

## اطلاعات حسابداری، هزینه سرمایه و بازده مازاد سهام با تاکید بر نقش کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حسین فخاری<sup>۱</sup>

عبدالصمد قورچایی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup>استادیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران    <sup>۲</sup>کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۲/۱۱ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۰۴/۲۲

### چکیده

گزارشگری مالی به عنوان یکی از مهمترین ساختارهای اطلاعاتی در بازارهای اوراق بهادار تلقی شده و کیفیت ارقام ارائه شده خصوصا کیفیت سود نقش مهمی در تأمین نیازهای سهامداران بالفعل و بالقوه واحد تجاری ایفاء می کند. لذا انتظار می رود اطلاعات حسابداری و به طور خاص کیفیت سود بر حداقل نرخ بازده مورد توقع سرمایه گذاران (هزینه سرمایه) موثر بوده و نهایتا با بازده مازاد سهامداران همبسته باشد.

از این رو این تحقیق درصدد است تا به طور تجربی ارتباط بین اطلاعات حسابداری و بازده مازاد سهام را برای نمونه‌ای با ۱۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با رویکرد رگرسیون مبتنی بر تحلیل ترکیبی برای سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دهد. یافته‌ها نشان می دهد بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود داشته و

---

<sup>۱</sup> نویسنده مسئول : ghoorchayi134@yahoo.com

خصوصاً کیفیت سود به عنوان 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.

واژه‌های کلیدی: اطلاعات حسابداری، کیفیت سود، هزینه سرمایه، بازده مازاد سهم

## مقدمه

کیفیت سود یکی از مباحث بحث‌انگیز در حوزه مالی و حسابداری می‌باشد که تحقیقات زیادی را در این حوزه به خود اختصاص داده است. علی‌رغم تمام تحقیقات انجام شده در مورد ارتباط کیفیت سود و هزینه سرمایه [۷، ۹، ۱۰، ۱۳] این سوال در تحقیقات اخیر [۷] مطرح شده که آیا ویژگی کیفیت سود به همراه سایر اطلاعات حسابداری می‌تواند مبنایی برای تخمین هزینه سرمایه تلقی شوند؟ اپرگیس<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که کیفیت سود می‌تواند یکی از عوامل تعیین‌کننده هزینه سرمایه باشد. حال اگر قبول کنیم که کیفیت سود می‌تواند بر هزینه سرمایه موثر باشد، می‌توانیم انتظار داشته باشیم که بین بازده مازاد سهام و هزینه سرمایه‌ای که مبتنی بر اطلاعات حسابداری و کیفیت سود می‌باشد نیز ارتباطی وجود داشته باشد. ادبیات حسابداری نشان می‌دهد که کیفیت سود می‌تواند باعث کاهش هزینه سرمایه شود چرا که کیفیت سود بازده مورد انتظار سهامداران را کاهش خواهد داد [۱۰]، به عبارتی کیفیت بالای اطلاعات ریسک اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و کاهش ریسک اطلاعات باعث

---

<sup>۲</sup>Apergis

کاهش هزینه سرمایه می شود. لذا انتظار داریم که محاسبه هزینه سرمایه با استفاده از اطلاعات حسابداری و بخصوص کیفیت سود بتواند بازده مازاد سهامداران را کاهش دهد.

براین اساس این تحقیق درصدد است تا به بازآزمایی مدل تحقیقی بکارگرفته شده توسط اپرگیس و همکاران در بازار نوظهور ایران پردازد. از جمله نوآوری این تحقیق این است که به نقش اطلاعات حسابداری به خصوص کیفیت سود در محاسبه هزینه سرمایه و نهایتاً بازده مازاد سهامداران می پردازد، در حالیکه اکثر متون مالی و حسابداری به محاسبه هزینه سرمایه بر مبنای رویکرد مالی یعنی می انگین موزون هزینه سرمایه متمرکز هستند. ولیکن ادبیات اخیر [۷،۵] نشان داده است که اطلاعات حسابداری نیز می تواند جایگزینی برای محاسبه هزینه سرمایه شرکت‌ها تلقی شود و هدف ما در این تحقیق نیز پرداختن به این مهم است و انتظار داریم نتایج این تحقیق بتواند برای مدیران، فعالان بازار اوراق بهادار، سیاست‌گذاران و تنظیم‌گران بازار سرمایه سودمند باشد. چرا که وقتی شرکت به گزارش سودهای با کیفیت می پردازد، می تواند علاوه بر کاهش ریسک اطلاعاتی، موجب ثبات و عقلانی شدن معاملات بازار سرمایه شود. علاوه بر این تحقیق حاضر می تواند به بسط تئوریک نقش اطلاعات حسابداری در برآورد هزینه سرمایه کمک کند و به غنای تئوریک ادبیات هزینه سرمایه بیافزاید. در ادامه پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش به بیان فرضیات تحقیق، روش تحقیق و تحلیل داده‌ها می پردازیم و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادات ارائه می شود.

### **مبانی نظری پژوهش**

به کارگیری اصول حسابداری تعهدی در شرکت‌ها باعث می شود تا سود گزارشی، به جای مرزبندی مشخص، با طیفی از کیفیت سود ارائه گردد؛ به این معنا که هرچه سود از برآورد و تخمین کمتری یا از نقدینگی بالایی برخوردار باشد، سود ذهنی به حداقل رسیده و در نهایت کیفیت بالایی خواهد داشت. [۱] لذا ارزیابی کیفیت سود به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی

کمک می کند تا نسبت به قابل اط می نان بودن سود جاری قضاوت کنند و آینده را پیش بینی نمایند. وقتی که عموم نسبت به فرآیند گزارشگری مالی مطمئن باشند، به سرمایه گذاری در اوراق بهادار روی خواهند آورد که این امر باعث رشد و گسترش بازار سرمایه می شود [۱۵] زیرا کیفیت بالای سود و گزارشگری مالی هزینه ی سرمایه را کاهش می دهند و سرمایه گذاران اط می نان معقولی نسبت به سرمایه گذاری خود کسب خواهند کرد. در واقع افزایش ابهامات در مورد سود، هزینه ی سرمایه را افزایش داده و مبادلات در بازار سهام را کاهش می دهد. [۱۰] در نتیجه کیفیت بالای سود با کاهش هزینه سرمایه، موجب تخصیص بهینه ی منابع می شود و با فراهم کردن اطلاعات مالی که ارزش واقعی دارند به تص می م گیری سرمایه گذاران، مدیران و سیاست گذاران در نحوه ی تخصیص منابع مالی و انسانی برای توسعه اقتصادی و افزایش ثروت کمک می کند و در نهایت ریسک سهامداران و اعتباردهندگان را کاهش داده و در پایداری مالی و رشد اقتصادی کشور نیز نقشی موثری ایفاء می کند.

علاوه بر این در اغلب مطالعات تئوریک اشاره شده است که کیفیت بالای اطلاعات می تواند هزینه سرمایه را از طریق مکانیسم های زیر کاهش دهد: الف) در مورد سرمایه گذاران، اطلاعات با کیفیت عدم تقارن اطلاعاتی را کاسته و لذا تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش کاهش یافته و نقدینگی مبادلات اوراق بهادار شرکت افزایش می یابد. ب) کیفیت بالای اطلاعات باعث کاهش ریسک برآورد<sup>۳</sup> در قیمت گذاری اوراق بهادار شرکت می شود. پ) اطلاعات با کیفیت به سرمایه گذاران کمک می کند تا هر چه بهتر و کارآمد تر بتوانند بر عملکرد مدیریت نظارت و آگاهی داشته باشند. ت) کیفیت بالای اطلاعات به شرکت ها این امکان را می دهد که به مجموعه گسترده ای از سرمایه گذاران دسترسی و دید<sup>۴</sup> کلی از آن ها

---

<sup>3</sup> estimation

<sup>4</sup>visibility

داشته باشند که این امر در چگونگی تسهیم ریسک بین سرمایه گذاران موثر خواهد بود. [۱۴]

بیمن و ورسچیا<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) هزینه سرمایه را به افشاهای عمومی سود و معاملات محرمانه ارتباط می دهند. یافته های آنها نشان می دهد، با اینکه افزایش افشای عمومی هزینه سرمایه را کاهش می دهد در عین حال ممکن است منجر به تولید ناکارآمد و خسارت گردد [۸]. ایزلی و اوهارا<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) نیز نشان می دهند که عدم تقارن اطلاعاتی برای سرمایه گذاران ناآگاه ریسک اطلاعاتی ایجاد می کند، و این ریسک قابل حذف شدن نیست بنابراین باید بررسی و قیمت گذاری شود. [۱۳] در واقع سرمایه گذاران از طریق سرمایه گذاری در اوراق مشارکت دولتی یا از طریق بانکها می توانند در ازای سرمایه گذاری خود حداقل نرخ بازدهی ای که هیچگونه ریسک و خطری نیز در بر نداشته باشد کسب کنند. آنها با ورود به بازار سرمایه ریسکی را تقبل می کنند که ناشی از عدم دسترسی به اطلاعات است. با قبول این ریسک سرمایه گذاران انتظار دارند بازدهی ای مازاد کسب کنند. ولی ممکن است در رقابت و مواجهه با افرادی که به اطلاعات دسترسی دارند دچار زیان و خسارت شوند که این امر نرخ بازدهی مورد انتظار آنها (هزینه سرمایه) را افزایش خواهد داد. این موضوع یکی از خصوصیات بارز بازار نیمه کارا یا غیر کارا می باشد. عبودی<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۰۵) معتقدند که عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه تاثیر دارد. آنها بررسی کردند که آیا اقلام تعهدی غیرعادی (اختیاری) می تواند نماینده ای برای اطلاعات نامتقارن باشد؟ نهایتا دریافتند که کیفیت سود عاملی مهم برای هزینه سرمایه و ق می ت گذاری ارزش شرکت تلقی می شود. [۵]

---

<sup>5</sup>Baiman and Verrecchia

<sup>6</sup>Easley and O'Hara

<sup>7</sup>Aboddy

لذا انتظار داریم که بین هزینه سرمایه و مازاد بازده سهامداران ارتباط وجود داشته باشد و با بکارگیری اطلاعات حسابداری بتوان هزینه سرمایه را کاهش داده و نهایتاً بازده مازاد سهام کاهش یابد. بر این اساس مدل مفهومی تحقیق حاضر بدین صورت قابل طرح است:



### مروری بر پیشینه تحقیق

اپرگیس و همکاران (۲۰۱۲) نقش اطلاعات حسابداری به خصوص کیفیت سود بر هزینه سرمایه را بررسی کردند. آنها هزینه سرمایه را بر اساس اطلاعات حسابداری برآورد کردند و برای کیفیت سود از چهار معیار متفاوت (دو معیار نخست با بکارگیری مدل جونز و دو معیار دیگر با بکارگیری مدل دجو و دیجو) استفاده کردند و نهایتاً تاثیر آن را بر بازده مازاد سهام مورد مطالعه قرار دادند. تما می چهار معیار کیفیت سود اثری منفی و معنادار از لحاظ آماری بر هزینه سرمایه داشته است. تفسیر آنها از این یافته ها نشان می دهد که اگر کیفیت گزارش های سود کاهش یابد، می توان گفت بهایی که سرمایه گذاران برای هر دلار از سود خواهند پرداخت دلالت بر هزینه سرمایه بالاتر برای شرکت هایی دارد که کیفیت سود پایینی دارند. همچنین آنها اثر هزینه سرمایه بر بازده مازاد سهام را مستقیماً از داده های واقعی و بدون در نظر گرفتن هیچکدام از دیگر اطلاعات حسابداری نشان دادند. یافته های آنها بیان می کند که (هرچند ناچیز از لحاظ آماری) همبستگی مثبتی بین این دو متغیر وجود دارد. در نهایت در مدل

نهایی که هزینه سرمایه مستقیماً از طریق اطلاعات حسابداری محاسبه شده نشان می دهند که هزینه سرمایه اثری منفی و از لحاظ آماری معنادار بر بازده مازاد سهام می گذارد.[۷]

بارث<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۹) در تحقیقی تحت عنوان هزینه سرمایه و شفافیت سود نشان دادند که افزایش در شفافیت اطلاعات حسابداری منجر به کاهش هزینه سرمایه می شود.[۹]

عبودی و همکاران (۲۰۰۵) بررسی کردند که آیا اقلام تعهدی غیرعادی می تواند نماینده اطلاعات نامتقارن باشد. آنها طی دو مرحله این تحقیق را انجام دادند. در مرحله اول چگونگی تحت تاثیر قرار گرفتن شرکت ها از طریق کیفیت سود را بررسی کردند. برای این منظور از مدل سه عاملی فاما و فرنچ برای تعیین شرکت های با کیفیت سود بالا و شرکت های با کیفیت سود پایین استفاده کردند. در مرحله دوم به اینکه آیا کیفیت سود عاملی برای قیمت است و آیا معاملات محرمانه برای شرکت هایی که افشای بیشتری دارند سودآوری بالایی دارد، پرداختند. شواهد آنها حاکی از سازگاری کیفیت سود و قیمت گذاری بوده و همچنین آنها دریافتند که کیفیت سود عملاً یک عامل قیمت گذاری مهم برای هزینه سرمایه و ارزش شرکت می باشد.[۵]

باتاجاریا و همکاران (۲۰۰۳) با بررسی روابط مختلف می ان هزینه سرمایه و کیفیت سود نشان دادند که کیفیت سود از طریق تاثیر خود بر عدم تقارن اطلاعاتی می تواند هزینه سرمایه را تحت تاثیر قرار دهد.[۱۰]

نیکومرام و امی نی (۱۳۹۰) کیفیت سود را با شش معیار متفاوت بدست آوردند. نتایج بدست آمده نشان داد که از می ان شش بعد کیفیت سود؛ چهار بعد کیفیت اقلام تعهدی، تغییرپذیری سود، پیش بینی پذیری سود و هموار بودن سود دارای رابطه معکوس و معناداری با هزینه سرمایه

---

<sup>۸</sup>Barth

است. هرچند رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سرمایه معنادار است با این وجود، علامت این رابطه مطابق انتظارات نبوده است. همچنین رابطه معناداری می ان عامل مشترک و هزینه حقوق صاحبان سرمایه مشاهده نشده است.[۴]

عرب مازار یزدی و طالبیان(۱۳۸۸) کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه را بررسی کردند. طبق نتایج آنها اقلام تعهدی با کیفیت بالا، باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت ها شده و عکس العمل های بازار را در پی داشته است. در فرضیه های اول و دوم این تحقیق، نقش کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه شرکت ها بررسی شده که نشان می دهد هزینه سرمایه شرکت ها تحت تاثیر کیفیت اقلام تعهدی قرار دارد. آزمون فرضیه های سوم و چهارم این تحقیق نشان داد علاوه بر اینکه سرمایه گذاران بر شاخص کیفیت اقلام تعهدی توجه می کنند، توجه آنها به کیفیت قسمت اختیاری این اقلام در مقایسه با جزء غیر اختیاری (ذاتی) آنها بیشتر است.[۳]

ثقفی و بلو(۱۳۸۸) ارتباط بین چهار ویژگی سود (کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش بینی، و هموار بودن) با هزینه حقوق صاحبان سهام (مدل گوردون) را مورد بررسی قرار دادند. آنها نشان دادند که رابطه منفی معنی دار بین هزینه حقوق صاحبان سهام و کیفیت اقلام تعهدی و قابلیت پیش بینی سود وجود ندارد. در مقابل وجود رابطه منفی معنی دار بین هزینه حقوق صاحبان سهام و پایداری سود و هموار بودن سود مورد تایید قرار گرفته است.[۲]

### فرضیه های پژوهش

مطابق با ادبیات موجود و تبیین ارتباط تئوریکی بین کیفیت سود و هزینه سرمایه، این تحقیق در نظر دارد تا علاوه بر آزمون مجدد رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه به چگونگی ارتباط بین هزینه سرمایه و بازده مازاد سهم بپردازد. بر این اساس فرضیات زیر ارائه می شود:

فرضیه اول: بین اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.



فرضیه دوم: بین هزینه سرمایه و بازده مازاد سهم رابطه معناداری وجود دارد.

### تعریف متغیرها و اندازه گیری آنها

برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل‌های زیر که توسط اپرگیس و همکاران (۲۰۱۲) بکار گرفته شده استفاده می شود:

مدل رگرسیونی مورد استفاده در فرضیه نخست بدین صورت است:

$$wacc_{jt} = \alpha_{jt} + \beta_{1j} \Delta b_{jt} + \beta_{2j} \Delta bv_{jt} + \beta_{3j} eps_{jt} + \beta_{4j} fle_{jt} + \beta_{5j} intcov_{jt} + \beta_{6j} EQ_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

که در آن متغیرهایی از قبیل عامل ریسک بتا (b)، ارزش دفتری (bv) و سود هر سهم (eps) به عنوان نماینده اطلاعات حسابداری و مرتبط با هزینه حقوق صاحبان سهام در نظر گرفته شده، اهرم مالی (fle) و نسبت پوشش بهره (intcov) در ارتباط با هزینه بدهی انتخاب شده و EQ کیفیت سود می باشد. برای بدست آوردن اهرم مالی از نسبت بدهی‌های بهره‌دار شرکت به کل دارایی‌ها و برای نسبت پوشش بهره از نسبت سود عملیاتی به هزینه بهره استفاده می شود.

محاسبه ضریب بتا، از بازده سهام شرکت‌ها (Ri) و بازده بازار (Rm) صورت می گیرد. که از

$$b = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2 R_m}$$

طریق مدل بازار محاسبه شده است.

جهت محاسبه هزینه سرمایه از می انگین موزون هزینه سرمایه استفاده می گردد:

$$WACC = K_e \frac{S}{D+S} + K_d(1-t) \frac{D}{D+S}$$

Ke: هزینه سهام عادی شرکت، Kd: نرخ هزینه بدهی شرکت، t: نرخ مالیات شرکت، S

حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری، D: بدهی شرکت به ارزش دفتری می باشد.

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + G$$

هزینه سهام عادی با استفاده از فرمول گوردون محاسبه می گردد:

$P_0$ : ارزش سهام عادی در زمان صفر،  $D_1$ : سودی که در پایان سال اول پرداخت می شود و  $G$  نرخ رشد (در این مدل فرض می شود که در طول زمان ثابت است) می باشند.  
 محاسبه نرخ رشد از طریق درصد سود خالص و فرمول می انگین هندسی بدین ترتیب می -  
 باشد:

$$G = \sqrt[5]{(1 + g_{26})(1 + g_{27})(1 + g_{28})(1 + g_{29})(1 + g_{30})}$$

$$g = \frac{EAT_t - EAT_{t-1}}{EAT_{t-1}}$$

$g$  درصد سود خالص و  $EAT$ : سود بعد از مالیات.

نرخ هزینه بدهی با رابطه زیر محاسبه می شود:

$$K_d = \frac{I_t}{y + z}$$

$I_t$ : هزینه های مالی در آخر سال،  $y$ : تسهیلات کوتاه مدت،  $z$ : بدهی های بلندمدت دارای بهره است.

EQ (کیفیت سود) براساس مدل دچو و دیچو (۲۰۰۲) که از کیفیت ارقام تعهدی، رگرسیون تغییرات سرمایه در گردش بر اساس جریان های نقدی عملیاتی گذشته، حال و آینده و همچنین تفکیک بخش های عادی و غیرعادی آن تشکیل شده است، و به پیروی از عبودی و همکاران (۲۰۰۵) محاسبه می شود که دارای معیارهایی متکی بر اصول حسابداری برای جدا کردن ارقام تعهدی به غیر اختیاری (عادی) و اختیاری (غیرعادی) می باشد. در نهایت قدر مطلق ارقام تعهدی غیرعادی (اختیاری) سرمایه در گردش بعنوان کیفیت سود تلقی می شود.

محاسبه جمع اقلام تعهدی (TA)، جمع اقلام تعهدی جاری (TCA) و جریان‌های نقدی (CFs) برای شرکت ز در سال t بصورت زیر انجام می‌گیرد:

$$TA_{jt} = \Delta CAS_{jt} - \Delta CL_{jt} - \Delta CASH_{jt} + \Delta STDEBT_{jt} - DEPN_{jt}$$

$$TCA_{jt} = \Delta CAS_{jt} - \Delta CL_{jt} - \Delta CASH_{jt} + \Delta STDEBT_{jt}$$

$$CF_{jt} = NIBE_{jt} - TA_{jt}$$

CAS دارایی‌های جاری، CL بدهی‌های جاری، CASH وجه نقد، STDEBT حصة جاری تسهیلات دریافتی، DEPN هزینه‌های استهلاک و NIBE سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه.

برای بدست آوردن اولین معیار کیفیت سود از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$\frac{TCA_{jt}}{AvAsset_{jt}} = g_0 + g_1 \frac{CF_{j(t-1)}}{AvAsset_{jt}} + g_2 \frac{CF_{jt}}{AvAsset_{jt}} + g_3 \frac{CF_{j(t+1)}}{AvAsset_{jt}} + \theta_{jt} \quad (1)$$

که: AvAsset می‌انگین کل دارایی‌ها در طول سال‌های t-1 و t و خطای باقی مانده می‌باشد. در اینجا قدرمطلق خطای باقیمانده اولین معیار کیفیت سود تعریف و با EQ1 نشان داده می‌شود.

دو می‌ن معیار کیفیت سود مورد نظر انحراف استاندارد سری‌های زمانی خطای باقیمانده مدل ۲ می‌باشد که با EQ2 نشان داده می‌شود.

برای آزمون دو می‌ن فرضیه پژوهش از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$ER_{jt} = \alpha + \beta wacc_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (2)$$

که ER بازده مازاد و wacc می‌انگین موزون هزینه سرمایه که با استفاده از اطلاعات حسابداری برآورد می‌شود، می‌باشد.

منظور از بازده مازاد هر سهم، تفاوت بازده واقعی و بازده بدون ریسک<sup>۹</sup> می باشد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - R_f$$

ER بازده مازاد،  $R_{i,t}$  بازده سهم  $i$  در سال  $t$ ،  $R_f$  بازده بدون ریسک

### قلمرو تحقیق

نمونه انتخابی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ بوده که پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ می باشد و در مورد برخی از متغیرها داده های سال-های ۱۳۸۴ و ۱۳۹۰ نیز استفاده شده است. تحلیل داده ها به صورت تحلیل ترکیبی داده می - باشد. بدین صورت که متغیرهای مستقل و وابسته برای شرکت های انتخابی در پایان دوره مالی محاسبه و در مدل های رگرسیونی پژوهش برای آزمون فرضیه ها مورد استفاده قرار می گیرند. برای پردازش داده ها از نرم افزارهای Excel و Eviews استفاده شده است.

### آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق شامل می انگین، می انه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار در مدل های ۱، ۲ و ۳ برای شرکت های نمونه در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی آزمون فرضیات تحقیق

متغیر	مشاهدات	می انگین	می انه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
wacc	۶۱۵	۰.۲۶۱۰	۰.۱۸۴۶	۰.۶۴۳۲	۰.۰۳۵۶۵	۰.۲۹۱۶

<sup>۹</sup> در این مدل نرخ بهره اوراق مشارکت دولتی بعنوان بازده بدون ریسک در نظر گرفته شده است.

۰.۶۲۸۱	-۱.۹۶۴۲	۲.۴۱۴۴	-۰.۲۱۳۶	۰.۲۴۹۱	۶۱۵	b
۰.۵۵۲۸	۳.۵۸۷۴	۹.۳۲۵۷	۷.۵۰۷۱	۷.۵۲۵۵	۶۱۵	bv
۱.۱۲۵۷	-۰.۱۷۱۰	۸.۸۴۳۰	۶.۳۵۴۸	۶.۱۹۷۲	۶۱۵	eps
۰.۱۷۳۴	-۰.۰۰۱۷	۱.۲۱۹۹	-۰.۲۷۳۱	-۰.۳۰۰۷	۶۱۵	flev
۱۸.۲۹۵۴	-۸.۸۷۹۵	۱۹۵.۲۰۶۹	۳.۵۹۹۹	۹.۳۳۷۱	۶۱۵	intcov
۰.۱۰۰۹	-۰.۰۰۰۱	-۰.۷۳۹۶	-۰.۰۶۶۶	-۰.۰۹۷۳	۶۱۵	EQ1
۰.۰۱۷۲	-۰.۰۰۰۱	-۰.۱۲۴۷	-۰.۰۰۵۰	-۰.۰۱۰۱	۶۱۵	EQ2
۰.۱۲۷۴	-۰.۰۸۷۲	-۰.۳۳۷۱	-۰.۱۲۰۱	-۰.۱۵۰۱	۶۱۵	wacc1
۰.۰۷۳۷	-۰.۰۴۷۷	-۰.۲۹۳۰	-۰.۱۳۲۷	-۰.۱۳۵۲	۶۱۵	wacc2
۷۳.۸۰۶	-۸.۰۲۳۱	۹۸.۴۵۰	۵.۳۰۰۰	۱۴.۲۷۶	۶۱۵	ER
۰.۰۴۲۳۶	۰.۰۳۹۵	-۰.۷۷۴۱	-۰.۶۷۹۲	۰.۱۴۲۸	۶۱۵	$\frac{TUA}{AvAsset}$
۰.۱۱۹۶	-۰.۱۰۹۱	۱.۶۵۸۴	-۰.۳۱۹۶	-۰.۱۳۳۳	۶۱۵	$\frac{CF_{(t-1)}}{AvAsset}$
۰.۱۲۹۴۸۶	۰.۱۱۴۷۷۵	۱.۹۰۱۳۱۳	-۰.۴۰۰۸	۰.۱۴۶۳۷۳	۶۱۵	$\frac{CF}{AvAsset}$
۰.۱۷۲۵۶۹	-۰.۱۱۳۴۸۳	۲۰.۶۵۴۲	-۰.۷۰۲۲۳	-۰.۸۴۶۶۹۷	۶۱۵	$\frac{CF_{(t+1)}}{AvAsset}$

### برآورد مدل فرضیه اول با بکارگیری اولین معیار کیفیت سود

مدل مورد استفاده برای فرضیه اول تحقیق با بکارگیری اولین معیار کیفیت سود:

$$wacc_{jt} = \alpha_{jt} + \beta_{1j}\Delta b_{jt} + \beta_{2j}\Delta bv_{jt} + \beta_{3j}eps_{jt} + \beta_{4j}flev_{jt} + \beta_{5j}intcov_{jt} + \beta_{6j}EQ1_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

جدول ۲: نتایج تخم می ن مدل ۱ با استفاده از اولین معیار کیفیت سود

متغیر وابسته: هزینه سرمایه شرکت				
متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	اماره t	prob
b	۰.۱۵۷۹۸۳	۰.۰۴۳۳۸۷	۳.۶۴۱۲۸۸	۰.۰۰۰۰۳
bv	-۳.۶۳۰۵	۴.۲۵۰۶	-۸.۵۳۳۷۱۳	۰.۰۰۰۰۰

۰.۰۰۰۰	۹.۸۲۴۱۲۲	۶.۳۴۰۶	۶.۲۳۰۵	eps
۰.۰۰۰۰	-۲۳.۶۱۶۰۵	۰.۰۱۴۳۱۵	-۰.۳۳۸۰۵۹	flev
۰.۰۰۰۲۱	۳.۰۹۰۴۱۸	۰.۰۰۰۰۲۶۱	۰.۰۰۰۰۸۰۷	intcov
۰.۰۰۰۰	-۵.۷۴۴۱۷۸	۰.۰۳۹۷۰۹	-۰.۲۲۸۰۹۶	Eq1
۰.۰۰۰۰	۳۸.۸۵۵۱۱	۰.۰۰۰۹۷۵۹	۰.۳۷۹۲۰۲	c
اماره های ازمون مدل				
۱۶۰۸۳۶۴	اماره دورین واتسون		۱۹۳.۹۹۹۵	fاماره
۰.۶۵۶۸۸۴	R2		۰.۰۰۰۰۰۰	prob
ازمون انتخاب مدل				
PLS	۰.۲۱		۱.۴۶	ازمون چاو
				ازمون هاسمن
بکار گیری PLS در برابر FE و RE				نتیجه نهایی

### برآورد مدل فرضیه اول با بکار گیری دو می ن معیار کیفیت سود

مدل مورد استفاده برای فرضیه اول این تحقیق با بکار گیری دو می ن معیار کیفیت سود به صورت زیر بیان می شود:

$$wacc_{jt} = \alpha_{jt} + \beta_{1j} \Delta b_{jt} + \beta_{2j} \Delta bv_{jt} + \beta_{3j} eps_{jt} + \beta_{4j} flev_{jt} + \beta_{5j} intcov_{jt} + \beta_{6j} EQ2_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

جدول ۳ نتایج تخ می ن مدل ۱ با استفاده از دو می ن معیار کیفیت سود

متغیر وابسته: هزینه سرمایه شرکت				
متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	اماره t	prob
b	۰.۰۱۲۶۳۷	۰.۰۰۵۳۹۱	۲.۳۴۴۲۴۴	۰.۰۱۹۴
bv	-۳.۷۰۰۵	۴.۲۴۰۶	-۸.۷۴۳۸۴۴	۰.۰۰۰۰

۰.۰۰۰۰	۱۰.۰۷۸۸۸	۶.۲۳۰۶	۶.۲۸۰۵	eps
۰.۰۰۰۰	-۲۴.۳۸۳۳۰	۰.۰۱۳۹۰۸	-۰.۳۳۹۱۱۱	flev
۰.۰۰۱۵	۳.۱۹۰۰۴۳	۰.۰۰۰۲۴۵	۰.۰۰۰۷۸۳	intcov
۰.۰۰۰۰	-۴.۵۰۶۷۹۷	۰.۲۰۷۱۷۸	-۰.۹۳۳۷۰۹	Eq2
۰.۰۰۰۰	۴۰.۵۱۵۵۶	۰.۰۰۹۴۴۱	۰.۳۸۲۵۱۸	c
اماره های آزمون مدل				
۱.۶۱۷۱۴۵	اماره دورین واتسون	۲۱۳.۱۲۶۰	f	اماره
۰.۶۷۷۷۵۴	R2	۰.۰۰۰۰۰۰	prob	
آزمون انتخاب مدل				
PLS	۰.۲۰	۱.۴۹	آزمون چاو	
			آزمون هاسمن	
بکارگیری PLS در برابر FE و RE				نتیجه نهایی

نتایج مدل رگرسیون در جدول ۲ و ۳ نشان می دهد ضریب تعیین در مدل اول با بکارگیری اولین معیار کیفیت سود ۰.۶۵۶۸۸۴ و دو می ن معیار کیفیت سود ۰.۶۷۷۷۵۴ می باشد. این بدان معناست که بترتیب ۰.۶۵ و ۰.۶۷ از تغییرات در هزینه سرمایه شرکت توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد. نتایج نشان می دهد که کیفیت سود با سطح معنی داری (۰.۰۰۰۰۰) رابطه منفی و معنی داری با هزینه سرمایه دارد و ضریب آن بترتیب ۰.۶۲۸۰۹۶- و ۰.۹۳۳۷۰۹- می باشد. این نتیجه همسو با تحقیق اپرگیس و همکاران است. سایر متغیرها مانند عامل ریسک بتا، ارزش دفتری، سود هرسهم، اهرم مالی و نسبت پوشش بهره دارای رابطه معنی داری با هزینه سرمایه شرکت می باشند. نتایج نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاص مدل است زیرا نتایج آزمون دورین- واتسون موید این امر است. و از آنجا که مقدار احتمال آماره  $F$  برابر صفر است، پس می توان گفت که رگرسیون در سطح اط می نان ۹۵٪ معنی دار می

باشد. جهت انتخاب بین مدل داده های تلفیقی (PLS)، مدل اثرات ثابت (FE) و مدل اثر تصادفی (REM)، نتایج مدل داده های تلفیقی را مدل ارجح نشان می دهد.

### بر آورد مدل فرضیه دوم با بکارگیری اولین هزینه سرمایه برآوردی

مدل مورد استفاده برای فرضیه دوم این تحقیق با بکارگیری اولین هزینه سرمایه برآوردی به

$$ER_{jt} = \alpha + \beta wacc1_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (3)$$

صورت زیر بیان می شود:

جدول ۴ نتایج تخ می ن مدل ۳ با بکارگیری اولین هزینه سرمایه برآوردی

متغیر وابسته: بازده مازاد شرکت				
متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	t آماره	prob
Wacc1	-۱۴۳.۸۳۶۲	۲۶.۳۸۵۲۹	-۵.۴۵۱۳۷۷	۰.۰۰۰۰
C	-۳۰.۱۳۹۰۷	۳.۰۵۴۸۵۵	-۹.۸۶۵۹۵۷	۰.۰۰۰۰
آماره های آزمون مدل				
آماره f	۲.۱۶۲۲۳۵	آماره دوربین واتسون	۲.۴۰۹۵۱۹	
prob	۰.۰۰۰۰۰۰	R2	۰.۳۵۱۳۴۸	
آزمون انتخاب مدل				
آزمون چاو	۱.۶۳	FE	۰.۰۰۰۲	
آزمون هاسمن	۱.۴۷	RE	۰.۲۲۳۹	
نتیجه نهایی	بکارگیری RE در برابر PLS و FE			

### بر آورد مدل فرضیه دوم با بکارگیری دو می ن هزینه سرمایه برآوردی

مدل مورد استفاده برای فرضیه دوم این تحقیق با بکارگیری دو می ن هزینه سرمایه برآوردی

$$ER_{jt} = \alpha + \beta wacc2_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (3)$$

به صورت زیر بیان می شود:

جدول ۵ نتایج تخ می ن مدل ۳ با بکارگیری دو می ن هزینه سرمایه برآوردی



متغیر وابسته: بازده مازاد سهام				
متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	t اماره	prob
Wacc2	-۱۴۲.۵۴۲۳	۲۸.۲۰۹۲۲	-۵.۰۵۳۰۴۰	۰.۰۰۰۰
c	-۳۳.۵۶۹۴۴	۳.۹۳۲۱۲۰	-۸.۵۳۷۲۳۸	۰.۰۰۰۰
اماره های آزمون مدل				
f اماره	۲۰.۸۹۲۱۲	اماره دورین واتسون		۲.۳۹۹۳۸۰
prob	۰.۰۰۰۰۰۰	R2		۰.۳۴۳۵۵۹
آزمون انتخاب مدل				
آزمون چاو	۱.۷۰	۰.۰۰		FE
آزمون هاسمن	۰.۱۸	۰.۶۶		RE
نتیجه نهایی	بکارگیری RE در برابر PLS و FE			

نتایج مدل رگرسیون در جدول شماره ۴ و ۵ نشان می دهد ضریب تعیین در مدل سوم با بکارگیری اولین و دو می ن هزینه سرمایه برآوردی بترتیب ۰.۳۵۱۳۴۸ و ۰.۳۴۳۵۵۹ می باشد و این بدان معناست که ۰.۳۵ و ۰.۳۴ از تغییرات در بازده مازاد سهام شرکت توسط متغیر مستقل هزینه سرمایه بیان می گردد. نتایج نشان می دهد که اولین و دو می ن هزینه سرمایه برآوردی با سطح معنی داری (۰.۰۰۰۰) رابطه منفی و معنی داری با بازده مازاد سهام دارد و ضریب آن بترتیب ۱۴۳.۸۳۶۲- و ۱۴۲.۵۴۲۳- می باشد. این نتایج همسو با نتایج اپرگیس و همکاران می باشد. نتایج نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاص مدل است زیرا نتایج آزمون دورین- واتسون موید این امر است. و از آنجا که مقدار احتمال آماره  $F$  برابر صفر است، پس می توان گفت که رگرسیون در سطح اط می نان ۹۵٪ معنی دار می باشد. جهت انتخاب بین مدل داده های تلفیقی (PLS)، مدل اثرات ثابت (FE) و مدل اثر تصادفی (REM) نتایج مدل اثر تصادفی را مدل ارجح نشان می دهد.

## نتیجه گیری و پیشنهادات

این تحقیق به طور تجربی ارتباط بین اطلاعات حسابداری و بازده مازاد سهام را برای نمونه‌ای با ۱۲۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با رویکرد تحقیقی تحلیل ترکیبی برای سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ را نشان می‌دهد. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که اطلاعات حسابداری خصوصاً کیفیت سود بطور مستقیم هزینه سرمایه شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. که این به نوبه‌ی خود این مفهوم را می‌رساند که با یکپارچه کردن تمام اجزای اطلاعات حسابداری، می‌توان به طور غیر مستقیم از طریق هزینه سرمایه بر بازده مازاد سهام تاثیر گذاشت. در توضیح این تحلیل می‌توان گفت که افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری از عدم تقارن اطلاعاتی کاسته و بر تصمی مات واقعی سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد. در نتیجه قیمت گذاری اوراق بهادار بدرستی صورت خواهد گرفت که این به معنای کاهش بازده مازاد سهامداران خواهد بود.

در ارتباط با کیفیت سود، یافته‌ها از این واقعیت که وجود عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود تا سرمایه‌گذاران ناآگاه متحمل ریسک شده و آنرا از طریق درخواست بازده مازاد بیشتر طلب می‌کنند، حمایت می‌کند. علاوه بر این نتایج از این ایده که سودهای با کیفیت متفاوت دارای درجات متفاوتی از صداقت و حقیقت هستند حمایت و تایید می‌کند. به عبارتی دیگر اقلام تعهدی اختیاری می‌توانند به عنوان معیاری برای کیفیت سود بیان شود. معیاری که اطلاعاتی را راجع به محیط اطلاعاتی شرکت ارائه می‌دهد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران قادر نیستند به طور کامل علت اقلام تعهدی را درک کنند. اقلامی که سودمندی و اثر بخشی اخبار عموماً سود را کاهش می‌دهد، در حالیکه این اخبار برای برطرف کردن ریسک عدم تقارن اطلاعاتی و کم کردن رانت‌های اطلاعاتی می‌باشد.

بهبود سیستم اطلاعات حسابداری و افزایش کیفیت سود می تواند منجر به رضایتمندی عمو می شده و بازده مازاد سهامداران را کاهش دهد. اگر چه این ارتباط به طور غیر مستقیم و از طریق هزینه سرمایه انجام می شود و با دیدگاه گروهی دیگر از محققین که معتقدند بین بازده مازاد سهام و هزینه سرمایه رابطه مستقی می وجود دارد مغایر است، در واقع می توانیم یافته های این تحقیق را بدین صورت بیان کنیم که کیفیت سود و اطلاعات حسابداری می توانند بطور غیر مستقیم و با تحت تاثیر قرار دادن تص می مات واقعی سرمایه گذاران باعث کاهش بازده مازاد سهام شوند.

یافته های این تحقیق می تواند برای گروه های زیادی مفید باشد. برای مدیران این پیام را دارد که افزایش کیفیت سود می تواند منجر به کاهش هزینه سرمایه شود و آنها بهتر و راحت تر بتوانند سرمایه مورد نیاز خود را جذب کنند. همچنین برای سرمایه گذاران از این جهت که افزایش کیفیت سود با کاهش ریسک اطلاعاتی سبب می شود تا بتوانند تص می مات منطقی و واقعی اتخاذ نمایند و برای سیاست گذاران و کارگزاران بورس کشف چنین ارتباطی می تواند در جهت تدوین قوانینی برای حمایت و حفظ حقوق سهامداران اقلیت مفید باشد. بطور کلی کیفیت اطلاعات به افراد و شرکت ها یک مزیت رقابتی می دهد و آنان را ماندگار می سازد.

### فهرست منابع و ماخذ

۱. اعتمادی، حسین و ایمانی برندق، محمد (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران" **دو ماهه نامه عل می - پژوهشی دانشگاه شاهد** سال چهاردهم، شماره ۲۶ صص ۱۲-۱
۲. ثقفی، علی و بلو، قاسم (۱۳۸۸). "هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی های سود." **تحقیقات حسابداری**، شماره ۲، صص ۲۸-۴.
۳. عرب مازار یزدی، محمد و طالبیان، سیدمحمد (۱۳۸۸). "کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه." **فصلنامه مطالعات حسابداری**، شماره ۲۱، صص ۳۰-۱.

۴. نیکومرام، هاشم و امی نی، پیمان (۱۳۹۰). "کیفیت سود و هزینه سرمایه." **مجله**

**دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، شماره دهم، صص ۲۱۵-۱۸۳.

5. Aboody, D.; Hughes, J., & Liu, J. (2005). "Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital." **Journal of Accounting Research**, 43, pp 651-673.
6. Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread". **Journal of Financial Economics**, 17, pp 223-249.
7. Apergis, N.; Artikis, G.; Eleftheriou, S. and Sorros, J.(2012). "Accounting Information, the Cost of Capital and Excess Stock Returns: The Role of Earnings Quality-Evidence from Panel Data." **Journal of International Business Research**, Vol. 5, No. 2, Februray, pp 123-136.
8. Baiman, S. & Verrecchia, R. (1996). "The Relation Among Capital markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading." **Journal of Accounting Research**, 34, pp 1-22.
9. Barth, M.E ; Konchitchki, Y. and Landsman W.R.(2009). "Cost of Capital and Earnings Transparency", Working Paper.
10. Battacharya, U.; Daouk, H.; & Welker, M. (2003). "The world price of earning opacity". **The Accounting review**, 78, pp 641-678.
11. Dechow, P., & Dichev, I. (2002). "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors". **The Accounting Review**, 11, pp 35-59.
12. Dye, R. (1985). "Disclosure of Non-Proprietary Information". **Journal of Accounting Research**, 23, 123-145.
13. Easley, D., & O'Hara, M. (2004). "Information and the Cost of Capital". **Journal of Finance**, 59, pp 1553-1589.
14. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). "The Market Pricing of Accruals Quality". Retrieved March 14, 2006, from <http://www.ebsco.com>.

15. Ricol, R. (2004). "The role of accountancy in economic development. IFAC Speech presented to **the United Nations Conference** on Trade and Development on June 16, 2004. Retrieved March 14, 2006,

**"Accounting Information, the Cost of Capital and  
Excess Stock Returns: The Role of Earnings Quality  
(The Listed companies of Tehran Stock Exchange)"**

**Abstract**

Financial reporting is an important resource of information in the capital markets. The efficient market hypothesis considers that the role of accounting information signals is a vital factor for investors' design making to get high return with lowest cost.

So this study investigates empirically the links between accounting information, cost of capital and excess stock returns for a sample of 123 firms listed on the Tehran Stock Exchange and the panel data methodological approach over the period 1385-1389. The empirical findings displayed that accounting information affects directly the firm's cost of capital. This, in turn, implies that by incorporating all available pieces of information related to the accounting environment of the firm, tends to exert a negative effect on the firm's excess stock returns.

Keywords; accounting information, earnings quality, cost of capital, excess stock return