌تری برخوردار هستند، بازده غیر عادی کمتری را در سال متعاقب تجربه خواهند کرد. یکی از نشانه‌های بازارهای کارا (سطح نیمه قوی) پایین بودن حجم اطلاعات محرمانه و بازده غیر عادی می‌باشد، البته تعیین کارایی بازار نیاز به آزمون‌های جداگانه و پیشرفته‌تری دارد اما پیشنهاد می‌شود که به منظور کمک به بازار سرمایه جهت حرکت به سمت کارایی بیشتر، اطلاعات مالی و غیر مالی منتشر شده از طریق صورت‌های مالی به نحو شفاف‌تری ارائه گردند.

با توجه با نتایج به دست آمده پیشنهاد می‌شود علاوه بر سود خالص، در رابطه با سایر اطلاعات منتشر شده نیز مفهوم شفافیت رعایت گردد. به دلیل اینکه ارائه اطلاعات شفاف‌تر منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی (به ویژه خطر انتخاب نامطلوب) می‌گردد. در چنین شرایطی اطمینان سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه نسبت به اطلاعات منتشر شده افزایش می‌یابد و این امر کمکی در جهت افزایش حجم معاملات و سرمایه‌گذاری‌ها در بازار سرمایه می‌نماید. چنانچه اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات بیشتر شود، آن‌ها نیز نرخ بازده کمتری را مطالبه می‌کنند و این امر کمک شایانی در خصوص کاهش هزینه معاملات و هزینه سرمایه می‌نماید.

همان‌گونه که نتایج این تحقیق نشان می‌دهد شفافیت گزارشگری مالی یکی از ویژگی‌های کیفی مهم در گزارشگری مالی محسوب می‌گردد اما جای تعجب است که چرا هیأت‌های

تدوین استانداردهای حسابداری این ویژگی کیفی را در چارچوب نظری خود جزء ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی قرار نداده‌اند. از این رو پیشنهاد می‌شود که شفافیت گزارشگری مالی نیز به عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی مورد توجه قرار گیرد. به منظور دستیابی به این هدف پیشنهاد می‌شود که هیأت‌های مذکور ابتدا در زمینه تعاریف و مفاهیم متعدد آن تحقیقات کافی انجام بدهند و پس از دستیابی به یک نوع توافق منطقی، جایگاه و اهمیت این ویژگی کیفی را در چارچوب نظری خود مشخص نمایند. بدیهی است که این امر مخارج قابل ملاحظه‌ای را به دنبال خواهد داشت.

هر تحقیقی متأثر از عوامل کلان و محدودیت‌هایی است که قابل کنترل نیستند. برخی از محدودیت‌هایی که باید در تعمیم یافته‌های تحقیق حاضر به آن‌ها توجه نمود به شرح زیر می‌باشد:

۱. محدودیت اصلی این تحقیق نحوه محاسبه بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نخست اینکه بازده سهام شرکت‌ها از طریق نرم افزار ره‌آوردنویس جمع‌آوری گردیده و اعتبار اعداد و ارقام جمع‌آوری شده بستگی به اعتبار نرم افزار مذکور دارد. همچنین طول وقفه معاملاتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند بر بازده سهام شرکت‌ها و نتایج تحقیق تأثیر گذار باشد.

۲. این تحقیق متأثر از برخی عوامل کلان مانند نرخ تورم، نرخ سود تسهیلات دریافتی و نرخ ارز می‌باشد که فرض شده اثر آن‌ها برای همه شرکت‌ها یکسان است، در حالی که ممکن است چنین نباشد. بنابراین عواملی از این قبیل می‌تواند نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

۳. تعدیلات سنواتی و برخی بندهای شرط مندرج در گزارش‌های حسابرسی از جمله عوامل موثر بر اندازه‌گیری سود است. اما به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات لازم، تعدیل بابت این اقلام دشوار بود. لذا این موارد می‌تواند نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

۴. از دیگر محدودیت‌های تحقیق می‌توان به قوانین و مقررات دولتی مانند قیمت‌گذاری یک محصول اشاره کرد. همچنین سهمیه‌بندی‌ها و انحصارات دولتی می‌تواند به طور مستقیم و یا غیر مستقیم بر قیمت سهام و در نتیجه بر هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر گذار باشد.

با توجه به نتایج تحقیق و همچنین سوالاتی که طی انجام آن برای محققین مطرح شد، جهت انجام تحقیقات بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این تحقیق پیشنهادات زیر ارائه می‌شود:

۱. بررسی رابطه بین شفافیت سود و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۲. تحقیق درباره عوامل موثر بر شفافیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۳. بررسی رابطه بین تعصب در افشای نموداری و هزینه حقوق صاحبان سهام

۴. بررسی رابطه بین شفافیت سود و کیفیت گزارش‌های حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

### پی‌نوشت‌ها

- |                                    |                                |
|------------------------------------|--------------------------------|
| ۱ Information Asymmetry            | ۱۶ Momentum Factor             |
| ۲ Economic Value Added Model       | ۱۷ Muino & Trombetta           |
| ۳ Market Value Added               | ۱۸ Graph Disclosure Bias       |
| ۴ Cost of Equity                   | ۱۹ Efficient Market Hypothesis |
| ۵ Adverse Selection                | ۲۰ Accruals Quality            |
| ۶ Earnings Transparency            | ۲۱ Earnings Persistence        |
| ۷ Abnormal Return                  | ۲۲ Earnings Smoothness         |
| ۸ Wishwanath & Kaufman             | ۲۳ Industry Component          |
| ۹ Bushman                          | ۲۴ Industry-neutral Component  |
| ۱۰ Barth & Schipper                | ۲۵ Inside Information          |
| ۱۱ Entity's Underlying Economics   | ۲۶ Jarque-Bera                 |
| ۱۲ Barth                           | ۲۷ Hausman Test                |
| ۱۳ Dhaliwal                        | ۲۸ Fixed Effects Model         |
| ۱۴ Corporate Social Responsibility | ۲۹ Random Effects Model        |
| ۱۵ Fama-French Three-factor model  | ۳۰ Durbin-Watson               |

## منابع

- بولو، قاسم. (۱۳۸۶). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های کیفی سود. پایان نامه دکتری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی.
- تقفی، علی؛ آفایی، محمد علی. (۱۳۷۳). رفتار سود حسابداری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۹، ۵-۲۱.
- تقفی، علی؛ بولو، قاسم. (۱۳۸۸). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های کیفی سود. تحقیقات حسابداری، شماره ۲، ۴-۲۹.
- خالقی مقدم، حمید؛ خالقی، علیرضا. (۱۳۸۸). شفافیت شرکتی در ایران و عوامل موثر بر آن. فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۱، ۳۲-۶۰.
- سینایی، حسنعلی؛ داودی، عبدالله. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، ۴۳-۶۰.
- عرب مازار یزدی، محمد؛ طالبیان، سید محمد. (۱۳۸۸). کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه. فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۱، ۱-۳۰.
- کردستانی، غلامرضا؛ علوی، سید مصطفی. (۱۳۸۹). بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، ۴۳-۶۱.
- مومنی، منصور؛ فعال قیومی، علی. (۱۳۸۹). تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS، تهران: مولف.
- Barth, Mary E. ; Konchitchki, Yaniv; Landsman, Wayne. (2009). Cost of Capital and Earnings Transparency. *Research Paper Series*, Stanford University, Graduate School of Business.
- Barth, Mary E. ; Schipper, Katherine. (2008). Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 23, 173-190.
- Bushman, Robert M. ; Piotroski, Joseph D. ; Smith, Abbie J. (2004). What Determines Corporate Transparency?. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-252.
- Frutos, Maria Angeles; Manzano, Carolina. (2002). Risk Aversion, Transparency, and Market Performance. *Journal of Finance*, Vol, VII, 959-984.
- Dhaliwal, Dan S. ; Zhen Li, Oliver; Tsang, Albert; Yang, Yong George. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86, 59- 100.

- Fama, Eugene F. ; French, Kenneth R. (1993). Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Hermalin, Benjamin E. ; Weisbach, Michael S. (2007). Transparency and Corporate Governance. <http://ssrn.com/abstract=958628>.
- Muino, Flora; Trombetta, Marco. (2009). Does Graph Disclosure Bias Reduce the Cost of Equity Capital?. *Accounting and Business Research*, 39, 83-102.
- Scott, William R. (2009). *Financial Accounting Theory*, Canada: Pearson Prentice Hall.
- Watts, Ross L. ; Zimmerman, Jerold L. (1986). *Positive Accounting Theory*, New Jersey: Prentice Hall.