

ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی

غلامرضا کردستانی^۱، سیامک طایفه^۲

چکیده: پاره‌ای از محدودیت‌های ذاتی حسابداری تعهدی، موجب می‌شود سود حسابداری با سود واقعی واحد اقتصادی متفاوت باشد. به همین دلیل ارزیابی کیفیت سود گزارش شده، حجم وسیعی از مطالعات را در حسابداری به خود اختصاص داده است. کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری، از جمله کیفیت سود، موجب افزایش ریسک اطلاعات و در نهایت افزایش ریسک سرمایه‌گذاران می‌شود که افزایش بازده مورد مطالبه آنها را در پی دارد. از آنجایی که از دیدگاه شرکت سرمایه‌پذیر، هزینه سرمایه سهام عادی، همان نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی است، انتظار می‌رود ویژگی‌های کیفی سود بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر داشته باشد. در این پژوهش تأثیر شش ویژگی کیفی سود که به دو دسته ویژگی‌های مبتنی بر اطلاعات حسابداری (شامل پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود) و ویژگی‌های مبتنی بر بازار (شامل ضریب واکنش سود، ضریب واکنش تعدیل شده سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به‌هنگام بودن اطلاعات سود) تقسیم شده‌اند، با استفاده از اطلاعات مالی ۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ بر هزینه سرمایه سهام عادی مورد آزمون قرار گرفته است. یافته‌های پژوهش، وجود رابطه معکوس بین ویژگی‌های پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، ضریب واکنش سود، ضریب واکنش تعدیل شده سود و هزینه سرمایه سهام عادی را تأیید می‌کند؛ ولی ارتباط بین به‌هنگام بودن اطلاعات سود و همچنین مربوط بودن سود به ارزش سهام و هزینه سرمایه سهام عادی، از نظر آماری بااهمیت نیست.

واژه‌های کلیدی: هزینه سرمایه سهام عادی، ویژگی‌های کیفی سود مبتنی بر اطلاعات حسابداری، ویژگی‌های کیفی سود مبتنی بر اطلاعات بازار.

۱. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۳/۲۱

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۰۸/۱۵

نویسنده مسئول مقاله: سیامک طایفه

E-mail: ssnr_2007doc@yahoo.com

مقدمه

محدودیت‌های ذاتی حسابداری، از جمله وجود روش‌های متعدد حسابداری و نارسایی‌های موجود در فرایند برآوردها و همچنین وجود زمینه‌های مناسب برای دستکاری سود ناشی از تضاد منافع، موجب می‌شود سود حسابداری و سود واقعی یک واحد تجاری یکسان نباشند. به همین علت پژوهشگران و دست‌اندرکاران حرفه حسابداری، سود گزارش شده توسط واحدهای تجاری را ارزیابی می‌کنند. برای ارزیابی این سود از مفهومی به نام کیفیت سود استفاده می‌شود.

کیفیت سود یک مشخصه مهم از سیستم حسابداری است. اطلاعات مالی باکیفیت، سبب افزایش کارایی بازار سرمایه می‌شود. بنابراین می‌توان گفت سرمایه‌گذاران و دیگر استفاده‌کنندگان، به چنین اطلاعاتی علاقه‌مند هستند. تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری نیز، تلاش می‌کنند استانداردها را در جهت افزایش کیفیت سود توسعه دهند. در ضمن برای ارزیابی تأثیر تغییر در استانداردهای حسابداری، حسابرسی و حاکمیت شرکتی و همچنین بررسی ارتباط با هزینه سرمایه، کیفیت سود به موضوعی برای مطالعات متعدد، در کشورهای گوناگون تبدیل شده است (Evert & Wagenhofer, 2011).

کیفیت بالای سود گزارش شده از طریق افزایش شفافیت اطلاعات و کارایی بازار، موجب مطابقت بیشتر سود حسابداری با سود اقتصادی و نشان‌دهنده مفید بودن اطلاعات سود برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان است. کیفیت پایین سود، باعث ایجاد ریسک در تخصیص منابع، کاهش رشد اقتصادی از طریق تخصیص نادرست سرمایه‌ها، انحراف منابع به سوی طرح‌های با بازدهی غیرواقعی و افزایش ریسک اطلاعات می‌شود.

بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران تحت تأثیر ریسک اطلاعات قرار دارد. ریسک اطلاعاتی به‌میزان اطلاعات محرمانه و عدم دقت اطلاعات عمومی گزارش شده بستگی دارد. هر چه میزان اطلاعات محرمانه بیشتر و دقت اطلاعات ارائه شده کمتر باشد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بالاتر خواهد بود (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶).

تغییرات سود به‌منزله شاخص ریسک اطلاعات حسابداری شناخته می‌شود. با توجه به اینکه ریسک اطلاعات از میزان عدم دقت در اطلاعات ارائه شده و ناتوانی اطلاعات موجود در برآورد بازده مورد انتظار ناشی می‌شود، انتظار می‌رود هر یک از ویژگی‌های کیفی سود که از دیدگاه سرمایه‌گذاران نامطلوب باشد، به میزانی که برآورد بازده مورد انتظار را با ابهام مواجه کند، بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر منفی بگذارد (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶).

در راستای پی‌گیری هدف اصلی پژوهش، دو دسته ویژگی‌های کیفی اطلاعات
۱. ویژگی‌های کیفی مبتنی بر اطلاعات حسابداری، شامل پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود و

۲. ویژگی‌های کیفی مبتنی بر اطلاعات بازار، شامل ضریب واکنش سود، ضریب واکنش تعدیل شده سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به‌هنگام بودن اطلاعات سود، مورد بررسی قرار گرفتند. شواهد تجربی نشان می‌دهد رابطه معکوسی بین ویژگی‌های کیفی سود مبتنی بر اطلاعات حسابداری (پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود) و همچنین بعضی ویژگی‌های کیفی سود مبتنی بر اطلاعات بازار (ضریب واکنش سود و ضریب واکنش تعدیل شده سود) و هزینه سرمایه سهام عادی وجود دارد که از نظر آماری در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و با ادبیات موجود همخوانی دارد؛ ولی بین به‌هنگام بودن اطلاعات سود و همچنین مربوط بودن سود به ارزش سهام و هزینه سرمایه سهام عادی، رابطه معناداری مشاهده نشده است. در ادامه، ادبیات و روش پژوهش ارائه شده است. در بخش بعدی یافته‌های پژوهش، نتیجه‌گیری و پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی بیان شده است.

پیشینه پژوهش

کیفیت سود یک مفهوم نظری چند بُعدی است. هیأت استانداردهای حسابداری مالی ارزش پیش‌بینی‌کنندگی، ارزش بازخورد، به‌هنگام بودن، تغییرپذیری، بی‌طرفی و توانایی پاسخ‌گویی را، شاخص‌های اصلی کیفیت سود می‌داند. ادبیات کیفیت سود در عمق این ویژگی‌های اساسی ریشه دارد و معمولاً مطالعات تجربی در این زمینه از طریق یک یا دو تا از این ابعاد مطرح می‌شوند (Madhumathi & Ranganatham, 2011).

متخصصان و صاحب‌نظران مالی، دیدگاه‌های مختلفی در مورد این موضوع دارند. شرودر^۱ و همکاران (۱۹۳۵) در کتاب *تئوری حسابداری* خود، میزان همبستگی بین سود حسابداری و سود اقتصادی شرکت را کیفیت سود می‌دانند. برخی مطالعات همچون بال و شیواکومار^۲ (۲۰۰۵)، کیفیت سود بالا را برابر با مدیریت سود پایین و بازتاب به‌هنگام خبرهای بد در مورد وضعیت شرکت در قیمت سهام می‌دانند. مارینوویک^۳ (۲۰۱۰) برای کیفیت سود از شاخص‌های پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموارسازی سود بهره می‌گیرد و همچنین پروتی و ویگن هافر^۴ (۲۰۱۱)، علاوه بر این شاخص‌ها، از به‌هنگام بودن اطلاعات، محافظه‌کارانه بودن، اقلام تعهدی غیرعادی، ضریب واکنش و ضریب واکنش تعدیل شده سود و همچنین مربوط بودن سود به ارزش سهام نیز استفاده می‌کنند.

1. Schroeder
2. Ball&Shivakumar
3. Marinovic
4. Perotti&Wagenhofer

شواهد و مدارک مؤید این است که سرمایه‌گذاران به کیفیت سود شرکت‌ها توجه خاصی دارند. در ماه‌های آخر سال ۱۹۹۹، برخی شرکت‌های آمریکایی، پس از منظور کردن سودهای غیرعملیاتی در گزارش‌های سه ماهه، شاهد کاهش قیمت سهام خود بودند. گویا بازار، گزارش کردن این نوع سودها را فعالیتی شمرد که در آن، مدیران شرکت‌ها می‌کوشیدند مقدار سود مورد نظر سرمایه‌گذاران را برآورده کنند (شرودر و همکاران، ۱۹۳۵: ۲۶۳-۲۶۲).

هر شرکتی ریسک و بازده مخصوص به خود را دارد و منابع مالی شرکت به‌وسیله صاحبان و بدهی‌ها تأمین شده است و هر یک از آنها بازدهی متناسب با ریسک خود را درخواست می‌کنند. تأمین این بازده برای شرکت، یک هزینه است. بنابراین هزینه سرمایه عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید به‌دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران در شرکت تأمین شود (کرمی، نظری و شفیع‌پور، ۱۳۸۹) که از دو جنبه اهمیت دارد: اول اینکه تمامی مدل‌های ارزیابی اوراق بهادار بر هزینه سرمایه متکی است و دوم، سرمایه‌گذاری وجوه توسط شرکت و تعیین اولویت‌های سرمایه‌گذاری و تعیین ساختار بهینه سرمایه بدون هزینه سرمایه عملی نخواهد بود. مدیریت برای حفظ ارزش واحد تجاری باید تلاش کند، بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند. در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه، سرمایه است. اگر مدیریت موفق شود هزینه سرمایه واحد تجاری را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از اجرای پروژه‌های سودآوری که برای واحدهای تجاری رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش اقتصادی واحد تجاری خواهد افزود (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶).

باید توجه داشت که شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران، باید ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند که آن، یکی از اجزای ریسک سرمایه‌گذاری در یک شرکت ریسک اطلاعاتی است. به این معنا که هر چه دقت و کیفیت اطلاعات ارائه شده از سوی شرکت بالاتر باشد، از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی آن شرکت پایین‌تر خواهد بود. بنابراین توجه به کیفیت اطلاعات ارائه شده برای مدیران شرکت‌ها مهم و حیاتی است. از آنجا که اطلاعات مربوط به سود در مقایسه با سایر اطلاعات گزارش شده توسط سیستم حسابداری بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران است، توجه به ویژگی‌های کیفی سود گزارش شده بسیار مهم است (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶).

در این پژوهش شش ویژگی کیفی سود، شامل پایداری، قابلیت پیش‌بینی، ضریب واکنش و ضریب واکنش تعدیل شده سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و همچنین به‌هنگام بودن اطلاعات سود، مورد ارزیابی قرار گرفته و ارتباط آنها با هزینه سرمایه سهام عادی مطالعه شده است. در این زمینه تا کنون حجم گسترده‌ای از مطالعات انجام شده است.

فرانسیس^۱ و دیگران (۲۰۰۲)، رابطه بین هشت شاخص کیفیت سود و هزینه بدهی و هزینه حقوق صاحبان سهام عادی را بررسی کردند. نتیجه این آزمون در سطح اطمینان ۹۹ درصد، این بوده است که شرکت‌هایی که کیفیت سود آنها پایین است، در مقایسه با شرکت‌هایی که کیفیت سود آنها بالا است، هزینه بهره و هزینه سرمایه سهام عادی بالاتری دارند. آنها در مورد هزینه سرمایه سهام عادی به این نتیجه رسیدند که بتای مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای تک‌عاملی با کاهش کیفیت سود، به‌طور یکنواخت افزایش می‌یابد.

فرانسیس و دیگران در سال ۲۰۰۴، بار دیگر تأثیر ویژگی‌های کیفی سود بر هزینه سرمایه سهام عادی را مورد بررسی قرار دادند. یکی از پرسش‌هایی که تلاش شد در این مطالعه به آن پاسخ داده شود، این بود که کدام‌یک از این ویژگی‌ها بیشترین تأثیر را بر هزینه سرمایه سهام عادی دارد و بقیه ویژگی‌ها را زیر مجموعه خود قرار می‌دهد. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد ویژگی‌های مبتنی بر اطلاعات حسابداری (کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی و یکنواختی سود) بیشترین تأثیر را بر هزینه سرمایه سهام عادی دارند و از بین آنها کیفیت اقلام تعهدی، بیشترین تأثیر را داشته است.

گارسیا^۲ و همکاران (۲۰۰۶)، به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کارانه بودن در حسابداری، ریسک و هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد. همچنین آنها دریافتند که مدل‌های قبلی اندازه‌گیری محافظه‌کارانه بودن حسابداری که برای بررسی رابطه آنها با هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گرفتند، هرچند از نظر فرضی صحیح هستند، ولی خطاهایی نیز دارند. آگنوا^۳ (۲۰۰۸)، رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی با بازده سهام را بررسی کرد. وی به این نتیجه رسید که کیفیت اقلام تعهدی و بازده آتی سهام، رابطه معکوس معنادار دارند.

هیرشلیفر^۴ و همکاران (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی با اندازه بازده سهام پرداختند. براساس یافته‌های آنها ارتباط مثبت معنادار بین اندازه اقلام تعهدی با بازده سهام و ارتباط منفی معنادار بین اندازه جریان‌های نقدی با آن وجود دارد.

آرتیچ و کلارکسن^۵ (۲۰۱۰)، در پژوهش اثر محافظه‌کارانه بودن و افشا را یک بار به‌صورت جداگانه و سپس با هم بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام بررسی کردند. پژوهش آنها نشان

1. Francic
2. Garsia
3. Ogneva
4. Hirshleifer
5. Artiach&Clarkson

داد یک رابطه معکوس بین سطح محافظه کارانه بودن شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. جالب اینکه این رابطه در حالت افشای زیاد، ضعیف بود.

پروتی و ویگن هافر (۲۰۱۱)، رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و بازده مازاد را بررسی کردند. آنها استدلال کردند که ویژگی‌های کیفی سود از طریق تأثیر بر هزینه سرمایه، بر بازده مورد اطمینان اثرگذار است و تأثیر ویژگی‌های پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموارسازی سود و همچنین کیفیت ارقام تعهدی، ارقام تعهدی غیر عادی، ضریب واکنش، ضریب واکنش تعدیل شده سود و مربوط بودن سود به ارزش سهام را بر بازده مازاد مورد بررسی قرار دادند. آنها نمونه‌های زیادی از شرکت‌های غیر واسطه‌گری مالی ایالات متحده را انتخاب کرده و مطالعه خود را بین سال‌های ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۷ میلادی انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که ویژگی‌های مبتنی بر اطلاعات بازار (ضریب واکنش سود و مربوط بودن سود به ارزش سهام) نسبت به بیشتر ویژگی‌های مبتنی بر اطلاعات حسابداری، از جمله کیفیت ارقام تعهدی و ارقام تعهدی غیر عادی بازده مورد اطمینان بالاتری دارند.

قائمی و دیگران (۱۳۸۲)، تأثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بررسی کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که هموارسازی، اثری بر بازده‌های غیرعادی شرکت‌ها ندارد؛ ولی عامل صنعت همراه با هموارسازی، بر بازده‌های غیرعادی شرکت‌ها مؤثر است. هموارسازی و اندازه با هم بر بازده‌های غیرعادی بی‌اثر بوده؛ ولی هموارسازی و افزایش سرمایه را در کنار هم، می‌توان عاملی مؤثر بر بازده‌های غیرعادی دانست. در نهایت اینکه تأثیر هموارسازی سود بر بازده‌های غیرعادی، ضعیف است.

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴)، تأثیر ارقام تعهدی بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. آنها نشان دادند میانگین بازده سهام شرکت‌ها، تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرد. به بیان دیگر نمی‌توان پذیرفت که بین میانگین بازده شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها به کمترین و بیشترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معناداری وجود دارد.

خوش‌طینت و اسماعیلی (۱۳۸۵)، رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام را آزمودند. در این مطالعه، حجم ارقام تعهدی و همچنین اجزای اختیاری و غیراختیاری ارقام تعهدی، معیارهای کیفیت سود هستند. آنها دریافتند رابطه ضعیفی بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد.

کردستانی و مجدی (۱۳۸۶)، به بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود (متغیرهای توضیحی) و هزینه سرمایه سهام عادی (متغیر وابسته) پرداختند. آنها هزینه سرمایه سهام عادی را با استفاده از مدل گوردن محاسبه و تأثیر پنج ویژگی محافظه کارانه بودن، پایداری، قابلیت

پیش‌بینی و به‌هنگام بودن اطلاعات سود و همچنین مربوط بودن سود به ارزش سهام را بر آن، بررسی کردند. نتایج بیانگر عدم تأثیر محافظه‌کارانه بودن سود بر هزینه سرمایه سهام عادی و تأثیر معنادار سایر ویژگی‌ها بر متغیر وابسته است.

رسائیان و حسینی (۱۳۸۷)، رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه و بدهی را بررسی کردند. آنها نشان دادند کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سرمایه تأثیرگذار نیست.

احمدپور و قهرمانی صغیر (۱۳۸۸)، به بررسی ویژگی کیفی قابلیت اتکا، به‌عنوان معیاری برای ارزیابی کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. در این مطالعه برای بررسی واکنش بازار نسبت به ویژگی کیفی قابلیت اتکا، سه فرضیه مورد بررسی قرار گرفت و از معیارهای کیفیت ارقام تعهدی، محافظه‌کاری و ارقام تعهدی سرمایه در گردش غیرعادی برای عملیاتی کردن ویژگی کیفی قابلیت اتکا استفاده شده است. در فرضیه اول ضریب واکنش سود، در فرضیه دوم قدرت توضیحی سود، در دو پرتفوی تشکیل شده بر اساس ویژگی کیفی قابلیت اتکا و در فرضیه سوم ارتباط بین هزینه سرمایه با ویژگی کیفی قابلیت اتکا مورد بررسی قرار گرفت. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که ضریب واکنش سود و قدرت توضیحی سود پرتفوی شرکت‌های باقابلیت اتکای بالا، بیشتر از پرتفوی شرکت‌های باقابلیت اتکای پایین است و همچنین عدم ارتباط بین هزینه سرمایه با ویژگی کیفی قابلیت اتکا تأیید شد.

ثقفی و بولو (۱۳۸۹)، رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و چهار ویژگی کیفی سود شامل پایداری، کیفیت ارقام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن سود را برای دوره‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ بررسی کردند. آنها برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل گوردن استفاده کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد، تنها پایداری سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام اثرگذار است.

رحمانی و فلاح نژاد (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه سهام عادی پرداختند. آنها نیز برای محاسبه هزینه سرمایه سهام عادی از مدل گوردن استفاده کردند و به وجود رابطه معنادار بین کیفیت ارقام تعهدی و هزینه سرمایه سهام عادی پی بردند. همچنین نتایج بررسی آنها نشان داد، بین قسمت غیراختیاری ارقام تعهدی با هزینه سرمایه سهام عادی، نسبت به قسمت اختیاری آن رابطه قوی‌تری وجود دارد.

دستگیر و رستگار (۱۳۹۰)، رابطه بین پایداری سود و بازده سهام با کیفیت ارقام تعهدی را بررسی کردند. آنها دریافتند که این دو با یکدیگر رابطه مستقیم دارند. ضمن اینکه با کاهش کیفیت ارقام تعهدی و افزایش اندازه ارقام تعهدی، بازده سهام افزایش می‌یابد.

همان‌طور که ادبیات نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد، انتظار می‌رود افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، به کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه کاهش نرخ بازده مورد انتظار منجر شود. بنابراین تلاش برای افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند به کاهش هزینه سرمایه منجر شود که در نهایت موجب ارزش آفرینی در شرکت‌ها می‌شود و بر این اساس فرضیه‌های پژوهش تدوین شده است.

این مطالعه با مطالعات انجام شده پیشین از سه جنبه متفاوت است. اول) ویژگی‌های کیفی سود از دو دیدگاه، (۱) ویژگی‌های کیفی مبتنی بر اطلاعات حسابداری، شامل پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود و (۲) ویژگی‌های کیفی مبتنی بر اطلاعات بازار شامل ضریب واکنش سود، ضریب واکنش تعدیل شده سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به‌هنگام بودن اطلاعات سود مورد بررسی قرار گرفتند که تا کنون کمتر بررسی شده‌اند. دوم) هزینه سرمایه سهام عادی با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای برآورد شده است و سوم) داده‌ها برای یک دوره به‌نسبت طولانی ده‌ساله بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ بررسی شده است.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت، همبستگی است که بر اساس داده‌های بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

در این پژوهش ابتدا بتای سهام و به‌دنبال آن، هزینه سرمایه سهام عادی برای هر شرکت به‌طور جداگانه در چهار دوره، از سال ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۸۹ محاسبه شده و برای محاسبه هزینه سرمایه هر شرکت از آن میانگین گرفته شده است. سپس شش ویژگی کیفی سود برای هر شرکت، جداگانه و به‌صورت چرخشی برای مدت هفت سال برآورد شده است تا هر ویژگی برای هر سال ارزیابی شود. در این روش داده‌های یک سال از ابتدای دوره زمانی پژوهش حذف و داده‌های یک سال از سال‌های پایانی به مدل‌ها اضافه می‌شوند. در پایان برای هر ویژگی کیفی، مدل پژوهش برای کل شرکت‌ها بر اساس داده‌های مقطعی برآورد شده است.

به‌منظور فراهم کردن شواهد تجربی برای سؤال پژوهش، مبنی بر اینکه آیا کیفیت سود بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر دارد، فرضیه‌ها در دو گروه و به شرح زیر تدوین شده است:

گروه اول: ویژگی‌های کیفی مبتنی بر اطلاعات حسابداری

۱. پایداری سود: پایداری سود میزان پایداری و تکرارپذیری سود جاری در آینده است. پایداری بودن سود نشان از بالا بودن کیفیت سود است (Perotti, Wagenhofer, 2011). انتظار می‌رود

که هر چه سود عملیاتی پایدارتر باشد، ریسک اطلاعاتی کاهش یافته و موجب کاهش هزینه سرمایه شود. بر این اساس، فرضیه (۱) تدوین شده است:

فرضیه اول: پایداری سود با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معکوس دارد.

قابلیت پیش‌بینی سود: به توان پیش‌بینی سود از خودش گفته می‌شود (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶) و بیانگر این است که سودهای با کیفیت بالاتر، برای پیش‌بینی سودهای آتی مفیدتر هستند (Perotti, Wagenhofer, 2011). هر چه قابلیت پیش‌بینی سود بیشتر باشد، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه کمتر خواهد بود. بر این اساس، فرضیه (۲) تدوین شده است:

فرضیه دوم: قابلیت پیش‌بینی سود با هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معکوس دارد.

گروه دوم: ویژگی‌های کیفی مبتنی بر اطلاعات بازار

۲. ضریب واکنش سود: ضریب واکنش سود که بیانگر واکنش بازار به تغییرات سود هر سهم است، یکی از بهترین روش‌های ارزیابی کیفیت سود به شمار می‌رود (Evert & Wagenhofer, 2011). انتظار می‌رود ضریب واکنش سود بالاتر، سبب کاهش هزینه سرمایه شود. بنابراین فرضیه (۳) و (۴) را می‌توان این گونه بیان کرد:

فرضیه سوم: ضریب واکنش سود رابطه معکوسی با هزینه سرمایه سهام عادی دارد.

فرضیه چهارم: ضریب واکنش تعدیل شده سود رابطه معکوسی با هزینه سرمایه سهام عادی دارد.

۳. مربوط بودن سود به ارزش سهام: هرچه تغییرات سود با تغییرات قیمت سهام ارتباط قوی‌تری داشته باشد، سود کیفیت بالاتری دارد. افزایش این ارتباط موجب کاهش ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه می‌شود. بر این اساس فرضیه (۵) تدوین شده است:

فرضیه پنجم: مربوط بودن سود به ارزش سهام رابطه معکوسی با هزینه سرمایه سهام عادی دارد.

۴. به‌هنگام بودن اطلاعات سود: هرچه اطلاعات، به‌هنگام‌تر و در فواصل زمانی کوتاه‌تر در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد، موجب واقعی‌تر شدن برآورد بازده مورد انتظار و کاهش ریسک اطلاعاتی خواهد شد. بر این اساس فرضیه (۶) تدوین شده است:

فرضیه ششم: به‌هنگام بودن اطلاعات سود، رابطه معکوسی با هزینه سرمایه سهام عادی دارد.

جامعه آماری مورد مطالعه در پژوهش پیش رو، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ده‌ساله بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. برای بررسی دقیق‌تر، پس از خارج کردن شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، شرکت‌های فعال در سایر

صنایع بورس اوراق بهادار تهران که دسترسی لازم به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی آنها وجود داشت و معیارهای زیر را دارا بودند، جزء نمونه قرار گرفتند:

- شرکت باید قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 - پایان سال مالی شرکت باید پایان اسفند بوده و در طول سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ تغییر سال مالی نداده باشد.
 - شرکت نباید در طول هیچ یک از سال‌های مورد بررسی زیان‌ده باشد.
 - شرکت وقفه معاملاتی بیشتر از چهار ماه نداشته باشد.
- بر این اساس، از بین همه شرکت‌های فعال در این بورس، ۵۶ شرکت دارای شرایط بوده که به‌عنوان نمونه انتخاب شدند.
- متغیرهای پژوهش و شیوه برآورد آنها به شرح زیر است:

متغیر وابسته

هزینه سرمایه بر اساس بازده مورد انتظار ارزیابی می‌شود. در این پژوهش از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای استفاده شده است. برای این کار رابطه شماره ۱ برآورد شده است.

$$E(Ret_j) = R_f + \beta_j(R_m - R_f) \quad \text{رابطه ۱}$$

که در این رابطه:

$E(Ret_j)$: بازده مورد انتظار سهام (هزینه سرمایه سهام عادی) شرکت j است.

R_f : نرخ بازده بدون ریسک که برابر ۷ درصد در نظر گرفته شده است.

β_j : میزان حساسیت بازده سهام شرکت j نسبت به بازده بازار سهام است.

R_m : بازده شاخص بازار است.

بتا، حساسیت بازدهی یک سهم نسبت به تغییرات بازده بازار است. برای محاسبه بتا از رابطه

شماره ۲ استفاده شده است.

$$Beta_j = (Cov(R_j, R_m)) / Var(R_m) \quad \text{رابطه ۲}$$

برای محاسبه واریانس و کواریانس از داده‌های ۴۸ دوره ماهانه استفاده شده است که از فروردین ماه ۱۳۸۶ شروع می‌شود. در این رابطه R_m بازده ماهانه شاخص کل بازار و R_j بازده همان ماه شرکت j است.

متغیرهای توضیحی

در این پژوهش ویژگی‌های کیفی سود، متغیرهای توضیحی هستند. برای محاسبه ویژگی‌های پایداری، قابلیت پیش‌بینی، ضریب واکنش و ضریب واکنش تعدیل شده سود و همچنین مربوط بودن سود به ارزش سهام از مدل‌های استفاده شده در پژوهش پروتی و ویگن‌هافر (۲۰۱۱) و برای ویژگی به‌هنگام بودن سود، از مدل به کارگرفته شده در پژوهش فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴) استفاده شده است.

۱- **پایداری سود:** ضریب متغیر توضیحی $NIBE_{j,t-1}$ ، یعنی β . مدل (۱) بیانگر این ویژگی است.

$$NIBE_{j,t} = \alpha + \beta NIBE_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \quad (\text{مدل ۱})$$

هرچه بتای به‌دست آمده از این رابطه به عدد یک نزدیکتر باشد، پایداری سود بیشتر خواهد بود و برعکس.

۲- **قابلیت پیش‌بینی سود:** ضریب تعیین مدل (۱) بیانگر این ویژگی است. بنا به تعریف ضریب تعیین و از آنجایی که ضریب تعیین همواره بین صفر و یک است، هرچه ضریب تعیین به عدد یک نزدیکتر باشد، بیانگر این است که رگرسیون بیشتر توانسته تغییرات سود سال t را به تغییرات سود سال قبل آن نسبت دهد؛ یعنی قابلیت پیش‌بینی سود بالاتر است.

۳- **ضریب واکنش سود:** ضریب مدل (۲) بیانگر ضریب واکنش سود است.

$$Ret_{j,t} = \alpha + \beta(NIBE_{j,t}) + \varepsilon_{j,t} \quad (\text{مدل ۲})$$

قدر مطلق بتای بالاتر (پایین‌تر) بر حساسیت بیشتر (کمتر) بازده سهام، نسبت به سود دلالت دارد.

۴- **ضریب واکنش تعدیل شده سود:** این ویژگی را اورت^۱ و هافر در ۲۰۱۱ پیشنهاد کرده‌اند و براساس رابطه (۳) ارزیابی می‌شود.

$$Adjusted\ ERC_j = (ERC_j)^2 \times Var(NIBE_j) \quad (\text{رابطه ۳})$$

۵- **مربوط بودن سود به ارزش سهام:** ضریب تعیین مدل (۲) بیانگر این ویژگی است. هرچه ضریب تعیین، به عدد یک نزدیک‌تر باشد، سود به ارزش سهام مربوط‌تر است.

۶- **به‌هنگام بودن اطلاعات سود:** برای ارزیابی این ویژگی از مدل (۳) استفاده شده است.

$$NIBE_{j,t} = \alpha + \beta_{1,j}Neg_{j,t} + \beta_{2,j}Ret_{j,t} + \beta_{3,j}Neg_{j,t} \times Ret_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (\text{مدل ۳})$$

ضریب تعیین تعدیل شده حاصل از برآورد مدل (۳) با علامت منفی بیانگر این ویژگی است. ارزش‌های بیشتر (کمتر) به دست آمده، دلالت بر به‌هنگام بودن کمتر (بیشتر) سود دارد (فرانسیس و دیگران، ۲۰۰۴).

در مدل‌های به‌کار گرفته شده (۱) تا (۳) متغیرها به شرح زیر تعریف شده‌اند:
 $NIBE_{j,t}$: سود قبل از اقالام غیرمترقبه شرکت ز در سال t که برای استاندارد شدن بر ارزش بازار سهام ابتدای دوره همان شرکت تقسیم شده است.
 $NIBE_{j,t-1}$: سود قبل از اقالام غیرمترقبه شرکت ز در سال $t-1$ که برای استاندارد شدن بر ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای دوره همان شرکت تقسیم شده است.
 $Ret_{j,t}$: بازده سالانه شرکت ز در سال t است.
 ERC_j : ضریب واکنش سود شرکت ز است.
 $Adjusted\ ERC_j$: ضریب واکنش تعدیل شده سود شرکت ز است.
 $Neg_{j,t}$: شاخص بازده منفی شرکت ز در سال t است. اگر بازده سالانه منفی باشد، این شاخص مساوی یک و در غیر این صورت صفر است.

متغیرهای کنترلی

تأثیر ویژگی‌های کیفی سود بر هزینه سرمایه سهام عادی ممکن است تحت تأثیر محیط اطلاعاتی و ویژگی‌های خاص هر شرکت باشد. در این پژوهش برای افزایش دقت و قابلیت اتکا نتایج، سه متغیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و ضریب تغییرات سود (ریسک عملیاتی شرکت) کنترل شده‌اند.

$Size_j = Ln(AssetBV_j)$ اندازه شرکت

$BM_j = StockBV_j / StockMV_j$ نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام

$CV_j = \delta(NIBE_j) / \bar{X}(NIBE_j)$ ضریب تغییرات سود از سال $t-10$ تا سال t

برای آزمون فرضیه‌ها مدل (۴) برآورد شده است.

$$CE_j = \beta_0 + \beta_1 Attribute_j^k + \beta_2 Size_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 CV_j + \varepsilon_j \quad \text{مدل (۴)}$$

در این رابطه، CE_j هزینه سرمایه سهام عادی و $Attribute_j^k$ به‌ترتیب در فرضیه k ام (اول تا ششم)، معادل پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، ضریب واکنش سود، ضریب واکنش تعدیل شده سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به‌هنگام بودن اطلاعات سود شرکت ز است.

چنانچه β_1 مخالف صفر و در سطح خطای ۵ درصد، معنادار باشد، فرضیه تأیید و در غیر این صورت رد می‌شود.

یافته‌های پژوهش

جدول شماره ۱، خلاصه کمیت‌های آماری متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های پژوهش

کمیت آماری / متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حد بالا	حد پایین
Persist	۰/۳۳۴	۰/۳۳	۰/۳۱۵	-۰/۴۱۵	-۰/۲۴	۰/۹۶	-۰/۴
Predict	۰/۲۶۸	۰/۱۹	۰/۱۹۵	۰/۷۶۵	-۰/۰۴۴	۰/۸	-۰/۰۱
ERC	۲/۷۴۸	۲/۶	۳/۰۳۹	۰/۴۷	۳/۶۴	۱۳/۱۹	-۶/۸۸
Adj ERC	۰/۱۲۲	۰/۰۶	-۰/۱۸۳	۳/۹۸۸	۳۰/۶۷۹	۱/۱۹	۰
Relevance	۰/۳۱۶	۰/۳۲	-۰/۲۰۱	-۰/۹۰۶	۱/۲۸۶	۰/۹۸	-۰/۰۱
Timeliness	-۰/۱۸۶	-۰/۱۸	-۰/۳۹۵	-۰/۴۷۷	-۰/۲۶۶	۰/۸۶	-۰/۹۸
CE	۰/۱۸۶	۰/۲	۰/۰۸	۰/۲۱۵	-۰/۹۱۲	۰/۳۵	-۰/۰۵
Size	۱۳/۶۰۱	۱۳/۸۵	۱/۴۰۵	-۰/۷۸۸	۱/۴۲۲	۱۸/۱۷	۱۰/۸۸
BV/MV	۰/۷۸۶	۰/۸	-۰/۴۲۶	-۰/۸۴۲	-۰/۳۵۵	۱/۷۷	-۰/۲۶
CV	۰/۴۶۸	۰/۴۹	۰/۱۹	۰/۵۳	-۰/۰۱۱	۰/۹۱	-۰/۱۶

برای افزایش قابلیت اتکای نتایج پژوهش، نرمال بودن متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفته است. سطح اهمیت آزمون کالموگروف - اسمیرنوف برابر با ۰/۷۵۹ است که نشان می‌دهد، فرضیه صفر که نرمال بودن متغیر وابسته را تأیید می‌کند، در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. بنابراین متغیر وابسته دارای توزیع نرمال است.

نتایج آزمون فرضیه اول

نتیجه آزمون فرضیه اول در جدول شماره ۲ ارائه شده است. بر اساس این اطلاعات، آماره t برابر ۲/۷۷- و سطح اهمیت آن ۰/۰۰۸ است. پس می‌توان به وجود رابطه معکوس بین پایداری سود و هزینه سرمایه سهام عادی پی برد که از نظر آماری در سطح خطای ۱ درصد معنادار است. آماره F و سطح اهمیت آن رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی را تأیید می‌کند. بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و ضریب تغییرات سود شرکت با متغیر وابسته ارتباط معنادار مشاهده نمی‌شود. بر اساس آماره دوربین - واتسون که برابر عدد ۲/۰۳ است، نشان می‌دهد بین اجزای خطای مدل همبستگی وجود ندارد.

جدول ۲. آزمون پایداری سود و هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۱-۴) $CE_j = \beta_0 + \beta_1 Persist_j + \beta_2 Size_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 CV_j + \varepsilon_j$			
متغیرها	ضریب	آماره t	P-Value
عرض از مبدا	۰/۳۱	۲/۹۵۶	۰/۰۰۵
پایداری سود	-۰/۰۸۳	-۲/۷۷	۰/۰۰۸
اندازه شرکت	-۰/۰۱۱	-۱/۴۳۹	۰/۱۵۶
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۰۴۲	۱/۶۶۷	۰/۱۰۲
ضریب تغییرات سود	-۰/۰۱۳	-۰/۲۳۴	۰/۸۱۶
ضریب تعیین	-۰/۲۱۳	آماره F	۳/۴۵
ضریب تعیین تعدیل شده	-۰/۱۵۱	P-Value	۰/۰۱۴
آماره دوربین واتسون	۲/۰۳۱	تعداد مشاهدات	۵۶

نتایج آزمون فرضیه دوم

نتیجه آزمون فرضیه دوم در جدول شماره ۳ ارائه شده است. بر اساس این اطلاعات، آماره t برابر ۲/۲- و سطح اهمیت آن ۰/۰۳۲ است. پس می‌توان به وجود رابطه معکوس معنادار بین قابلیت پیش‌بینی سود و هزینه سرمایه سهام عادی پی برد. آماره F و سطح اهمیت آن، رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی را تأیید می‌کند. از بین متغیرهای کنترلی نیز فقط نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت با متغیر وابسته رابطه مستقیم معنادار دارد. بر اساس آماره دوربین - واتسون که برابر عدد ۲/۰۵۲ است نشان می‌دهد، بین اجزای خطای مدل همبستگی وجود ندارد.

جدول ۳. قابلیت پیش‌بینی سود و هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۲-۴) $CE_j = \beta_0 + \beta_1 Predict_j + \beta_2 Size_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 CV_j + \varepsilon_j$			
متغیرها	ضریب	آماره t	P-Value
عرض از مبدا	۰/۱۲۲	۱/۲۰۱	۰/۲۳۵
قابلیت پیش‌بینی سود	-۰/۱۱۶	-۲/۲	۰/۰۳۲
اندازه شرکت	-۰/۰۰۲	-۰/۲۷	۰/۷۸۸
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۰۵۶	۲/۲۳۴	۰/۰۰۳
ضریب تغییرات سود	-۰/۰۴۲	-۰/۶۷۵	۰/۵۰۳
ضریب تعیین	-۰/۱۷۸	آماره F	۲/۷۵۸
ضریب تعیین تعدیل شده	-۰/۱۱۳	P-Value	۰/۰۳۸
آماره دوربین واتسون	۲/۰۵۲	تعداد مشاهدات	۵۶

نتایج آزمون فرضیه سوم

نتیجه آزمون فرضیه سوم در جدول شماره ۴ ارائه شده است. آماره t ویژگی کیفی ضریب واکنش سود برابر ۲/۳۸۵- و سطح اهمیت آن ۰/۰۲۱ است. در نتیجه می‌توان به وجود رابطه معکوس معنادار بین این ویژگی کیفی و هزینه سرمایه سهام عادی پی برد. آماره F و سطح اهمیت آن نیز رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی را تأیید می‌کند. بین متغیر کنترلی اندازه شرکت و همچنین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت با هزینه سرمایه سهام عادی در سطح خطای ۱۰ درصد، ارتباط معنادار وجود دارد. آماره دوربین - واتسون عدد ۱/۸۰۲ را نشان می‌دهد که بیانگر عدم وجود همبستگی در اجزای خطای مدل است.

جدول ۴. ضریب واکنش سود و هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۳-۴) $CE_j = \beta_0 + \beta_1 ERC_j + \beta_2 Size_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 CV_j + \varepsilon_j$			
متغیرها	ضریب	آماره t	P-Value
عرض از مبدا	-۰/۰۳۶	-۰/۳۱	۰/۷۵۸
ضریب واکنش سود	-۰/۰۰۸	-۲/۳۸۵	۰/۰۲۱
اندازه شرکت	-۰/۰۱۵	۱/۷۸	۰/۰۸۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۰۴۹	۱/۸۸۸	۰/۰۶۵
ضریب تغییرات سود	-۰/۰۲	۰/۳۴۱	۰/۷۳۵
ضریب تعیین	-۰/۲۲۸	آماره F	۳/۷۵۸
ضریب تعیین تعدیل شده	-۰/۱۶۷	P-Value	۰/۰۰۹
آماره دوربین واتسون	۱/۸۰۲	تعداد مشاهدات	۵۶

نتایج آزمون فرضیه چهارم

نتیجه آزمون فرضیه چهارم در جدول ۵ مشاهده می‌شود. آماره t ویژگی کیفی ضریب واکنش تعدیل شده سود برابر ۲/۸۲۲- و سطح اهمیت آن ۰/۰۰۷ است. در نتیجه می‌توان به وجود رابطه معکوس بین این ویژگی کیفی و هزینه سرمایه سهام عادی پی برد که در سطح خطای ۱ درصد معنادار است. آماره F و سطح اهمیت آن نیز رابطه خطی بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی را تأیید می‌کند. بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و ضریب تغییرات سود شرکت با متغیر وابسته ارتباط معنادار مشاهده نمی‌شود. بر اساس آماره دوربین - واتسون که برابر عدد ۲/۱۹۷ است نشان می‌دهد، بین اجزای خطای مدل همبستگی وجود ندارد.

جدول ۵. ضریب واکنش تعدیل شده سود و هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۴-۴) $CE_j = \beta_0 + \beta_1 AdjERC_j + \beta_2 Size_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 CV_j + \varepsilon_j$			
متغیرها	ضریب	آماره t	P-Value
عرض از مبدا	۰/۰۸۳	۰/۶۹۵	۰/۴۹
ضریب واکنش تعدیل شده سود	-۰/۱۶۹	-۲/۸۲۲	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	۰/۰۰۵	۰/۶۱۱	۰/۵۴۴
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۰۲۹	۱/۰۵۵	۰/۲۹۷
ضریب تغییرات سود	۰/۰۰۶	۰/۹۰۹	۰/۳۶۷
ضریب تعیین	۰/۱۱	آماره F	۲/۷۰۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۷۵	P-Value	۰/۰۴۱
آماره دوربین واتسون	۲/۱۹۷	تعداد مشاهدات	۵۶

نتایج آزمون فرضیه پنجم

نتیجه آزمون فرضیه پنجم در جدول شماره ۶ گزارش شده است. بر اساس اطلاعات این جدول، آماره t این آزمون برابر ۰/۱۷۴ و سطح اهمیت آن ۰/۸۶۲ است که بیانگر وجود عدم رابطه معنادار بین مربوط بودن سود به ارزش سهام و هزینه سرمایه سهام عادی است. متغیر کنترلی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با متغیر وابسته رابطه مستقیم دارد که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. ارتباط متغیر اندازه شرکت و هزینه سرمایه سهام عادی در سطح خطای ۱۰ درصد معنادار است. آماره دوربین - واتسون نیز نشان می‌دهد که بین اجزای خطای مدل همبستگی وجود ندارد.

جدول ۶. مربوط بودن سود به ارزش سهام و هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۵-۴) $CE_j = \beta_0 + \beta_1 Relevance_j + \beta_2 Size_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 CV_j + \varepsilon_j$			
متغیرها	ضریب	آماره t	P-Value
عرض از مبدا	-۰/۰۸۲	-۰/۶۹۹	۰/۴۸۸
مربوط بودن سود به ارزش سهام	۰/۰۰۹	۰/۱۷۴	۰/۸۶۲
اندازه شرکت	۰/۰۱۵	۱/۹۰۳	۰/۰۶۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۰۶۸	۲/۲۴۶	۰/۰۲۹
ضریب تغییرات سود	۰/۰۲۹	۰/۴۴۷	۰/۶۵۶
ضریب تعیین	۰/۱۹۱	آماره F	۳/۰۱۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۲۸	P-Value	۰/۰۲۶
آماره دوربین واتسون	۱/۵۶۳	تعداد مشاهدات	۵۶

نتایج آزمون فرضیه ششم

نتیجه آزمون آخرین فرضیه پژوهش در جدول شماره ۷ ارائه شده است. بر اساس اطلاعات این جدول آماره t این آزمون برابر ۰/۸۱۳ و سطح اهمیت آن ۰/۴۱۳ است که وجود رابطه معنادار بین به‌هنگام بودن سود و هزینه سرمایه سهام عادی را تأیید نمی‌کند. متغیر کنترلی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با متغیر وابسته رابطه مستقیم دارد که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. آماره دوربین - واتسون نیز برابر ۱/۸۲۳ است که نشان می‌دهد، بین اجزای خطای مدل همبستگی وجود ندارد.

جدول ۷. به‌هنگام بودن اطلاعات سود و هزینه سرمایه سهام عادی

مدل (۶-۴) $CE_j = \beta_0 + \beta_1 Timeliness_j + \beta_2 Size_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 CV_j + \varepsilon_j$			
متغیرها	ضریب	آماره t	P-Value
عرض از مبدا	۰/۰۳۶	۰/۳۴۷	۰/۷۳
به‌هنگام بودن اطلاعات سود	۰/۰۲	۰/۸۲۵	۰/۴۱۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۵	۰/۷۴۶	۰/۴۵۹
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۰۵۸	۲/۰۸۲	۰/۰۴۲
ضریب تغییرات سود	۰/۰۶۹	۱/۱۳۵	۰/۲۶۲
ضریب تعیین	۰/۱۸۶	آماره F	۲/۹۲۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۲۳	P-Value	۰/۰۳
آماره دوربین واتسون	۱/۸۲۳	تعداد مشاهدات	۵۶

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

از آنجاکه محدودیت‌های ذاتی حسابداری تعهدی، موجب شده سود حسابداری از سود اقتصادی فاصله بگیرد، پژوهشگران درصدد ارزیابی کیفیت سود حسابداری برآمده‌اند. ارزیابی کیفیت سود بر اساس اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازار سنجیده می‌شود. در این پژوهش ارتباط ویژگی‌های مبتنی بر اطلاعات حسابداری (پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود) با هزینه سرمایه سهام عادی تأیید شد. بنابراین برای ارزیابی کیفیت سود و اظهارنظر درمورد هزینه سرمایه سهام عادی، می‌توان از این ویژگی‌ها استفاده کرد. از بین ویژگی‌های کیفی مبتنی بر اطلاعات بازار، دو ویژگی ضریب واکنش سود و ضریب واکنش تعدیل شده سود با هزینه سرمایه سهام عادی ارتباط منفی دارند که برای سنجش کیفیت سود و اظهارنظر درباره بازده مورد انتظار سهامداران، می‌توانند مورد استفاده قرار گیرند.

تلاش برای افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری برای افراد مشارکت کننده در بازار سرمایه بارزش است. افشای این ویژگی‌ها از سوی تحلیل‌گران مالی و ارزیابی کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها توسط آنها، می‌تواند بر کیفیت افشای شرکت‌ها اثرگذار باشد و کارایی بازار سرمایه را بهبود بخشد.

یافته‌های این پژوهش با پژوهش‌های فرانسویس و دیگران (۲۰۰۴) و کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) همخوانی دارد.

تعمیم نتایج پژوهش باید با در نظر گرفتن محدودیت‌های زیر انجام گیرد:

۱. بازده شاخص بازار سهام در سال ۱۳۸۹، حدود ۸۵ درصد نسبت به سال‌های دیگر زیاد بوده که از اتکای برآورد هزینه سرمایه بر اساس مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای می‌کاهد.
 ۲. کاهش تعداد نمونه پژوهش، به دلیل حذف شرکت‌هایی که دست‌کم یک سال زیان‌ده بودند، شرکت‌های دارای وقفه معاملاتی و شرکت‌های با هزینه سرمایه منفی^۱ ممکن است یافته‌های پژوهش را تحت تأثیر قرار دهند.
- تشکیل سبد سهام از سهام با کیفیت سود بالا و پایین و مقایسه بازده پرتفوی آنها، می‌تواند در مطالعات بعدی مورد استفاده قرار گیرد.

منابع

- ۱- احمدپور، ا.، و قهرمانی صغیر، ح. (۱۳۸۸). بررسی ویژگی کیفی قابلیت اتکای اطلاعات در ارزیابی کیفیت سود شرکت‌ها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵): ۳-۲۰.
- ۲- ثقفی، ع.، بولو، ق. (۱۳۸۸). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود. *تحقیقات حسابداری*، (۲): ۲۹-۴.
- ۳- خواجهی، ش.، ناظمی، ا. (۱۳۸۴). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۲): ۳۷-۶۰.
- ۴- خوش‌طینت، م.، اسماعیلی، ش. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام. *فصل‌نامه مطالعات حسابداری*، (۱۲/۱۳): ۲۷-۵۶.
- ۵- دستگیر، م.، رستگار، م. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه اقلام تعهدی و بازده سهام با کیفیت اقلام تعهدی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، (۷): ۲۰-۱.

۱. بالا بودن بازده شاخص بازار سهام در سال ۱۳۸۹، هزینه سرمایه شرکت‌هایی که بتای آنها کمتر از صفر است را منفی می‌کند.

- ۶- رحمانی، ع.، فلاح نژاد، ف. (۱۳۸۹). تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی. پژوهش‌های حسابداری مالی، (۵): ۳۰-۱۷.
- ۷- رسائیان، ا.، حسینی، و. (۱۳۸۷). رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۴): ۶۷-۸۲.
- ۸- قائمی، م.، قیطاسوند، م.، توجکی، م. (۱۳۸۲). تأثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۰ (۳): ۱۵۰-۱۳۱.
- ۹- کردستانی، غ.، مجدی، ض. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴ (۲): ۱۰۴-۸۵.
- ۱۰- کرمی، غ.، نظری، م.، شفیق پور، م. (۱۳۸۹). ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام. تحقیقات مالی، ۱۲ (۳۰): ۱۱۷-۱۳۲.
- ۱۱- شرودر، ر.، کلارک، م.، کی‌تی، ج. (۱۹۳۵). تئوری حسابداری مالی تجزیه و تحلیل، ترجمه علی پارسائیان. چاپ اول. تهران: ترمه.
- 12- Artiach, T. C. & Clarkson, P. M. (2010). *Conservatism, Disclosure and the Cost of Equity Capital*. Working Paper, The University of Queensland, Brisbane Australia 4072.
- 13- Ball, R. & Shivakumar, L. (2005). Earning Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting and*, 39: 83-128.
- 14- Barone, A. G. & Brughelli, M. (2010). The Relationship between Credit Default Swap and Cost of Equity Capital. *Research Paper Series*, 10-49.
- 15- Barua, A. (2006). Using the FASB's Qualitative Characteristics in Earning Quality Measures. *ProQuest Information and Learning Company; UMI Number*, 320814.
- 16- Evert, R. & Wagenhofer, A. (2011). Earning Quality Metrics and What They Measure. *Working paper, Graz University*.
- 17- Francis, J. & Lafoad, R. & Olsson, P. M. & Schipper, K. (2002). *the market pricing of earning quality*, [Http://www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 18- Francis, J. & Lafoad, R. & Olsson, P. M. & Schipper, K. (2004). Cost of Equity and Earning Attributes. *The Accounting Review*, 79: 967-1010.
- 19- Garsia, L. & Osma, B. G. & Penalva, F. (2006). *Cost of Equity and Accounting Conservatism*. IESE Business School, University of Navara.

- 20- Madhumathi, R. & Ranganatham, M. (2011). *Earnings Quality, Corporate Governance and Firm Performance*. Working Paper, [Http://www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 21- Ogneva, M. (2008). *Accrual Quality and Expected Returns: The Importance of Controlling for Cash Flow Shocks*. Working Paper, Stanford University.
- 22- Perotti, P. & Wagenhofer, A. (2011). *Earning Quality Measures and Excess Returns*, Working paper, Graz University.