

تأثیر هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.
f.khoshkar@hnhk.ac.ir

افسانه قنبری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).
ghanbari5779@gmail.com

محمدسعید قنادی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.
m.s.ghanadi@gmail.com

شماره ۳۷ / زمستان ۱۳۹۹ (جلد پنجم) / صص ۱۰۶-۱۱۸
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

چکیده

کاهش هزینه سرمایه و تشکیل ساختار مناسب سرمایه یکی از مهم‌ترین اقدامات شرکت‌ها در راستای افزایش ارزش شرکت و سهامداران است. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت با توجه به عدم تقارن اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. پژوهش انجام‌شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. برای جمع‌آوری اطلاعات، از داده‌های ۱۳۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارد. همچنین عدم تقارن اطلاعات تأثیر منفی هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت را تقویت می‌کند.

واژگان کلیدی: هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام، بازده سرمایه‌گذاری، عدم تقارن اطلاعات.

مقدمه

معیار سنجش کیفیت سرمایه‌گذاری در طول دوره مورد نظر میزان سودآوری آن بوده و بیشتر نشئت گرفته از نوسانات بازده واقعی دوره‌های پیشین شرکت‌ها می‌باشد. پس اگر سرمایه‌گذار مجموعه عوامل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی را در ارتباط با بازدهی مدنظر داشته باشد به نتایج مطلوب خواهد رسید (نظری و دارایی، ۱۳۹۶)؛ اما سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی و تخصیص منابع خود سعی دارند عواملی که بر بازده مورد انتظارشان (هزینه سرمایه) اثرگذار باشد را شناسایی نمایند. کاهش هزینه سرمایه و تشکیل ساختار مناسب سرمایه یکی از مهم‌ترین اقدامات شرکت‌ها در راستای افزایش ارزش شرکت و سهامداران است. هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که انتظار می‌رود به دست آید تا شرکت به فعالیت خود

بتواند ادامه دهد. در این میان بازده مورد انتظار سهامداران و یا به عبارتی هزینه سرمایه سهام از اهمیت بیشتری نیز برخوردار است (سعادت‌مند و علوی، ۱۳۹۸).

یکی از مهم‌ترین عوامل در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری، به دست آوردن اطلاعات کافی و گزارشگری مالی درست از سوی شرکت‌ها است. از این‌رو شناسایی اطلاعات مورد نیاز سهامداران و در نتیجه بازده مورد انتظار آنها از اهمیت به سزایی برخوردار است (مشایخ و اوشیانی، ۱۳۹۳). از پدیده‌های منفی که به‌طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی است که به تصمیم‌گیری‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. از آنجاکه تدوین استانداردها شفافیت در افشای اطلاعات مالی را بیشتر نماید، انتظار می‌رود شفافیت بیشتر موجب کاهش هزینه سرمایه گردد (اینداری و همکاران، ۲۰۱۹). شرکت‌ها برای آگاه ساختن بازار در مورد عملکرد خود و به‌منظور رعایت مقررات بازار سرمایه، اطلاعاتی درباره عملکرد مالی خود افشا می‌کنند. از انواع این اطلاعات، سودهای فصلی و سود سالیانه است. یکی از کاربردهای بالقوه اطلاعات منتشره، کاهش شکاف انتظارات سرمایه‌گذاران، کاهش مزیت اطلاعاتی برخی سرمایه‌گذاران و در نتیجه، کاهش اثر عدم تقارن اطلاعاتی روی هزینه سرمایه شرکت است (متین مطلق و دارابی، ۱۳۹۵). اطلاعات نامتقارن، به معنای توزیع متفاوت اطلاعات مرتبط به دو طرف اقتصادی است، اطلاعاتی که نبود آنها ثروت طرف ناآگاه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به عبارتی، با فرض نامتقارن بودن اطلاعات میان خریداران و فروشندگان، نحوه شکل‌گیری بازار و رسیدن به تعادل در آن تحت تأثیر قرار می‌گیرد (پیرایش و مظفری، ۱۳۹۷). بنابراین در محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی پروژه‌های زیان‌ده شرکت نمی‌باشند. بازده منفی این پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت انباشت و با افشای اطلاعات مربوط به آنها سبب کاهش شدید قیمت سهام خواهد شد (نصیر زاده و همکاران، ۱۳۹۶).

بنابراین از آنجاکه نقش اصلی بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از اجزای این بازار، جذب و هدایت نقدینگی در اقتصاد به سمت تأمین سرمایه بوده، به‌گونه‌ای که منجر به تخصیص بهینه منابع کمیاب مالی شود؛ دستیابی به این مهم منوط به وجود یک سازوکار کارا و شفاف از طریق ایجاد شرایط رقابتی در بازار سرمایه است. بر این اساس با توجه به اهمیت هم‌زمانی اطلاعات برای سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم بهینه در هنگام انتخاب سهام و همچنین اطلاع از هزینه‌های شرکت در این تحقیق به بررسی تأثیر هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت با توجه به عدم تقارن اطلاعات خواهیم پرداخت.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در اقتصاد رو به رشد مدیران سرمایه‌گذار و مدیران پرتفوی، همواره به دنبال گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلندمدت ثروت خود را افزایش دهند. بازارهای مالی یکی از محافلی هستند که می‌توانند انگیزه سرمایه‌گذاری را برای سرمایه‌گذاران متجلی سازند (ایفلدت و همکاران، ۲۰۱۱). در دنیای سرمایه‌گذاری امروز تصمیم‌گیری شاید مهم‌ترین بخش از فرایند سرمایه‌گذاری باشد که طی آن سرمایه‌گذاران در جهت حداکثر کردن منافع و ثروت خویش، نیازمند اتخاذ تصمیمات بهینه می‌باشند (چوی و همکاران، ۲۰۱۲). در این ارتباط مهم‌ترین عامل فرایند تصمیم‌گیری اطلاعات مربوط به سودآوری شرکت‌ها است (نظری و دارابی، ۱۳۹۶) معمولاً افراد مصرف‌کنونی را به مصرف درآینده ترجیح می‌دهند. بنابراین برای تشویق افراد در به تعویق انداختن مصرف فعلی می‌بایستی انتظار کسب پاداش از سرمایه‌گذاری را برای آنان ایجاد کرد. در واقع انتظار کسب بازده یا پاداش سرمایه‌گذاری موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران مصرف درآینده را به

مصرف فعلی ترجیح دهند. اغلب از بازده در جهت معرفی بازده سرمایه‌گذاری در یک دارایی در طول یک دوره زمانی که به آن بازده دوره نگهداری می‌گویند استفاده می‌شود و آن عبارت است از تغییرات قیمت و جریان نقدی حاصل از آن دارایی طی دوره سرمایه‌گذاری. این میزان تغییرات را برحسب درصد بیان می‌کنند که نشان‌دهنده درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری است و به آن نرخ بازده سرمایه‌گذاری می‌گویند. نرخ بازده عامل بسیار مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی جهت سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود (شریف کریمی و همکاران، ۱۳۹۲).

همان‌طور که ذکر شد کاهش هزینه سرمایه و تشکیل ساختار مناسب سرمایه یکی از مهم‌ترین اقدامات شرکت‌ها در راستای افزایش ارزش شرکت و سهامداران است (دوتا، ۲۰۱۶). این رابطه از آن جهت است که سرمایه‌گذاران با هدف کسب بازده وارد بورس می‌شوند و در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابراین برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع خود درصدد هستند تا عواملی را که بر بازده مورد انتظارشان اثرگذار باشد، شناسایی کنند. به این منظور، سرمایه‌گذاران با بهره‌گیری از اطلاعات مالی شرکت‌ها درصدد برآورد بازده مورد انتظار خود بر می‌آیند. بازدهی که سهامداران با توجه به این اطلاعات انتظار دارند، به عبارتی هزینه سرمایه برای شرکت‌های جویای سرمایه به شمار می‌آید (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۳).

مفهوم هزینه سرمایه در پژوهش‌های مالی و حسابداری از بالاترین اهمیت برخوردار است و مکرراً در ارزیابی‌های صرف ریسک سهام، تعیین ارزش شرکت و بودجه‌بندی سرمایه‌ای و فعالیت مربوط به مدیریت سرمایه‌گذاری کاربرد دارد (کامارا و همکاران، ۲۰۰۶).

هزینه سرمایه ضمنی، هزینه تأمین مالی بلندمدت شرکت‌ها است. واحدهای اقتصادی از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام منابع مالی را تأمین می‌کنند و آنها را در دارایی‌ها به کار می‌گیرند (رضایی و مهربان پور، ۱۳۹۶). مفهوم هزینه سرمایه در واقع حداقل نرخ بازدهی است که شرکت بایستی به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران فراهم شود و ارزش بازار سهام حفظ گردد (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده پیش‌بینی شده را دستکم به سطح هزینه سرمایه برساند (ترابی و همکاران، ۱۳۹۹). برآورد هزینه سرمایه، از موضوعات اصلی مربوط به تصمیمات سرمایه‌گذاری است که توسط شرکت‌ها یا سهامداران به منظور ارزش‌گذاری و همچنین ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد. اقتصاددانان مالی در پاسخ به محدودیت‌های موجود در تعیین هزینه سرمایه از طریق بازده تاریخی، رویکردهای مبتنی بر پیش‌بینی را در نظر گرفته‌اند (رضایی و مهربان پور، ۱۳۹۶).

بر اساس تئوری هزینه سرمایه، هزینه سرمایه به‌عنوان نرخ مانع محسوب می‌شود. به این معنی که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در پروژه‌هایی با نرخ بازده بیشتر از هزینه سرمایه موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. از آنجاکه هزینه سرمایه در ارتباط مستقیم با ارزش شرکت است، بنابراین شناخت و اندازه‌گیری هزینه سرمایه، اجزاء آن و عوامل داخلی و بیرونی مؤثر بر آن حائز اهمیت است. از طرف دیگر از میان اجزای هزینه سرمایه شرکت، می‌توان هزینه سرمایه حقوق صاحبان را با توجه به وزن بیشتر سرمایه سهام عادی و نیز گران‌تر بودن آن نسبت به سایر منابع تأمین مالی، به‌عنوان مهم‌ترین جزء در نظر گرفت (محسنی، ۱۳۹۷).

مفهوم دیگری که بازده سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه ضمنی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی است. اولین بار در سال ۱۹۷۰ نظریه عدم تقارن اطلاعاتی از سوی اکرلوف، اسپنس و استیگلیتز ارائه شد (آرمسترانگ، ۲۰۱۲). این پژوهشگران نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است موجب افزایش گزینش مغایر در بازارها شود که این امر قبل از

وقوع معامله برای افراد به وجود می‌آید. آنان نوعی بازار را به تصویر می‌کشند که در آن فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری در اختیار دارد (گرامی اصل و همکاران، ۱۳۹۴).

عدم تقارن اطلاعاتی در اصل زمانی ایجاد می‌شود که یک طرف قرارداد با معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد و هنگام برقراری ارتباط از آن استفاده کند (باسیدیک، ۲۰۱۲ و باتاچاریا، ۲۰۱۰). دو نوع عمده از عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد؛ نوع نخست: گزینش زیان‌بار (انتخاب نادرست) که سرچشمه بسیاری از مشکلات می‌باشد، یک سرمایه‌گذار ممکن است از کیفیت شرکتی که قرار است تبدیل به یک شرکت عام شود مطمئن نباشد. سهامداران ممکن است از کفایت مدیری که انتخاب می‌کنند، مطمئن نباشند و سرمایه‌گذاران ممکن است از درستی اطلاعاتی که مدیریت در مورد شانس موفقیت‌های آینده شرکت ارائه داده مطمئن نباشند. در تمام این موارد عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد؛ زیرا یک طرف دادوستد، اطلاعاتی دارد که طرف دیگر ندارد. تمام طرفه‌ای دادوستد ممکن است از کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بهره‌مند گردند (خانی و قجاوند، ۱۳۹۰). نوع دوم: مخاطره معنوی نامیده می‌شود. مشکلات زیادی را می‌توان در ارتباط با مخاطره معنوی یافت. مدیران شرکت‌ها ممکن است تصمیماتی بگیرند که برای سهامداران سودآور اما برای دارندگان اوراق قرضه زیان‌بار باشد. در تمام این موارد عدم تقارن اطلاعاتی بروز می‌کند؛ زیرا برخی از طرف‌های دادوستد نمی‌توانند کارها و تصمیمات طرف‌های دیگر دادوستد که بر منافع تمام طرف‌های دادوستد اثر می‌گذارد را مشاهده نمایند (پیرایش و مظفری، ۱۳۹۷).

اسلی و همکاران (۲۰۰۴) نشان دادند ارتباط بالقوه بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه وجود دارد؛ آنها مدلی برای قیمت‌گذاری دارایی‌ها پیشنهاد نموده‌اند که بر مبنای آن، هر دو نوع اطلاعات عمومی و خصوصی، بازدهی دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند. در این مدل، سرمایه‌گذاران آگاه با استفاده از اطلاعات خصوصی جدید، قادر به تغییر وزن پرتفوی خود می‌باشند (یوسفی اصل و همکاران، ۱۳۹۴). همچنین نتایج تحقیقات زیادی در این زمینه نشان داده است که نقصان اطلاعات شفاف در بازار، موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و شکست بازار خواهد شد. به همین دلیل، در بسیاری از شکست‌های اخیر بازار سرمایه، نبود شفافیت و عدم تقارن اطلاعاتی از عوامل تأثیرگذار قلمداد شده است (پیرایش و مظفری، ۱۳۹۷).

پیشینه پژوهش

آنگ و تومارکین (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان افشای بودجه، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه به این نتیجه رسیدند که افشای بودجه اطلاعات از مدیران شرکت‌ها به خارج عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهد؛ و شرکت‌هایی که افشای بیشتری دارند از هزینه سرمایه کمتری بهره‌مند می‌شوند. کالن و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان ساختار هزینه‌های ضمنی سرمایه سهام با بررسی هزینه‌های ضمنی سرمایه در سطح شرکت برای سال‌های ۱۹۹۶-۲۰۱۵ نشان دادند که ساختار هزینه‌های ضمنی سرمایه سهام در افق‌های زمانی مختلف ثابت نیست و اغلب به سمت بالا شیب‌دار و مقعر است. آنها همچنین نشان دادند که هزینه‌های ضمنی سرمایه سهام در طی بحران‌های ۱۹۹۸ و ۲۰۰۷-۲۰۰۸ و حتی در بخشی از سال ۲۰۰۸ به سمت پایین کاهش یافته است. بر این اساس امکان پیش‌بینی بازده سهام و نوسانات آینده را در چندین افق وجود دارد. اینداری و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی با نام کیفیت سود، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه در شرکت‌های تولیدی نشان دادند کیفیت سود تأثیر منفی قابل توجهی بر عدم تقارن اطلاعات دارد. عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبتی در هزینه سرمایه دارد. نتایج آزمون همچنین ثابت می‌کند که عدم تقارن اطلاعاتی به‌عنوان یک متغیر واسطه‌ای در این زمینه نقش دارد. باین‌حال، این مطالعه نتوانست تأثیر مستقیم کیفیت سود بر هزینه سرمایه ضمنی را اثبات کند. لاروک و لیل (۲۰۱۸) در

تحقیقی با عنوان هزینه‌های ضمنی صاحبان سهام به‌عنوان پیش‌بینی کننده بازده حسابداری و بازده سهام نشان دادند هیچ‌یک از هزینه‌های ضمنی متداول برآورد سرمایه سهام که نمایندگی بازده مورد انتظار است، با بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط مثبتی ندارند. به نظر می‌رسد این عدم ارتباط با بازده حسابداری در آینده بر توانایی هزینه‌های ضمنی صاحبان سهام برای پیش‌بینی بازده سهام آینده تأثیر بگذارد. نتایج کاظمی و رحمانی (۲۰۱۳) حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌داری بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه است. علاوه بر این، نتایج حاصل از تحقیقات آنها نشان می‌دهد که وقتی بازارهای سرمایه رقابتی هستند، بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد؛ اما وقتی بازارها تا حدی رقابت می‌کنند، بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. لامبرت و همکاران (۲۰۱۲) در مطالعه‌ای با عنوان عدم تقارن اطلاعات، صحت اطلاعات و هزینه سرمایه نشان دادند که در صورت عدم رقابت کامل، عدم تقارن اطلاعات هیچ تفاوتی ایجاد نمی‌کند. در عوض، هزینه سرمایه یک شرکت تنها با اطلاعات سرمایه‌گذاران کنترل می‌شود. با وجود رقابت ناقص، عدم تقارن اطلاعاتی حتی پس از کنترل دقت متوسط سرمایه‌گذاران، بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر، درجه رقابت بازار سرمایه نقش مهمی در رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و هزینه سرمایه دارد.

ترابی و همکاران در پژوهشی با عنوان (۱۳۹۹) اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی نشان داد قابلیت مقایسه و ثبات رویه حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص، شدت تأثیر منفی قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. دلو و جنتی (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای تحت عنوان بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر واکنش بازار نسبت به افزایش سود نقدی نشان دادند افزایش سود نقدی شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا منجر به بازده غیرعادی مثبت و قوی‌تر می‌شود. همچنین شرکت‌های با سابقه کاهش نوسان غیر سیستماتیک پس از افزایش سود نقدی، بازده غیرعادی مثبتی تجربه می‌کنند. رانش مثبت بازده پس از افزایش سود نقدی، برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا محرز است. نتایج تحقیق صدیقی و همکاران (۱۳۹۶) با عنوان رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت با تأکید بر نقش اهرم مالی و فرصت‌های رشد حاکی از وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت بود و این رابطه توسط اهرم مالی تعدیل می‌شود. از طرفی فرصت‌های رشد رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند. فخاری و قورچایی (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان اطلاعات حسابداری، هزینه سرمایه و بازده مازاد سهام با تأکید بر نقش کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود داشته و خصوصاً کیفیت سود به‌عنوان عنصر مهم گزارشگری مالی داری رابطه‌ای منفی و معنادار با هزینه سرمایه است. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد که هزینه سرمایه با بازده مازاد سهامداران رابطه معکوس دارد. این یافته‌ها تأکید مجدد بر فایده مندی ارقام حسابداری مخصوصاً کیفیت سود بر هزینه سرمایه و بازده مازاد هر سهم است. نگین تاجی و هاشمی (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی، نشان دادند با افزایش شفافیت سود هزینه سرمایه شرکت‌ها کاهش می‌یابد و همچنین شفافیت سود تأثیر معنی داری بر بازده اضافی شرکت‌ها دارد.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: عدم تقارن اطلاعات تأثیر هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

روش تحقیق، جامعه آماری و نمونه آماری

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره (استفاده از روش پانل با اثرات ثابت) و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها، از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و پایگاه‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌های نرم‌افزارهای EVIEWS9 و SPSS23 استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۷ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۷ می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بعد از مدنظر قرار دادن معیارهای زیر تعداد ۱۴۶ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شدند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات مورد نیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد و
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداده باشد.

متغیرها و مدل تحقیق

متغیر وابسته؛ بازده سرمایه‌گذاری (INVEST) می‌باشد. از طریق تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید.
متغیر مستقل؛ هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام: (ROJ) در این پژوهش از مدل اصلاح شده اولسون و جوتنر و ناروت (۲۰۰۵) به عنوان معیاری برای برآورد هزینه سرمایه ضمنی استفاده می‌شود.

Coc=

COC: هزینه سرمایه

E1: پیش‌بینی سود سهام در سال $t=1$ ،

E2: پیش‌بینی سود سهام در سال $t=2$ ،

$\Delta E2 = E2 - E1$

A: نرخ رشد واقعی که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$A = \frac{1}{2} \left(Y - 1 + \frac{d1}{P0} \right) A = \frac{1}{2} \left(Y - 1 + \frac{d1}{P0} \right)$$

D1: سود تقسیمی در سال $t=1$ از آنجایی که پیش‌بینی سود تقسیمی برای همه شرکت‌ها صورت نمی‌گیرد از سود تقسیمی جاری استفاده می‌شود همانند پژوهش (نکراسوف و شروف، ۲۰۰۸).

γ : نرخ رشد بلندمدت در سود، طبق نظریه اولسون و جوتنر و ناروت (۲۰۰۵) $1-\gamma$ باید بین ۳-۵٪ باشد یعنی γ می‌تواند ۰٫۳، ۰٫۴ و ۰٫۵ انتخاب شود.

به استناد نظریه اولسون و جوتنر و ناروت (۲۰۰۵) هنگام استفاده از فرمول COC در صورتی $\Delta E2$ منفی شود و در پی آن عبارت زیر رادیکال هم منفی گردد، عبارت زیر رادیکال را مساوی A و هزینه سرمایه را مساوی A2 می‌گردد $\left(\frac{P_1}{P_0}\right)$.
متغیر تعدیلگر؛ در این تحقیق معیار عدم تقارن اطلاعاتی (Spread) اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می‌باشد

$$Spread_{it} = \frac{AP - BP}{(AP + BP) / 2} \times 100$$

t: دوره زمانی مورد بررسی؛

i: نمونه مورد بررسی؛

Spread دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (Ask / Price) میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t

BP (Bid / Price) میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

لازم به ذکر است که بزرگی معیار Spread جهت تفکیک سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه به کار می‌رود و هر چه عدد محاسبه شده بزرگ‌تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه بیشتر است.

همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

اندازه شرکت (SIZE) که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال محاسبه می‌شود.

اهرم مالی (LEV) که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

نسبت پوشش بهره (intcov)

هزینه بهره/سود قبل از بهره و مالیات = هزینه بهره/سود عملیاتی = نسبت پوشش هزینه بهره

بالا بودن نسبت پوشش بهره نشان‌دهنده آن است که واحد تجاری در پرداخت هزینه بهره مشکل ندارد و پایین بودن آن بیانگر آن است که اعتباردهندگان در دریافت بهره در سررسید با ریسک بیشتری مواجه خواهند بود، در نتیجه واحد تجاری ممکن است برای دریافت واحدهای جدید با مشکلاتی مواجه گردد.

گردش مالی سهام (TURN) از طریق لگاریتم طبیعی نرخ گردش تعداد کل سهام به دست می‌آید.

بر این اساس مدل‌های پژوهش به شرح زیر ارائه خواهد شد.

مدل اول:

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROJ_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 intcov_{i,t} + \beta_5 TURN_{i,t} + \epsilon_{it}$$

مدل دوم:

$$INVEST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROJ_{i,t} + \beta_2 Spread + \beta_3 (ROJ * Spread) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 intcov_{i,t} + \beta_7 TURN_{i,t} + \epsilon_{it}$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۱، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در طی زمان مورد بررسی نشان می‌دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های مرکزی		نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانگین	میانگین	علامت اختصاری	متغیرها
۷,۱۸	۰,۸۶	۱,۶۳	۲,۶۴	۲,۷۶	INVEST	بازده سرمایه‌گذاری
۱,۳۶	۰,۰۵	۰,۲۲	۰,۲۸	۰,۳۳	ROJ	هزینه ضمنی حقوق صاحبان سهام
۷,۳۴	۰,۸۱	۱,۵۷	۲,۴۱	۲,۵۶	Spread	عدم تقارن اطلاعات
۱۹,۹۴	۱۰,۸۲	۱,۷۵	۱۴,۲۳	۱۴,۴۱	SIZE	اندازه شرکت
۱,۵۹	۰,۳۰	۰,۱۹	۰,۶۳	۰,۶۱	LEV	اهرم مالی
۴۱,۱۹۰	-۷,۹۸	۱۷,۵۴	۴,۵۶	۹,۳۳	Intcov	نسبت پوشش بهره
۳,۲۶	۰,۰۰	۰,۵۲	۰,۱۷	۰,۳۳	TURN	گردش مالی سهام

انتخاب مدل اول

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول (۲): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن (مدل اول)

نتیجه آزمون	احتمال	آماره آزمون	آزمون اثرات
رد فرض صفر استفاده از مدل پانل	(۰,۰۰۰)	۱۲,۰۹	مقدار F
رد فرض صفر پانل با اثرات ثابت	۰,۰۰۳	۲۱۳,۵۴	آماره

با توجه به جدول ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای-دو برای مدل کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت می‌باشد.

جدول (۳): نتایج برآورد مدل اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
ROJ	-۰,۰۷	-۴,۷۶	۰,۰۰۰
SIZE	۱,۲۳	۱,۶۷	۰,۰۹۶
LEV	-۰,۳۴	-۴,۰۹	۰,۰۰۰
Intcov	۱,۱۷	۲,۴۷	۰,۰۳۸

۰,۰۰۰		۶۸,۵	۰,۰۹۸	TURN
۰,۰۰۰		۳,۴۳	۰,۹۸	C (مقدار ثابت)
۰,۰۰۰	مقدار احتمال F	۶,۷۶	مقدار F	
۱,۷۲	دوربین واتسون	۰,۶۷۴۳	ضریب تعیین (R ²)	
		۰,۶۴۳۲	ضریب تعیین تعدیل شده	

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۳، ملاحظه می شود که سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان کوچکتر از ۰,۰۵ بوده (۰,۰۰۰) و ضریب آن منفی می باشد (۰,۰۷-). همچنین مقدار آماره آن (۴,۷۶-) در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد؛ بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان گفت هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه گذاری شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارد.

انتخاب مدل دوم

جدول (۴): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن (مدل دوم)

آزمون اثرات	آماره آزمون	احتمال	نتیجه آزمون
مقدار F	۹,۵۴	(۰,۰۰۰)	رد فرض صفر استفاده از مدل پانل
آماره	۱۷۶,۵۴	۰,۰۰۰	رد فرض صفر پانل با اثرات ثابت

با توجه به جدول ۴، مقدار احتمال آماره F و آماره کای-دو برای مدل کمتر از ۰,۰۵ می باشد؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت می باشد.

جدول (۵): نتایج برآورد مدل دوم تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	t مقدار	مقدار احتمال
ROJ	-۰,۰۵	-۸,۶۵	۰,۰۰۰
Spread	-۰,۰۹	-۶,۵۴	۰,۰۰۰
(ROJ * Spread)	-۰,۰۰۸	-۱۳,۹۸	۰,۰۰۰
SIZE	۱,۰۹	۱,۷۸	۰,۰۷۶
LEV	-۱,۰۸	-۲,۱۷	۰,۰۹۳
Intcov	۰,۲۹	۵,۷۶	۰,۰۰۰
TURN	۰,۱۷	۳,۷۶	۰,۰۰۰
C (مقدار ثابت)	۰,۸۷	۲,۷۸	۰,۰۰۷
مقدار F		۹,۷۳	مقدار احتمال F
ضریب تعیین (R ²)	۰,۶۴۷۷		دوربین واتسون
	۰,۶۱۳۳		
ضریب تعیین تعدیل شده			

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، ملاحظه می شود که سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر $ROJ * Spread$ بزرگتر از $0,05$ بوده ($0,000$) و ضریب آن ($-0,008$) همچنین مقدار آماره آن (-239813) در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت که عدم تقارن اطلاعات تأثیر منفی هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه گذاری شرکت را تقویت می کند.

بحث و نتیجه گیری

مبنای تصمیم گیری مشارکت کنندگان در بازار سرمایه، اطلاعاتی است که از سوی شرکت ها، منتشر می شود. بهره گیری از این اطلاعات و تصمیم گیری صحیح، زمانی امکان پذیر است که اطلاعات یاد شده به موقع، مرتبط، با اهمیت و نیز کامل، دقیق و قابل فهم ارائه گردد. از سوی دیگر، نوع و چگونگی دستیابی به اطلاعات نیز از اهمیت به سزایی برخوردار است. در صورتی که انتقال اطلاعات به صورت نابرابر و نامتقارن، بین افراد صورت گیرد و اصطلاحاً عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آید می تواند نتایج متفاوتی را نسبت به یک موضوع واحد سبب شود. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه گذاری شرکت با توجه به عدم تقارن اطلاعات با استفاده از داده های ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۷ بود. نتایج این پژوهش نشان می دهد. نتیجه فرضیه اول نشان داد هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه گذاری شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارد. این نتیجه نشان می دهد از آنجا که هزینه سرمایه ضمنی، هزینه تأمین مالی بلندمدت شرکت هاست و از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام منابع مالی را تأمین می کند، بالا بودن هزینه سرمایه ضمنی باعث افزایش ریسک و تحمیل هزینه به صاحبان سهام می شود در نتیجه می تواند بازده سرمایه گذاری را کاهش دهد. همچنین نتایج نشان داد عدم تقارن اطلاعات تأثیر منفی هزینه سرمایه ضمنی حقوق صاحبان سهام بر بازده سرمایه گذاری شرکت را تقویت می کند. عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت ها و سرمایه گذاران سبب می شود که هزینه تأمین مالی درون سازمانی و برون سازمانی متفاوت باشد، به طوری که تأمین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت به همراه خواهد داشت؛ به عبارت دیگر عدم تقارن اطلاعاتی می تواند تأمین منابع مالی برون سازمانی را مشکل تر سازد، زیرا افراد خارج از شرکت می خواهند مطمئن باشند که اوراق بیش از اندازه قیمت گذاری نشده باشد؛ بنابراین در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه گذاران ناآگاه یا کم اطلاع، نگران مبادله با سرمایه گذاران دارای اطلاعات خصوصی یا اطلاعات بیشتر هستند. به طور کلی، یک سرمایه گذار ناآگاه نگران این است که یک سرمایه گذار آگاه ممکن است به فروش (خرید) اوراق بهادار بپردازد، تنها به این دلیل که قیمت جاری، با توجه به اطلاعات در اختیار مبادله گر آگاه، بسیار بالا (بسیار پایین) است. در همین ارتباط ممکن است سرمایه گذاران ناآگاه اقدام به کاهش یا حذف سهام دارای اطلاعات خصوصی از پرتفوی خویش نمایند و در نتیجه بازده سرمایه گذاری آنها کاهش می یابد و آنها را مجبور می کند تا با بررسی بیش انتظار خود، قابلیت تغییر پذیری ارزش دارایی ها و سرمایه گذاری ها را افزایش دهند و به این ترتیب ریسک بالاتری را برای سرمایه گذاری های خود متصور شوند. این نتیجه همراستا با نتایج آنگ و تومارکین (۲۰۲۰) ایندارتی و همکاران (۲۰۱۹) کاظمی و رحمانی (۲۰۱۳) و صدیقی و همکاران (۱۳۹۶) می باشد.

با توجه به نتایج فرضیه اول پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران هزینه ضمنی سرمایه شرکت ها را در مور حداقل نرخ بازدهی که شرکت بایستی به دست آورد مورد، توجه قرار دهند. همچنین با توجه به نتایج فرضیه دوم پیشنهاد میشود به سازمان بورس

اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که در راستای افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، برای دسترسی سهامداران به اطلاعات قابل‌اتکا، شرکت‌ها را وادار به افشای گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه خود در دوره‌های معین کنند. در نهایت پیشنهاد می‌شود که تحقیقات آتی تأثیر پذیرش استانداردهای حسابداری بر افشا و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رابطه آن را با بازده آتی سهام و بازده سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دهند.

منابع

- ✓ پورحیدری، امید، امینی نیا، میثم، فدوی، محمدحسن، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه سرمایه سهام عادی، با لحاظ فرصت‌های رشد و مالکیت نهادی، فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه، سال ۱۹، شماره ۳، صص ۱۷۳-۱۹۰.
- ✓ پیرایش، رضا، مظفری، سعید، (۱۳۹۷)، عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیرات آن بر بازار سرمایه، مطالعات نوین کاربردی در مدیریت و اقتصاد، سال ۱، شماره ۳، صص ۸۳-۹۶.
- ✓ ترابی، ایرج، دستگیر، محسن، کیانی، غلامحسین، (۱۳۹۹)، اثر تعدیل‌کنندگی عدم تقارن اطلاعاتی و بازار رقابت ناقص بر شدت تأثیرگذاری قابلیت مقایسه و ثبات رویه بر هزینه سرمایه سهام عادی، حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۲، صص ۱-۲۲.
- ✓ خانی، عبدالله، زیبا قجاوند، (۱۳۹۰)، مروری بر ادبیات عدم تقارن اطلاعاتی و معیارهای اندازه‌گیری آن. حسابداری و مدیریت مالی، شماره ۸، صص ۳۴-۴۹.
- ✓ دلو، مریم، جنت، علی، (۱۳۹۷)، بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر واکنش بازار نسبت به افزایش سود نقدی، حسابداری مالی، سال ۱۰، شماره ۳۹، صص ۱۰-۳۰.
- ✓ رضایی، فرزین، محمد پور، مهدیه، (۱۳۹۶)، تبیین رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و هزینه سرمایه ضمنی آنها، پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۱۱۷-۱۳۸.
- ✓ سعادت‌مند، روشنک، علوی، سی مصطفی، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین ویژگی‌های کمیته‌های حسابرسی و هزینه سرمایه سهام عادی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۸، شماره ۳۱، صص ۲۳۲-۲۵۲.
- ✓ شریف کریمی، محمد، امام وردی، قدرت اله، دباغی، نیشتمان، (۱۳۹۲)، ارزیابی و شناسایی مناسب‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری دارایی و مالی در ایران، فصلنامه علوم اقتصادی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۱۷۶-۲۰۴.
- ✓ صدیقی، روح اله، عالی فامیان، مجتبی، شاهوردی زاده، شاهین، (۱۳۹۶)، رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت با تأکید بر نقش اهرم مالی و فرصت‌های رشد، بررسی‌های حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۸۱-۹۶.
- ✓ فخاری، حسین، قورچایی، عبدالصمد، (۱۳۶۵)، اطلاعات حسابداری، هزینه سرمایه و بازده مازاد سهام با تأکید بر نقش کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال پنجم، شماره ۱۸، صص ۱-۲۲.
- ✓ گرامی اصل، امیر، سربازی آزاد، صادق، ابراهیمی، سید کاظم، بهرامی نسب، علی، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اقتصاد و کسب‌وکار، سال ششم، شماره ۱۰، صص ۲۷-۳۶.

- ✓ متین مطلق، مریم، دارابی، رؤیا، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر عدم تقارن اطلاعاتی و سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، برلین - آلمان.
- ✓ محسنی، عبدالرضا، (۱۳۹۷)، ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۴، صص ۲۷۳-۲۹۱.
- ✓ مشایخ، شهناز، اوشیانی، مریم، (۱۳۹۳)، ارتباط هزینه سرمایه و پذیرش استانداردهای حسابداری ملی و تأثیر نقدشوندگی سهام روی این رابطه، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۴، شماره ۱۴، صص ۱۲۵-۱۴۲.
- ✓ نظری، حمید، دارابی، محسن، (۱۳۶۹)، بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال ۱۷، شماره ۶۹، صص ۲۸۳-۲۹۹.
- ✓ نگین تاجی، زریر، هاشمی، افشین، (۱۳۹۴)، تأثیر شفافیت سود بر هزینه سرمایه و بازده اضافی، سیاست‌های راهبردی و کلان، سال ۳، شماره ۱۱، صص ۹۵-۱۱۴.
- ✓ نصیر زاده، فرزانه، عباس زاده، محمدرضا، ذوالفقارآرانی، محمدحسین، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر روی ریسک سقوط قیمت سهام، حسابداری مالی، سال نهم، شماره ۴۶، صص ۳۵-۷۰.
- ✓ هاشمی، عباس، امیری، هادی، معین قفقازی، رؤیا، (۱۳۹۲)، تأثیر به‌کارگیری هزینه سرمایه بر رابطه سود و بازده سهام، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۱، شماره ۳۸، صص ۹۱-۱۱۷.
- ✓ یوسفی اصل، فرزانه، ملانظری، مهناز، سلیمانی، غلامرضا، (۱۳۶۴)، ارزیابی مدل شفافیت گزارش‌تری مالی پیشنهادی بر مبنای هزینه سرمایه سهام عادی، دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۱، صص ۲۷-۴۶.
- ✓ Ang ., Alvin E. S., Robert Tumarkin (2020) Funding Disclosures, Information Asymmetry, and the Cost of Capital, Department of Economics and Finance, School of Business, The Hang Seng University of Hong Kong
- ✓ Armstrong C.S., John E.C., Taylor D.J. & Verrecchia, R.E. (2011). When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital? Journal of accounting research, 49(1), 1-40
- ✓ Bahattacharya, N., Desai, H. & Venkataraman, k. (2010). Earnings Quality and Information Asymmetry: Evidence from Trading Costs. Under Review in Second Round at: Contemporary Accounting Review, 75-123
- ✓ Basiddiq, H., and K. Hussainey. (2012). Does asymmetric information drive UK dividends propensity? Journal of Applied Accounting Research 13(3): 284-297.
- ✓ Callen, J.L., Lyle, M.R.(2020) The term structure of implied costs of equity capital. Rev Account Stud 25, 342-404 (2020). <https://doi.org/10.1007/s11142-019-09513-z>
- ✓ Camara, A., San-Lin, C., Yaw-Huei, W. (2009). Option implied cost of equity and its properties. Journal of Futures Markets, 29(7), 599-629
- ✓ Chow, C. K. W., Song, F. M., & Wong, K. P. (2012). Investment and the soft budget constraint in China. International Review of Economics and Finance, 19, 219-227.
- ✓ Dutta, S. and A. Nezlobin. (2016). Information Disclosure, Firm Growth, and the Cost of Capital. Journal Financial Econ-omics, Vol. 30, PP. 1- 45
- ✓ Easley, D., Hvidkjaer, S., O'Hara, M., (2002). Is information risk a determinant of asset returns? The Journal of Finance, 57(5): 2185-2221.

- ✓ Indarti, M. G. Kentris., Isaura Tribuana Puteri, Sri Sudarsi (2019) Earning Quality, Information Asymmetry and Cost of Equity Capital in Manufacturing Companies, <https://doi.org/10.2991/icobame-18.2019.34> How to use a DOI?
- ✓ Kazemi., Hosein ., Fateme Rahmani (2013) Relationship between information asymmetry and cost of capital. Management Science Letters 4(1):321-328 DOI: 10.5267/j.msl.2012.10.026
- ✓ Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. Review of Finance, 16 (1), 1-29. <http://dx.doi.org/10.1093/rof/rfr014>
- ✓ Larocque ., Stephanie A., Matthew R. Lyle (2018) Implied Cost of Equity Capital Estimates as Predictors of Accounting Returns and Stock Returns, Journal of Financial Reporting: Spring 2017, Vol. 2, No. 1, pp. 69-93. <https://doi.org/10.2308/jfir-51874>