فصلنامه حسابداری مالی/سال یازدهم/ شماره ٤١ /بهار ۹۸/صفحات ۱۲۵- ۱۰۳

الگوسازی اثر تعاملی کیفیت افشا در قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعاتی

محسن رشیدی باغی*
ولی خدادادی **
محمد رمضان احمدی ***
حسن فرازمند ****

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۶/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۳/۰۸

چکیده

جریان اطلاعات، پارامتر کلیدی در یک فعالیت اقتصادی است و به عنوان یک عامل اصلی در ظهور، ثبات و کارایی بازارهای سرمایه عمل می‌کند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر عامل کیفیت افشا بر ارزش اطلاعات و تغییرات در ناقرینگی اطلاعاتی است. به همین منظور، داده‌های مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ استخراج و از مدل رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر روش داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه-های تحقیق استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعاتی تابعی از معیارهای کیفیت افشا بوده و هزینه سرمایه ناشی از ناقرینگی اطلاعاتی در سطوح مختلف افشا نوسان داشته و تغییر می‌یابد. به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد اما در هنگام تغییر سطح کیفیت افشا، هزینه سرمایه تحمیلی به شرکت نیز دچار نوسان و تغییر می‌شود.

واژه‌های کلیدی: کیفیت افشا، ناقرینگی اطلاعاتی، هزینه سرمایه.

---

*دانشجوی دکترای حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران
Email: mohsen.rb67@yahoo.com

**دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران (نویسنده مسئول)
Email: vkhodadadii@scu.ac.ir

***استادیار حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران
Email: ahmadi-m@scu.ac.ir

****دانشیار اقتصاد، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران
Email: mohsen.rb67@yahoo.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

۱- مقدمه

جریان اطلاعات در محیط بازار، رفتار فعالان بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. تغییرات محیطی شرایطی را ایجاد می‌کند که افراد فعال در بازار، سهم متفاوتی از این گردش اطلاعات را داشته باشند. به لحاظ تجربی نیز افراد، اطلاعات متفاوت دارند. اطلاعاتی که منجر به تأثیرپذیری رفتار آن‌ها در بسیاری از مواقع شده و بیانگر ناقرینگی اطلاعاتی بین دو طرف یک معامله است (لائوری[1]، ۲۰۰۳). این ناقرینگی اطلاعاتی ناشی از گردش متفاوت اطلاعات در میان فعالان بازار است.

محدودیت چارچوب اطلاعاتی در مدل‌های نظری و معیارهای مورد استفاده در کارهای تجربی، تفسیر ادبیات موجود درباره اثر ریسک اطلاعات را با ابهامات زیادی روبه‌رو کرده است؛ اما آنچه میان تحقیقات، تقریباً رایج است، اطلاعات حسابداری به عنوان مهم‌ترین منبع محیط اطلاعاتی است که به عنوان یک سامانه‌ی انتقال اطلاعات و کاهش عدم اطمینان تعریف می‌شود که این همان رویکرد اطلاعاتی به حسابداری است. اطلاعات حسابداری به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد تا شرکت و نیز ریسک‌های ذاتی موجود در آن را ارزیابی کنند. اطلاعات حسابداری باکیفیت بالا برای سرمایه‌گذاران مفید است؛ چراکه بر قیمت‌های سهم یا حجم معاملاتی اثرگذار است. ناهمگنی میان تفاسیر سرمایه‌گذاران و نابرابری اطلاعاتی ناشی از بی‌قاعدگی‌ها در گردآوری و پردازش اطلاعات درنتیجه‌ی روش‌های مورد استفاده و مهارت‌های مختلف به کار گرفته‌شده نیز خود عامل دیگری در پیچیدگی محیط اطلاعاتی حسابداری است (دو، هوپ، توماس و زو[2]، ۲۰۱۵).

تئوری‌ها نشان می‌دهند زمانی که کیفیت افشا بالاتر باشد برای یک سطح معینی از ناقرینگی اطلاعاتی، میزان بهره‌برداری از اطلاعات خصوصی توسط معامله گران مطلع پایین‌تر است زیرا کیفیت افشا منجر به انعکاس سریع‌تر اخبار در قیمت‌ها می‌شود. به عبارتی، کیفیت افشا نیاز به کارگزاران بازار جهت حفاظت از قیمت‌ها را کاهش می‌دهد و ریسک ناقرینگی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران خرد را کاهش می‌دهد چراکه سرمایه‌گذاران مطلع منجر به انعکاس بالاتر اطلاعات در قیمت‌ها می‌شوند (ایسلی و اهارا[3]، ۲۰۰۴).

شرکت‌ها نسبت به اطلاعات خود مالکیت انحصاری دارند به‌نحوی‌که مانع از انتقال ارزش‌افزوده آن‌ها به سرمایه‌گذاران می‌گردد. تلاش در جهت دستیابی به اطلاعات از طریق سایر کانال‌های موجود در بازار سرمایه منجر به تحمیل ریسک اطلاعات غیرواقعی به سرمایه‌گذار

1 Lowry
2 Dou, Hope, Thomas and Zou
3 Easley and O'Hara

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

می‌شود و بخشی از بازده مورد انتظار در قالب هزینه‌های دستیابی به اطلاعات محدود می‌شود. مطابق با ادبیات اقتصاد اطلاعات، کیفیت افشا منجر به انتقال ارزش از شرکت به سهامداران شده و هزینه سرمایه ناشی از رقابت اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (داتا و نزلوبین[1]، ۲۰۱۷).

در رابطه با اطلاعات حسابداری، دو ویژگی اصلی مطرح است: کیفیت این اطلاعات و توزیع آن. در حقیقت ریسک اطلاعات حسابداری را می‌توان در قالب محیط بازار سرمایه به دو جزء تفکیک کرد: جزئی که مربوط به ابهام درباره دقت این اطلاعات است و جزئی که مربوط به توزیع این اطلاعات می‌باشد (بوشمن و اسمیت[2]، ۲۰۰۱). اطلاعات حسابداری مبهم، رابطه‌ی ارقام حسابداری و واقعیات اقتصادی را تضعیف و در نتیجه موجب افزایش ناقرینگی اطلاعاتی می‌شود؛ بنابراین وجود یک محیط اطلاعاتی مطلوب حسابداری، موجب افزایش توان گزارش‌های مالی در انتقال اطلاعات شرکت و از طرف دیگر، موجب توزیع برابرتر این اطلاعات میان فعالان بازار می‌شود؛ بنابراین هدف یک محیط مطلوب اطلاعاتی حسابداری، کاهش نااطمینانی و رفع هر چه بیشتر ابهام است (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱).

در این تحقیق، انعکاس ویژگی توزیع اطلاعات در قیمت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

بررسی موضوع مورد مطالعه مبتنی بر ادبیات حسابداری و مالی شرکتی بوده و تغییرات رفتاری در اطلاعات و اثر آن بر بازدهی هزینه سرمایه را مورد آزمون قرار می‌دهد که می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، مدیران، کمیته استاندارد گذاری و قانون‌گذاران کاربرد داشته باشد. در ادامه تحقیق ابتدا، مبانی نظری و پیشینه‌ی تحقیقات انجام‌شده، فرضیه‌ها و سپس، مدل‌ها و روش‌های تحقیق و درنهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌شود.

۲- مبانی نظری

بر اساس پیش‌بینی تئوری اقتصاد اطلاعات، افشای بیشتر، ناقرینگی اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و در نتیجه هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (دایاموند و ورچیا[3]، ۱۹۹۱). مدل‌های تئوریک افشا پیش‌بینی می‌کنند که افشا می‌تواند منجر به کاهش کسب اطلاعات خصوصی شود یا به عنوان جایگزینی برای اطلاعات نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران مطلع باشد که به‌موجب آن انگیزه یا توانایی سرمایه‌گذاران برای کسب اطلاعات خصوصی را کاهش می‌دهد، در نتیجه معامله‌گران نا مطلع تمایل زیاد دارند در سهام شرکت‌هایی دادوستد کنند که حجم دادوستد بالا و نقد شوندگی بالا دارند. این خروجی به آن دلیل است که شفافیت

1 Dutta and Nezlobin
2 Bushman and Smith
3 Diamond and Verrecchia

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

بیشتر، نقد شوندگی بازار سهام را تقویت می‌کند و هزینه‌های معاملاتی را برای سهم شرکت کاهش می‌دهد (دایاموند و ورچیا، ۱۹۹۱).

بر مبنای چارچوب لمبرت، لئوز و ورچیا[1] (۲۰۱۱)، افزایش کیفیت افشای اجباری باید در کل موجب حرکت هزینه سرمایه شرکت به نرخ بدون ریسک، برای همه‌ی شرکت‌ها در اقتصاد شود. مقررات افشا تابعی از اثرات متفاوت افشای اختیاری و اجباری است. با این حال، شدت اثر افشای اجباری بر هزینه سرمایه، در میان شرکت‌ها برابر نیست. به ویژه کاهش در همبستگی ارزیابی شده بین شرکت‌ها و بازار، منجر به کاهش در ریسک برآوردی هر شرکت نمی‌شود. از این رو صرف‌نظر از کیفیت اطلاعات در اقتصاد، متوسط ریسک شرکت‌ها متعادل خواهد بود؛ بنابراین حتی اگر هزینه سرمایه شرکت‌ها (و صرف ریسک مجموع) با بهبود افشای اجباری بهبود یابد، به ریسک آن‌ها نیازی نیست.

کیفیت افشا، یکی از مهم‌ترین ارکان کیفیت ارائهٔ اطلاعات مالی شرکت‌ها است، به‌نحوی‌که به هنگام بودن اطلاعات می‌تواند به استفادهٔ بهتر و مفیدتر استفاده‌کنندگان از اطلاعات منجر شود. افزایش سرعت گزارشگری به دلیل استفاده به‌موقع تر اطلاعات در اتخاذ تصمیمات اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران، می‌تواند به شفافیت بیشتر اطلاعات مالی شرکت‌ها و به‌تبع آن، شفافیت بالاتر بازار سرمایه منجر شود که این موضوع به نوبهٔ خود می‌تواند تأثیر به سزایی بر جذابیت بازارهای مالی داشته باشد (بیدل، هیلاری و وردی[2]، ۲۰۱۰). از آنجا که گزارش‌های مالی، ابزاری برای افشای اطلاعات مالی قابل‌اعتماد و اتکایی است که در دسترس عموم قرار می‌گیرد، در صورت به هنگام بودن می‌تواند با کاهش اطلاعات خصوصی و محرمانه باعث کاهش احتمال انتخاب نادرست توسط سرمایه‌گذاران شود؛ بنابراین، می‌توان چنین فرض کرد که ارائهٔ اطلاعات با دفعات بالاتر گزارشگری باعث کاهش ناقرینگی اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران خواهد شد.

تئوری‌ها نشان می‌دهد که در سطح معینی از ناقرینگی اطلاعاتی، درجه‌ی بهره‌گیری از اطلاعات خصوصی توسط معامله گران مطلع در حالتی که کیفیت افشا بیشتر بوده، کمتر است (مانند دو، هوپ، توماس و زو[3]، ۲۰۱۵؛ چانگ، لین و ما[4]، ۲۰۱۴). علت این است که کیفیت افشا نهایتاً منجر انعکاس اطلاعات خصوصی در قیمت‌ها با سرعت بیشتر می‌شود (به عبارتی، قیمت‌ها درباره ارزش بنیادی اطلاع‌دهنده تر می‌شوند). مطابق با تحقیقات اشاره شده در بالا، کیفیت افشا نهایتاً در قیمت‌ها انعکاس می‌یابد. این پدیده دو ملاحظه‌ی بالقوه برای قیمت‌گذاری ناقرینگی

1 Leuz and Verrecchia
2 Biddle, Hilary and Verdi
3 Dou, Hope, Thomas and Zou
4 Chang , Lin and Ma

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

اطلاعاتی دارد: نخست آنکه وجود کیفیت افشا، ضرورت بازارسازان برای مصونیت قیمت را کاهش می‌دهد زیرا کیفیت افشا میزان استفاده از ناقرینگی اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (کیلی[1]، ۱۹۸۵) و دوم اینکه کیفیت افشا ریسک ناقرینگی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران نا مطلع را کاهش می‌دهد، زیرا معاملاتی که توسط گروهی از سرمایه‌گذاران مطلع انجام می‌شود، منجر به آن می‌شود که اطلاعات بیشتری در قیمت تعادلی انعکاس یابند (ایسلی و اُهارا، ۲۰۰۴).

از سوی دیگر، ادبیات جاری تأکید دارند که اطلاعات عامل مهم جداگانه‌ای در تعیین هزینه سرمایه در وضعیت کیفیت افشا کامل نیست (دوان و جیائو[2]، ۲۰۱۴). در حالت کیفیت افشا کامل در بازار اوراق بهادار، منحنی‌های تقاضا افقی هستند، از این رو تقاضا اثری بر قیمت ندارد. با این حال وقتی بازارهای سهام دارای کیفیت افشا کامل نمی‌باشند، خودباوری هر سرمایه‌گذار این است که او با منحنی تقاضای شیب نزولی یا منحنی قیمت با شیب صعودی برای سهام شرکت رو به رو است (لمبرت، لیوز و وریچیا[3]، ۲۰۱۲) و هر سرمایه‌گذار اثری که بر قیمت دارد را شناسایی می‌کند؛ بنابراین در این بازار معاملات سرمایه‌گذاران مطلع‌تر، به دلیل کیفیت افشا بالاتر، بر قیمت اثر دارد. وقتی سرمایه‌گذاران دارای سطوح متفاوت آگاهی با منحنی‌های قیمتی متفاوتی رو به رو هستند، این احتمال می‌رود که ناقرینگی اطلاعاتی (به عنوان بازتابی از این سطوح آگاهی متفاوت) در قیمت آشکار شوند. نتیجه‌ی این امر تغییر هزینه سرمایه است.

۳- پیشینهٔ پژوهش

۳-۱- پیشینه خارجی

شردر[4] (۲۰۱۸) نقش اطلاعات نامتقارن در تغییر هزینه سرمایه را مورد مطالعه قرار داده و به این نتیجه رسید که عوامل مختلفی از جمله کیفیت افشا، راهبری شرکتی و دقت اطلاعات منجر به تغییر ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه می‌شود.

چانگ، هرزدیل، نواک و ساوان یانگیاین[5] (۲۰۱۸) با بررسی نقش کیفیت افشا از دو بعد کمی و کیفی بر کارایی قیمت‌گذاری سهام به این نتیجه رسیدند که با بهبود کیفی و کمی افشا، فرآیند کشف قیمت بهبود یافته و قیمت‌گذاری سهام به واقعیت نزدیک‌تر می‌شود.

ناگار، اسچونفلد و ولمن (۲۰۱۸) با بررسی اثرات تعاملی عدم اطمینان محیطی، عدم تقارن اطلاعاتی و افشا به این نتیجه رسیدند که عدم اطمینان نسبت به ارزش شرکت منجر به ایجاد

1 Kyle
2 Duan and Jiao
3 Lambert, Leuz and Verrecchia
4 Schreder
5 Chung, Hrazdil, Novak and Suwanyangyuan

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

تمایل جهت جمع‌آوری اطلاعات خصوصی می‌شود. در همین راستا، عدم اطمینان محیطی منجر به تغییر قیمت خریدوفروش سهام شده که در نتیجه آن ارزش سهام کاهش می‌یابد. مدیران به‌منظور واکنش به نوسان قیمت‌ها اقدام به بهبود افشای داوطلبانه می‌نمایند.

لین، چن و تسای[1] (۲۰۱۷) با بررسی نقش ساختار مالکیتی و روابط درون‌سازمانی بر ناقرینگی اطلاعاتی به این نتیجه رسیدند که سهامداران کنترلی به‌راحتی توان دستیابی به اطلاعات و تأثیرگذاری بر نحوه و زمان ارائه اطلاعات به بازار سرمایه را دارند. به‌نحوی‌که با افزایش این ناقرینگی اطلاعاتی روند تقسیم سود شرکت نیز تغییریافته و نسبت به سال‌های قبل کاهش می‌یابد که بخش عمده‌ای از این تغییرات ناشی از ساختار کنترلی شرکت است.

چن، شیومین، رویچودری، شین و متیو[2] (۲۰۱۶) در تحقیق با محتوای ناقرینگی اطلاعاتی درون‌سازمانی و محیط اطلاعاتی به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌های با ناقرینگی اطلاعاتی بالاتر، پیش‌بینی‌های مدیریتی ضعیف‌تر و محدودتری ارائه می‌دهند که دارای انحراف نسبتاً بالایی از واقعیت هستند. به همین علت احتمال تجدید ارزیابی اطلاعات در دوره‌های آتی افزایش می‌یابد.

آکینز، نگ و وردی[3] (۲۰۱۲) دریافتند که وقتی سرمایه‌گذاران مطلع‌تر وجود دارد، قیمت‌ها اطلاعات خصوصی را سریع‌تر انعکاس می‌دهند و ریسک ناقرینگی اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران غیر مطلع را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، بازارهایی که به طور کامل رقابتی هستند، میزانی که ناقرینگی اطلاعاتی می‌تواند مورد بهره‌برداری قرار گیرد را کاهش می‌دهد و بنابراین سودی‌هایی را که می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران مطلع به دست آید، کاهش می‌دهد.

نتایج تجربی فو، کرافت و ژانگ[4] (۲۰۱۲) نشان می‌دهد فراوانی بالای گزارشگری مالی، ناقرینگی اطلاعاتی و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و در نتیجه مزایای الزام گزارشگری مالی متعدد را مستند کردند. به طور خاص نتایج آن‌ها با تغییرات اجباری در فراوانی گزارشگری نشان می‌دهد که این مزایا حفظ می‌شوند حتی وقتی شرکت‌ها مجبور می‌شوند از فراوانی گزارشگری منتخب خود، منحرف شوند.

براون و هیلیگیست[5] (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که کیفیت افشا رابطه‌ی مثبتی با مقدار دادوستد سرمایه‌گذاران مطلع (دارای اطلاعات خصوصی) و نا مطلع دارد. با این حال، این

1 Lin, Chen and Tsai
2 Chen, Xiumin, Roychowdhury, Xin and Matthew
3 Akins, Ng and Verdi
4 Fu, Kraft and Zhang
5 Brown and Hillegiest

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

افزایش‌ها به نظر می‌رسد دیگری را تهاتر کند، همچنان که آن‌ها به هیچ شواهدی درباره رابطه بین کیفیت افشا و مقدار نسبی دادوستد مطلع دست نیافتند.

گومز، گورتون و مادوریا[1] (۲۰۰۶) با بررسی اثر مقررات افشای منصفانه و ارائه اطلاعات بر بارهای عاملی اندازه فاما و فرنچ به این نتیجه رسیدند که بعد از مقررات، بارهای عاملی اندازه برای شرکت‌ها کوچک افزایش، اما برای شرکت‌های بزرگ کاهش یافته است. وردی[2] (۲۰۰۵) با بررسی اثرات محیط اطلاعاتی و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه دریافتند که تغییرات در کیفیت اطلاعات ارائه شده و نیز محیط فعالیت شرکت، منجر بـه تغییر و یـا تعدیل هزینه سرمـایه می‌شود.

لاندهلم و مایرز[3] (۲۰۰۲) دریافتند که وقتی کیفیت افشا بالاست، بازده سهام جاری بیانگر اطلاعاتی درباره‌ی سودهای آتی است. این نتایج اشاره بر آن دارد که با آوردن آینده به حال، افشای اطلاع‌دهنده‌تر کل مجموعه اطلاعات درباره‌ی سودهای آتی را که می‌تواند به طور خصوصی درباره‌ی شرکت کشف شود، کاهش می‌دهد.

لیوز و ورچیا[4] (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که اگر کیفیت افشای اختیاری بهتر منجر به ناقرینگی اطلاعاتی کمتر شود، شرکت‌های با ناقرینگی بالا انگیزه‌های قوی‌تری دارند تا کیفیت افشای بالاتر را برای کاهش ناقرینگی انتخاب کنند.

۳-۲- پیشینه داخلی

مهرآرا و سهیلی احمدی (۱۳۹۷) با مدل‌سازی فرایند ورود معامله‌گران مطلع و نا مطلع به بورس تهران و بررسی برهم‌کنش این دو گروه معامله‌گران در بازار به این نتیجه رسیدند که افزایش پیش‌بینی نشده عدم تقارن اطلاعاتی در یک روز، مقدار انتظاری ورود هر دو گروه معامله‌گران به بازار در روز آتی را افزایش می‌دهد. مقدار ورود معامله‌گران مطلع در قیاس با معامله‌گران نا مطلع پایداری کمتری نشان می‌دهد. به علاوه، این مقدار تأثیرپذیری اندکی از رونق معاملات دارد. همچنین، افزایش حضور معامله‌گران مطلع لزوماً تعداد معامله‌گران نا مطلع در بازار را کاهش نمی‌دهد.

جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۷) با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نشان دادند که چگونه می‌توان این اصل را در زمینه مطالعه رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران برای یک زیرمجموعه مشخص

1 Gomes, Gorton and Madureira
2 Verdi
3 Lundholm and Myers
4 Leuz and Verrecchia

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

از پنج ویژگی شخصیتی (مرکز کنترل، تمایل به حداکثر سازی، خودارزیابی، هیجان‌خواهی و رفتارهای متفاوت) به کار برد. نتایج آن‌ها حاکی از این است که فراوانی معامله افراد با مرکز کنترل بیرونی و تمایل به حداکثرسازی زیاد، بیشتر است (بیشتر خریدوفروش می‌کنند). همچنین افراد با مرکز کنترل بیرونی و خودارزیابی و هیجان‌خواهی زیاد، تنوع پرتفوی کمتری دارند. درنهایت اینکه فراوانی معاملات بیشتر با عملکرد بهتر مرتبط است.

فخاری و رضایی پیته نوئی (۱۳۹۶) با بررسی و سنجش محیط اطلاعاتی شرکت، امتیاز آن را بر اساس نظرخواهی از خبرگان و به روش آنتروپی شانون مدل‌سازی کردند و دریافتند که ارائه شاخصی جامع برای سنجش محیط اطلاعاتی علاوه بر معرفی ابزار جدید برای رتبه‌بندی محیط اطلاعاتی شرکت‌ها می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا در انتخاب پورتفوی مناسب اقدام کنند که درنهایت می‌تواند باعث کاهش هزینه نمایندگی و پویایی بازار سرمایه و افزایش تقارن اطلاعاتی شود.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۶) با بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی نشان دادند زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می‌شود. به‌نحوی‌که عدم انتشار اخبار بد تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد و این تأثیر در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، شدیدتر است. بنابراین انباشت اخبار بد، بازده منفی و شدیدتر سهام را به شکل سقوط قیمت سهام در پی دارد.

پورزمانی و ناصری (۱۳۹۵) در تحقیق خود به بررسی اثرات متقابل افشا و محافظه‌کاری بر هزینه سرمایه پرداخته و به این نتیجه رسیدند که تعامل منفی و بااهمیتی بین افشا و هزینه سرمایه وجود دارد و با افزایش محافظه‌کاری نیز هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. آن‌ها نشان دادند که مطابق با تئوری ناقرینگی اطلاعاتی، کیفیت افشا منجر به معناداری ارتباط متقابل بین محافظه‌کاری و هزینه سرمایه می‌شود.

خدامی پور، خورشیدی و شیرزاد (۱۳۹۲) با بررسی اثر کیفیت افشا بر مدیریت سود به این نتیجه دست یافتند که استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی، همواره در پی اطلاعات باکیفیت هستند؛ زیرا افشای این‌گونه اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. به همین دلیل بر اساس نظریهٔ نمایندگی، مدیران اقدام به دستکاری سود می‌کنند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

با توجه به مبانی نظری و پیشینه تحقیقات انجام‌شده و با توجه به این‌که هدف این تحقیق، بررسی ناقرینگی اطلاعاتی با توجه به کیفیت افشا است، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول: کیفیت افشا تأثیر منفی و معناداری بر قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعاتی دارد.

فرضیه دوم: کیفیت افشا منجر به تفاوت در هزینه سرمایه بین شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی بالا با شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی پایین می‌شود.

۴- مدل و متغیرهای پژوهش

این تحقیق به دنبال بررسی اثر تعاملی کیفیت افشا و ناقرینگی اطلاعاتی بر مبنای مدل تعدیل‌شده (حذف برخی متغیرهای کنترلی) لمبرت، لئوز و ورچیا (۲۰۱۱) است. بدین منظور از مدل زیر برای بررسی فرضیه اول استفاده شده است. استفاده از این مدل امکان بررسی دقیق فرضیه دوم را فراهم می‌کند.

مدل (۱) قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات

$$R_{i,t+1} = \alpha_1 + \lambda_1 InfoA_{it} + \lambda_2 DisQuality_{it} + \lambda_3 InfoA_{it} \times Dis_Quality_{it} + \varphi_1 A_Quality_{it} + \varphi_2 A_Quality_{it} \times Dis_Quality_{it} + \alpha_1 LEV_{it} + \alpha_2 INST_{it} + \alpha_3 CO_OWN_{it} + \alpha_4 GRW_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 PR_{it} + \alpha_7 Tang_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

بازده مورد انتظار	R	بازده مورد انتظار سهم i طی دوره ۱۲ ماهه بر اساس مدل ۳ عاملی فاما و فرنچ است. $R_{Ht} = a_H + \beta_1(RM - RF) + \beta_2 SMB + \beta_3 HML + \varepsilon_t$
نسبت دارایی های ثابت مشهود	Tang	نسبت دارایی‌های ثابت مشهود: عبارت است از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به مجموع دارایی‌های شرکت.
نسبت سودآوری	PR	نسبت سودآوری: در این تحقیق، از نسبت سود قبل از بهره و مالیات به میانگین دارایی‌ها، به عنوان معیار سودآوری استفاده شده است.
مالکیت متمرکز	CO_OWN	مالکیت متمرکز: به‌صورت مجموع سهام اشخاص حقیقی یا حقوقی که بیش از پنج درصد سهام شرکت را در اختیاردارند، تعریف می‌شود.
میزان مالکیت نهادی	INST	میزان مالکیت نهادی: از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت به دست می‌آید.
اندازه شرکت	Size	برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت است.
اهرم مالی	LEV	برابر با نسبت بدهی‌های شرکت به مجموع دارایی‌ها شرکت است
رشد	GRW	شاخص رشد است که به‌صورت زیر محاسبه می‌شود: $GRW = (Eps_2 - Eps_1)/Eps_1$

ادامه تعاریف در صفحه بعد

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

ادامه تعاریف از صفحه قبل

ناقرینگی اطلاعاتی	InfoA	متغیر ناقرینگی اطلاعاتی سهم **i** برای سال **t** است. این متغیر به چند طریق اشاره شده در زیر محاسبه می‌شود: که می‌تواند شکاف بین خریدوفروش یا توزیع مؤثر باشد. الف) نوسان خریدوفروش که برابر با انحراف معیار قیمت سهام قبل و بعد از تاریخ اعلان سود است (ونکاتش و چیانگ[1]، ۱۹۸۶؛ قائمی و وطن‌پرست، ۱۳۸۴). ب) توزیع مؤثر به‌صورت زیر محاسبه می‌شود: $\text{Percentage effective spread}=\frac{2D_{it}(Price_{it}-Mid_{it})}{Mid_{it}100}$ که در آن $Price_{it}$ قیمت معامله برای سهم i؛ Mid_{it} نقطه‌ی میانی قیمت‌های خریدی و فروش قبل از زمان t و D_{it} یک متغیر دوگانه است که اگر سفارش خرید باشد، ۱ و اگر سفارش فروش باشد، ۱- است (بتچریا، دسینی و کومار[2]، ۲۰۱۱).
کیفیت اطلاعات حسابداری	AQuality	متغیر کیفیت اطلاعاتی سهم **i** برای سال **t** است. این متغیر کیفیت اقلام تعهدی است که با استفاده از مدل فرانسیس، لافوند، اولسون و شیپر[3] (۲۰۰۵) محاسبه می‌شود. $TCA_{j,t}= \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$ مدل فوق برای هر سال- صنعت برآورد و عکس انحراف استاندارد ۳ ساله جز خطا به عنوان متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در نظر گرفته می‌شود. در الگوی فوق **TCA** جمع اقلام تعهدی است کـه از تفاوت سود عملیاتی و جریـان نقد عملیاتی به دست می‌آید، **CFO** جریان نقد عملیاتی، **REV** مجموع درآمدها و **PPE** ناخالص اموال و ماشین‌آلات شرکت است که بر مبنای مجموع دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل شده‌اند.
کیفیت افشا	DisQuality	شاخص کیفیت افشا **i** است که از طریق اطلاعات محاسبه شده بر مبنای قابلیت اتکا، به موقع بودن و رتبه افشا توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران ارائه می‌شود.

بر مبنای فرضیات و طرح نظری مسئله تحقیق، قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعاتی، با افزایش کیفیت افشا کاهش می‌یابد، بنابراین انتظار داریم ضرایب λ_3 منفی باشد. آزمون فرضیه دوم درواقع آزمون هزینه سرمایه است. برای آزمون این فرضیه مراحل زیر طی می‌شود:

۱) شرکت‌ها به پنج طبقه بر اساس شاخص سطح کیفیت افشا بازار دسته‌بندی می‌شوند. انتظار می‌رود که طبقه دارای کمترین (بیشترین) ارزش شاخص، دارای کیفیت افشا ناقص (نسبتاً کامل) باشد.

۲) سپس شرکت‌ها بر اساس شاخص درجه‌ی ناقرینگی اطلاعاتی (برای سؤال دوم) به پنج طبقه دسته‌بندی می‌شوند. هرچند به‌سختی می‌توان سطح ناقرینگی اطلاعاتی را مستقیماً مشاهده کرد، لکن انتظار می‌رود طبقه دارای کمترین (بیشترین) ارزش شاخص دارای کمترین (بیشترین)

1 Venkatesh and Chiang
2 Bhattacharya, Desai and Kumar
3 Francis, LaFond, Olsson and Schipper

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

ناقرینگی اطلاعاتی باشد. در طبقه‌ای که به کیفیت افشا نزدیک‌تر است، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی نسبتاً بالا، دارای هزینه سرمایه بالاتری نسبت به شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی پایین باشند. در طبقه‌ای که به کیفیت افشا کامل نزدیک‌تر است، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های دارای درجه‌ی نسبتاً بالای ناقرینگی اطلاعاتی، دارای هزینه سرمایه تقریباً برابری با شرکت‌های دارای درجه‌ی پایین ناقرینگی اطلاعاتی باشند. جدول زیر طبقه‌بندی را نشان می‌دهد.

		برحسب کیفیت افشا				
		کامل (Q_{10})	Q_{20}	Q_{30}	Q_{40}	ناقص (Q_{50})
	ناقرینگی پایین (Q_{01})	Q_{11}	Q_{21}	Q_{31}	Q_{41}	Q_{51}
برحسب شاخص ناقرینگی اطلاعات	Q_{02}	Q_{12}	Q_{22}	Q_{32}	Q_{42}	Q_{52}
	Q_{03}	Q_{13}	Q_{23}	Q_{33}	Q_{43}	Q_{53}
	Q_{04}	Q_{14}	Q_{24}	Q_{34}	Q_{44}	Q_{54}
	ناقرینگی بالا (Q_{05})	Q_{15}	Q_{25}	Q_{35}	Q_{45}	Q_{55}

۱) بعدازآنکه شرکت‌ها به ۲۵ پرتفوی (۵× ۵) در هر سال مرتب شدند، برای هر طبقه کیفیت افشا، بازده ماهانه آتی را برای پرتفوی پوششی که موقعیت خرید را در شرکت‌های با بالاترین سطح ناقرینگی اطلاعات و موقعیت فروش در شرکت‌های با کمترین سطح ناقرینگی اطلاعاتی اتخاذ می‌کند، محاسبه می‌شود. برای محاسبه هزینه سرمایه از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) استفاده می‌شود؛ به‌عبارت‌دیگر برای هر طبقه کیفیت افشا رگرسیون سری‌های زمانی بازده پرتفوی پوششی ناقرینگی اطلاعاتی نسبت به سه عامل بازار، اندازه و نسبت ارزش دفتری به بازار برآورد می‌شود:

$$R_{Ht}= a_H+ b_H MKT_t + s_H SMB_t+ h_H HML_t + \varepsilon_t$$

R_H، بازده مربوط به پرتفوی پوششی ناقرینگی اطلاعاتی برای طبقه رقابت بازار می‌باشد.

۲) متغیر موردنظر در اینجا، جزء ثابت a_H است. اگر a_H به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی بالا، هزینه سرمایه تعدیل‌شده با ریسک بالاتری را نسبت به شرکت‌های با ناقرینگی اطلاعاتی پایین کسب خواهند کرد.

۳) در این مرحله، معناداری بارهای عاملی متغیر موردنظر (یعنی a_H) در سطح ۵٪ با استفاده از آماره‌ی t مورد آزمون قرار می‌گیرد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

۵- جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکت‌ها

شرکت‌های مورد مطالعه این تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ است. برای انتخاب نمونه، از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت-هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف‌شده و درنهایت شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب‌شده‌اند:

۱) به‌منظور همگن شدن نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، شرکت‌ها پیش از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۳) نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نمی‌شود زیرا شرکت‌های مذکور ماهیت دارایی‌هایشان متفاوت می‌باشد.
۴) شرکت‌ها طی دوره زمانی این تحقیق تغییر فعالیت یا تغییر دوره‌ی مالی نداده باشند.
۵) داده‌های موردنظر شرکت‌ها در دسترس باشد.
۶) نماد معاملاتی شرکت‌های مورد مطالعه برای بیش از یک‌سوم روزهای معاملاتی سال بسته نشده باشد.

درنهایت شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که از سایت اطلاع‌رسانی بازار بورس و نیز مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران و نیز سایر پایگاه‌های اطلاعاتی از جمله ره‌آورد نوین استخراج گردیده و در ادامه با نرم‌افزار ایویوز مورد بررسی و تحلیل قرار گرفت.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آماره های توصیفی

برای ارائه‌ی یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه‌شده است.

با بررسی نتایج کمی آمار توصیفی متغیرهای تحقیق و با توجه به نگاره فوق ارزش ۰/۰۱۲۵- ، ۰/۰۱۹۶ و ۰/۰۷۴۱ برای میانگین ناقرینگی اطلاعات (شکاف خریدوفروش، توزیع مؤثر و بازده مازاد) است. به عبارتی، قیمت پیشنهادی خرید در بین شرکت‌های مورد مطالعه پایین‌تر از قیمت پیشنهادی فروش می‌باشد چراکه میانگین به‌دست‌آمده دارای فاصله معناداری از حداکثر قیمت پیشنهادی ممکن است. میانگین متغیرهای کیفیت اطلاعات و اندازه شرکت به ترتیب برابر با ۰/۹۹۲۳ و ۵/۷۲۲۰ می‌باشد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

جدول (۱): آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
شاخص‌های ناقرینگی اطلاعاتی					
شکاف خریدوفروش	۰/۰۱۲۵	-۰/۰۱۱۹	۰/۴۱۰۱	۰/۶۷۷۰	-۰/۲۵۳۳
توزیع مؤثر	۰/۰۱۹۶	۰/۰۳۰۹	۰/۳۳۱۵	۰/۷۷۴۹	-۰/۶۸۱۴
شاخص‌های کیفیت اطلاعات حسابداری					
مجموع اقلام تعهدی	۰/۹۹۲۳	۰/۷۶۱۱	۰/۳۲۶۵	۲/۹۱۲۰	-۲/۳۹۵۰
جریان نقدی سال t	۰/۶۵۴۶	۰/۵۴۴۸	۰/۱۰۲۶	۱/۳۳۱۵	-۱/۱۲۵۸
جریان نقدی سال t+1	۰/۴۸۳۶	۰/۴۲۳۷	۰/۵۰۱۲	۱/۳۳۱۵	-۱/۱۲۵۸
جریان نقدی سال t-1	۰/۷۷۹۲	۰/۵۱۰۰	۰/۳۹۷۵	۱/۳۳۱۵	-۱/۱۲۵۸
متغیرهای مؤثر بر محیط اطلاعاتی حسابداری					
اهرم مالی	۰/۶۵۳۴	۰/۶۶۰۰	۰/۱۶۷۳	۱/۰۸۰۰	۰/۱۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۷۲۲۳	۰/۸۱۶۵	۰/۲۶۶۰	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
مالکیت متمرکز	۰/۷۶۰۷	۰/۸۰۸۷	۰/۱۷۹۳	۰/۹۹۹۸	۰/۰۵۹۵
سودآوری	۰/۱۴۹۳	۰/۱۴۰۰	۰/۱۰۹۸	۰/۶۶۰۰	-۰/۱۵۰۰
اندازه شرکت	۵/۷۲۲۰	۵/۶۷۸۱	۰/۶۱۱۹	۸/۵۲۰۰	۴/۲۴۶۴
دارایی‌های ثابت مشهود	۰/۵۵۱۲	۰/۵۲۲۵	۰/۱۹۵۹	۰/۹۸۵۲	۰/۰۰۵۵
رشد شرکت	۰/۱۲۵۱	۰/۱۱۰۰	۰/۵۳۰۷	۳/۹۹۰۰	-۰/۹۹۰۰
شاخص کیفیت افشا					
رتبه افشا	۱۴۶/۳۰۲	۱۳۵/۰۰	۰/۳۲۵۱	۲۸۸/۰۰	۱/۰۰۰
امتیاز قابلیت اتکا	۴۷/۸۲۱	۴۴/۱۲	۴/۳۳۵۶	۹۹/۰۰۰	-۸/۰۱۵۹
امتیاز به موقع بودن	۵۲/۱۵۲۰	۵۱/۲۰۱	۷/۱۵۲۴	۱۰۰/۰۰	-۱۹/۰۰۰
شاخص بازده مورد انتظار					
بازده مورد انتظار	۰/۱۵۰۱	۰/۱۲۷۶	۰/۳۹۶۴	۰/۴۲۷۵	-۰/۱۰۹۸

به عبارتی، چون متغیر محاسبه شده، خطای برآورد در نگاشت اقلام تعهدی به جریان‌های نقدی را ثبت می‌کند، ارزش کوچک‌تر نشان‌دهنده‌ی کیفیت بهتر اقلام تعهدی است. میانگین متغیرهای درصد مالکیت نهادی برابر با ۰/۷۲۲۳ است. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، درصد سرمایه‌گذاران مطلع یعنی سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی در شرکت‌های مورد مطالعه بالا می‌باشد به‌نحوی‌که با توجه به درصد مالکیت آن‌ها، امکان راهبری فعالیت‌های اصلی شرکت میسر می‌شود که ممکن است با توجه به اطلاعات آن‌ها کارایی بازار افزایش و نیز ناقرینگی اطلاعات کاهش یابد و یا می‌تواند با توجه به دسترسی این افراد به اطلاعات خصوصی منجر به افزایش رانت اطلاعاتی شود که خود یکی از مصادیق ناقرینگی اطلاعات به شمار می‌آید. ارزش میانگین برای تمرکز مالکیت برابر با ۰/۷۶ می‌باشد و نشان‌دهنده‌ی این است که بیشتر تمرکز مالکیت شرکت مربوط به اشخاص حقوقی (مالکان نهادی) می‌باشد. میانگین اهرم مالی ۰/۶۵۳ می‌باشد. به عبارتی، شرکت‌ها بیشتر از محل بدهی‌ها اقدام به تأمین مالی نموده‌اند. همچنین، ارزش‌های ۰/۱۴ و ۰/۱۲ برای سودآوری و رشد، نشان‌دهنده پایین بودن سودآوری بوده و می‌تواند بیانگر نامربوط بودن اطلاعات ترازنامه و نیز رویکرد محافظه‌کارانه شرکت‌ها است. بخش عمده‌ای

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

از این تغییرات را می‌توان ناشی از وجود تورم عنوان کرد. ارزش میانگین برای دارایی‌های ثابت مشهود ۰/۵۵۱۲ می‌باشد که بیانگر سرمایه‌گذاری بالای شرکت‌ها در دارایی‌های سرمایه‌ای (سرمایه‌گذاری بلندمدت) می‌باشد. با توجه به درصد دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌ها می‌توان ابراز داشت که جریانات نقدی صرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت‌شده است. در توجیه این نتیجه می‌توان ابراز داشت که در مرحله رشد بودن شرکت‌ها و عدم گستردگی آن‌ها (واعظ، رمضان احمدی و رشید باغی، ۱۳۹۲) می‌تواند دلیل سرمایه‌گذاری بالا در بخش دارایی‌های ثابت باشد. از طرفی با توجه به محدودیت‌های کلان اقتصادی و نیز در مرحله رشد بودن شرکت‌ها، تغییرات در میزان درآمدها محدود می‌باشد.

۶-۲- آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول: قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات

در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین- واتسون جهت تشخیص خودهمبستگی مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره‌ی دوربین- واتسون نزدیک به عدد ۲ باشد، استقلال جمله‌ی خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر جهت بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. جدول (۲) نتایج حاصل از برآورد مدل‌های تحقیق را نشان می‌دهد.

مطابق جدول، ناقرینگی اطلاعات که برحسب معیار شکاف خریدوفروش اندازه‌گیری شده است، به طور متوسط قیمت‌گذاری می‌شود. ضریب ناقرینگی اطلاعات (λ_1) در مدل، مثبت و معنی‌دار می‌باشد. ضریب کیفیت افشا (λ_2) نیز معنی‌دار است. کیفیت افشا از طریق سه معیار اندازه‌گیری شده است و در صورت اندازه‌گیری با معیار رتبه افشا، این معنی‌داری بااهمیت‌تر است. ضرایب متغیرهای ناقرینگی (λ_1) و کیفیت افشا (λ_2) درواقع اثرات مجزای این دو متغیر را نشان می‌دهد. همچنین برای آزمون نقش کیفیت افشا بر قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات، ضریب موردنظر، ضریب ارتباط متقابل بین کیفیت افشا و ناقرینگی اطلاعاتی یعنی λ_3 است. نتایج جدول (۲)، نشان می‌دهد که به‌جز معیار قابلیت اتکا، ضریب λ_3 منفی و در سطح ۹۵٪ معنی‌دار می‌باشد.

به طور نمونه با در نظر گرفتن شاخص به‌موقع بودن برای کیفیت افشا، این ضریب، ۰/۳۲۴۴- و در سطح ۵٪ معنی‌دار است. این نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات در سطوح باکیفیت افشا بالاتر، کمتر است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

جدول (۲): نتایج حاصل از برآورد مدل قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات

معیار ناقرینگی (**InfoA**): شکاف خریدوفروش

متغیر	معیار کیفیت افشا								
	قابلیت اتکا			به‌موقع بودن			رتبه افشا		
	ضریب	آماره t	VIF	ضریب	آماره t	VIF	ضریب	آماره t	VIF
سودآوری	۰/۱۸۶۸	۰/۶۶۶۵	۲/۵۶	۰/۱۳۶۹	۰/۵۱۹۹	۳/۴۷	-۰/۰۰۰۴	-۰/۳۱۸۱	۱/۷۴
اهرم مالی	۰/۴۵۸۷	**۲/۳۵۴۰	۱/۲۳	۰/۴۲۷۲	**۲/۲۱۷۱	۲/۲۵	۰/۴۴۲۶	**۲/۴۲۹۹	۱/۴۳
دارایی ثابت	۰/۴۰۷۹	**۲/۲۱۸۴	۱/۳	۰/۴۲۱۵	**۲/۴۶۷۶	۱/۸۴	-۰/۰۱۸۴	-۰/۳۱۰۶	۳/۶۳
اندازه شرکت	-۰/۳۹۵۰	-۲/۲۷۷۹ **	۲/۳	-۰/۰۱۷۰	-۰/۴۳۸۰	۲/۰۹	-۰/۲۴۱۸	-۱/۶۷۸۹ ***	۱/۹۰
مالکیت نهادی	-۰/۰۱۲۵	-۰/۱۱۲۶	۱/۰۲	۰/۰۱۸۳	۰/۱۵۴۲	۱/۶۶	۰/۰۵۱۲	۰/۵۲۲۵	۲/۶۸
رشد شرکت	۰/۰۷۳۱	۱/۳۹۵۰	۱/۳۲	۰/۰۷۷۹	***۱/۶۶۳۰	۲/۴۶	۰/۰۳۴۰	۰/۶۷۷۱	۲/۳۷
تمرکز مالکیت	۰/۰۳۵۷	۰/۱۶۵۸	۱/۶۵	۰/۰۲۵۶	۰/۱۱۶۴	۱/۷۳	-۰/۴۰۱۰	*-۳/۰۰۴۰	۱/۴۱
ناقرینگی اطلاعاتی (**InfoA**)	۰/۶۲۸۲	۰/۸۸۳۹	۳/۵۴	۰/۶۲۹۴	**۲/۱۸۸۶	۱/۴۸	۰/۳۱۷۰	**۲/۰۹۰۰	۳/۱۱
کیفیت افشا (**DisQ**)	-۰/۰۰۶۷	*-۵/۰۹۹۳	۲/۴۵	۰/۰۰۳۲	***۱/۸۱۲۳	۲/۴۰	۰/۷۲۴۶	**-۲/۴۳۸۲	۱/۵۰
InfoA × DisQ	۰/۰۳۸۶	۰/۸۱۷۳	۱/۶۹	-۰/۳۲۴۴	**-۲/۱۳۶۱	۲/۵۷	-۰/۴۲۱۰	**-۲/۶۵۱۳	۱/۵۳
کیفیت اطلاعات (**A_Q**)	۰/۰۱۸۳	*۴/۵۳۰۹	۱/۷۷	۰/۰۱۲۷	*۲/۸۹۵۸	۳/۱۷	۰/۰۲۳۳	۱/۲۵۱۳	۲/۱۲
A_Q × DisQ	-۰/۰۰۰۳	*-۳/۱۵۶۹	۱/۹۹	-۰/۰۰۰۲	*-۳/۸۷۹۱	۲/۱۳	-۰/۱۰۰۴	**-۳/۱۶۵۵	۲/۱۶
جز ثابت	۰/۳۸۱۰	۱/۴۷۵۸	-	۰/۱۹۴۴	۱/۴۲۴۶	-	۰/۸۱۴۴	۰/۹۰۳۵	-
اثرات سال		کنترل شد			کنترل شد			کنترل شد	
اثرات صنعت		کنترل شد			کنترل شد			کنترل شد	
ضریب تعیین		۰/۳۶۱۱			۰/۳۱۶۱			۰/۲۸۵۸	
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۱۵۴۰			۰/۲۰۳۵			۰/۲۶۷۳	
آماره دوربین_ واتسون		۲/۴۷۴۶			۱/۷۹۳۷			۲/۳۹۸۴	
آماره **F**		۱/۷۴۴۰			۱/۴۸۷۰			۱/۳۰۸۳	
احتمال آماره **F**		۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۱۸			۰/۰۲۴۸	

*،**،*** به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند.

نتایج این آزمون نشان می‌دهد که با توجه به معنی‌دار شدن ضریب در دو معیار به‌موقع بودن و رتبه افشا، کیفیت افشا قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مقدار آمارهٔ تورم واریانس بیانگر عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی است. معناداری آماره فیشر (۱/۷۴، ۱/۴۸، ۱/۳۰) در هر ۳ مدل در سطح پنج درصد حاکی از معناداری کلی مدل‌ها است. مقادیر آماره دوربین- واتسون (۲/۴۷، ۱/۷۹، ۲/۳۹) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی در اجزای اخلال مدل است. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل‌ها نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل درمجموع حدود ۲۰ درصد از تغییرات هزینه سرمایه را تبیین می‌نمایند.

نتایج جدول (۳)، نشان می‌دهد که به‌جز معیار رتبه افشا، ضریب λ_3 منفی و در سطح ۹۵٪ معنی‌دار می‌باشد. به طور نمونه با در نظر گرفتن شاخص به‌موقع بودن برای کیفیت افشا، این ضریب، ۰/۳۲۶۹- و در سطح ۵٪ معنی‌دار است. این نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات در سطوح باکیفیت افشا بالاتر، کمتر است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

جدول (۳): نتایج حاصل از برآورد مدل قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات

متغیر	معیار ناقرینگی (InfoA): توزیع مؤثر								
	معیار کیفیت افشا								
	قابلیت اتکا			به‌موقع بودن			رتبه افشا		
	ضریب	آماره t	VIF	ضریب	آماره t	VIF	ضریب	آماره t	VIF
سودآوری	۰/۲۶۰۴	۰/۹۲۹۲	۲/۲۴	۰/۱۸۵۹	۰/۷۵۵۳	۱/۷۴	۰/۶۹۴۲	**۳/۱۴۰۱	۲/۲۵
اهرم مالی	۰/۴۳۳۶	**۲/۱۹۶۳	۱/۹۱	۰/۴۲۰۰	**۲/۰۵۵۴	۲/۴۶	۰/۴۳۲۵	**۳/۲۲۴۷	۱/۳۲
دارایی ثابت	۰/۴۱۵۷	**۳/۳۷۱۷	۲/۱۹	۰/۴۳۰۴	*۲/۶۶۳۰	۱/۱۳	۰/۴۹۴۵	*۳/۳۵۱۹	۳/۴۴
اندازه شرکت	-۰/۰۰۵۱	-۰/۹۸۱۷	۱/۷۴	-۰/۰۰۱۹	-۰/۳۲۱۱	۲/۰۹	-۰/۲۶۷۰	***-۱/۶۹۰۳	۱/۲۱
مالکیت نهادی	-۰/۰۱۷۰	-۰/۱۵۷۱	۱/۳۳	۰/۰۱۷۲	۰/۱۴۹۴	۲/۳۶	۰/۰۴۷۸	۰/۵۰۷۷	۱/۶۳
رشد شرکت	۰/۰۶۵۸	۱/۲۱۰۰	۱/۹۸	۰/۰۷۲۳	۱/۵۵۳۵	۱/۴۷	۰/۰۱۸۵	۰/۳۵۲۴	۱/۸۹
تمرکز مالکیت	۰/۱۲۰۶	۰/۵۶۱۱	۱/۴۰	۰/۱۰۱۱	۰/۴۷۴۵	۱/۴۱	۰/۰۶۰۵	۰/۲۰۹۱	۱/۵۵
ناقرینگی اطلاعاتی (InfoA)	۰/۹۶۲۵	***۱/۸۷۸۸	۲/۷۵	۰/۵۰۲۶	۰/۷۸۰۷	۱/۳۲	-۰/۵۴۴۷	-۰/۵۲۱۸	۲/۴۰
کیفیت افشا (DisQuality)	۰/۰۰۶۷	*۵/۶۵۲۸	۲/۱۵	۰/۰۰۳۸	**۲/۴۱۵۶	۱/۶۷	-۰/۰۰۰۴	-۰/۱۵۸۶	۲/۱۷
InfoA × DisQuality	-۰/۴۱۳۶	**-۲/۴۵۱۷	۱/۳۳	-۰/۳۲۶۹	**-۲/۱۲۳۲	۱/۲۹	۰/۰۰۹۷	۰/۳۰۶۰	۱/۶۳
کیفیت اطلاعات (A_Q)	۰/۰۱۷۵	*۴/۱۹۳۲	۱/۷۶	۰/۰۱۲۳	*۲/۷۳۸۳	۱/۸۸	۰/۰۲۳۶	۱/۳۱۱۰	۲/۴۶
A_Q × DisQuality	-۰/۰۰۰۳	*-۳/۳۷۴۱	۱/۵۰۰	-۰/۰۰۰۲	*-۴/۰۲۲۶	۱/۷۸	-۰/۰۰۰۵	-۱/۲۰۵۲	۱/۳۴
جز ثابت	۱/۴۱۹۲	۱/۶۰۲۹	-	۱/۱۰۳۲	۱/۳۰۷۲	-	۰/۹۲۸۶	۰/۹۶۶۰	-
اثرات سال		کنترل شد			کنترل شد			کنترل شد	
اثرات صنعت		کنترل شد			کنترل شد			کنترل شد	
ضریب تعیین		۰/۳۶۵۹			۰/۳۱۸۸			۰/۲۸۸۶	
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۲۵۱۸			۰/۲۰۹۸			۰/۲۶۲۵	
آماره دوربین_ واتسون		۲/۱۳۸۰			۲/۳۲۴۷			۲/۳۵۰۲	
آماره F		۱/۷۰۹۲			۱/۴۴۷۶			۱/۲۷۶۸	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۳۶			۰/۰۳۸۰	

*،**،*** به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند.

نتایج این آزمون نشان می‌دهد که با توجه به معنی‌دار شدن ضریب در دو معیار به‌موقع بودن و قابلیت اتکا، کیفیت افشا قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعات را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مقدار آمارهٔ تورم واریانس بیانگر عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی است. معناداری آماره فیشر (۱/۷۰، ۱/۴۴، ۱/۲۷) در هر ۳ مدل در سطح پنج درصد حاکی از معناداری کلی مدل‌ها است. مقادیر آماره دوربین- واتسون (۲/۱۳، ۲/۳۲، ۲/۳۵) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی در اجزای اخلال مدل است. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل‌ها نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل درمجموع و به ترتیب حدود ۲۵، ۲۰ و ۲۶ درصد از تغییرات هزینه سرمایه را تبیین می‌نمایند.

فرضیه دوم: آزمون مقایسه کیفیت افشا و ناقرینگی با بازده مورد انتظار

آزمون فرضیه دوم درواقع آزمون هزینه سرمایه و ویژگی‌های محیط اطلاعات است. برای آزمون این فرضیه شرکت‌ها به پنج طبقه بر اساس شاخص کیفیت افشا دسته‌بندی می‌شوند. سپس شرکت‌ها بر اساس شاخص درجه‌ی ناقرینگی اطلاعاتی به پنج طبقه دسته‌بندی‌شده‌اند. نتایج حاصل از هر یک از این طبقه‌ها به شرح زیر می‌باشد:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

جدول (۴): پرتفوی پوششی ناقرینگی اطلاعات

پرتفوی پوششی ناقرینگی اطلاعاتی با استفاده از کیفیت افشا			
		معیارهای ناقرینگی اطلاعاتی	
		شکاف خریدوفروش (Q_1-Q_5)	توزیع مؤثر (Q_1-Q_5)
پنجک‌های کیفیت افشا	پنجک اول	-۰/۰۱۵۹ ۳/۲۵۱۵	-۰/۰۷۲۲ -۲/۲۵۱۵
	پنجک دوم	۰/۰۳۱۷ ۳/۹۲۱۷	-۰/۰۱۹۰ -۳/۴۵۱۵
	پنجک سوم	۰/۰۹۵۶ ۳/۱۷۹۱	۰/۰۲۳۶ ۳/۱۱۵۷
	پنجک چهارم	۰/۱۲۰۸ ۲/۹۲۶۶	۰/۱۲۴۴ ۲/۹۱۰۱
	پنجک پنجم	۰/۱۵۴۶ ۳/۱۴۰۴	۰/۰۸۱۹ ۳/۶۱۰۹

با توجه به جدول بالا نیز می‌توان ابراز داشت با کاهش کیفیت افشا، ضریب ناقرینگی اطلاعاتی نیز افزایش‌یافته است به‌نحوی‌که در پنجک اول (کیفیت افشای بالاتر) ضریب مربوطه حداقل می‌باشد. نتـایج حاصل از الگوی بـازده مازاد مربوط بـه این فرضیه نیز بـه شرح زیر می‌باشد:

جدول (۵): پرتفوی بازده مازاد

			ناقرینگی اطلاعات					
			Q_1		Q_5		پوششی	
پنجک		متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
کیفیت افشا	Q_1	جز ثابت	۰/۰۹۰۲۵	۱/۶۹۶۱	۰/۱۷۶۱	***۱/۹۰۰۸	-۰/۸۰۲۶	**۲/۵۰۴۲
		mkt	۰/۱۵۴۱	*۳/۰۹۱۷	۰/۳۶۵۲	**۲/۲۵۱۹	۰/۱۶۴۹	**۲/۴۴۹۸
		hml	۰/۱۲۴۲	**۲/۳۳۴۹	-۰/۰۹۸۸	*-۳/۴۵۲۷	۰/۲۳۵۹	۱/۳۹۱۷
		smb	-۰/۲۳۰۱	*-۳/۱۲۷۳	-۰/۲۵۱۶	*-۳/۱۲۷۳	-۰/۱۰۲۹	***۱/۸۸۳۶
			۰/۴۲۱۷		۰/۶۰۵۸		۰/۵۱۱۶	
			۰/۰۱۴۰		۰/۰۲۲۰		۰/۰۳۵۸	
	Q_5	جز ثابت	۰/۴۱۵۶	**۲/۴۶۳۳	۰/۲۵۷۰	**۲/۴۷۰۵	۰/۱۸۳۰	*۳/۹۳۵۲
		mkt	-۰/۲۵۱۸	*-۲/۹۴۳۳	۰/۱۵۸۲	**۲/۶۴۶۵	-۰/۳۴۰۹	*-۳/۱۲۸۴
		hml	۰/۰۶۰۸	**۲/۰۸۶۶	۰/۰۱۰۵	۱/۱۰۵۹	۰/۰۴۴۸	۱/۵۰۲۴
		smb	-۰/۱۹۷۷	-۱/۱۵۴۹	-۰/۳۰۴۱	*-۲/۹۲۷۸	۰/۱۲۴۱	**۲/۳۹۱۷
		ضریب تعیین	۰/۶۴۹۸		۰/۸۰۲۵		۰/۶۷۱۵	
		احتمال آماره F	۰/۰۴۰۱		۰/۰۳۱۵		۰/۰۱۶۳	

*،**،*** به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

متغیر موردنظر در فرضیه دوم، جزء ثابت a_H است. اگر a_H به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی بالا، هزینه سرمایه تعدیل‌شده با ریسک بالاتری را نسبت به شرکت‌های با ناقرینگی اطلاعاتی پایین کسب خواهند کرد. با توجه به جدول فوق و نیز بر اساس طبقه‌های اول و آخر و مقایسه آن‌ها می‌توان ابراز داشت که فرضیه دوم تحقیق با استفاده از معیار رقابت و معیار ناقرینگی تائید شده است. به عبارتی، بین طبقه‌های بالا و پایین ناقرینگی از بعد هزینه سرمایه، تفاوت معناداری وجود دارد و می‌توان ابراز داشت که تغییرات در ناقرینگی اطلاعاتی منجر به تغییر در هزینه سرمایه می‌شود.

۷- نتیجه‌گیری

در این تحقیق، قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعاتی بر اساس کیفیت افشا، مورد مطالعه قرارگرفته است. نتایج فرضیه اول تحقیق مبنی براثر کیفیت افشا بر قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعاتی، تائید شده است. در این راستا می‌توان ابراز داشت که ناقرینگی اطلاعاتی هزینه سرمایه شرکت را افزایش می‌دهد چراکه معامله‌گران کمتر مطلع تشخیص می‌دهند که در یک وضعیت بد اطلاعاتی قرار دارند و در نتیجه دارایی‌های کمتری نگهداری می‌کنند. این به‌نوبه‌ی خود قیمت اوراق بهادار با درجه‌ی بالایی از اطلاعاتی خصوصی را به سمت پایین هدایت می‌کند، از این رو ناقرینگی اطلاعاتی و به‌موجب آن هزینه سرمایه برای این شرکت‌ها افزایش می‌یابد. نتایج حاصل از یافته-های فرضیه اول با تحقیقات ایسلی و اوهارا (۲۰۰۴) مطابقت دارد. ایمهاف، سیوی و اسمیت[1] (۲۰۱۷) به این نتیجه رسیدند که در شرایط ناقرینگی اطلاعاتی بالا که حجم معاملات و نقد شوندگی سهام پایین است، ناقرینگی اطلاعاتی منجر به افزایش گزینش نادرست و سرمایه‌گذاری غیرکارا می‌گردد. در این شرایط بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران به‌منظور جبران ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

در ارتباط با فرضیه دوم تحقیق همان‌طور که گفته شد، کیفیت افشا منجر به تفاوت در هزینه سرمایه بین شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی بالا با شرکت‌های دارای ناقرینگی اطلاعاتی پایین می‌شود. بر اساس مدل انتظارات عقلایی هزینه سرمایه به شکاف بین مقدار اطلاعات عمومی و اطلاعات خصوصی و نیز به چگونگی انتشار اطلاعات بستگی دارد. افزایش حدود انتشار اطلاعات، هزینه سرمایه را از طریق افزایش اطلاع‌دهندگی قیمت سهم کاهش می‌دهد. علت آن است که سرمایه‌گذاران مطلع می‌توانند از مزیت اطلاعات اضافی خود برای معامله با سرمایه‌گذاران نا مطلع استفاده کنند و پرتفوی‌هایی را نگهداری کنند که در آن وزن زیادی به سهام دارای اطلاعات

1 Imhof, Seavey and Smith

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

خصوصی مثبت و وزن کمی به سهام دارای اطلاعات خصوصی منفی داده است. در وضعیت کیفیت افشا پایین، هزینه سرمایه صرفاً تابعی از میانگین آگاهی سرمایه‌گذاران است. وقتی کیفیت افشا کامل باشد، گزینش نادرست هیچ نقشی ندارد زیرا هر سرمایه‌گذار بر این باور است که تقاضای او برای یک دارایی، هیچ اثری بر قیمتی که تقاضای او به آن قیمت اجرا می‌شود، ندارد. نتایج حاصل از این سؤال با تحقیقات لمبرت و همکاران (۲۰۱۲) همخوانی دارد. آکینز و همکاران (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که کیفیت افشا با ایجاد اطلاعات باکیفیت، ابهام کلی را کاهش می‌دهد و بنابراین نفعی که سرمایه‌گذاران مشخصی از کسب اطلاعات خصوصی درباره شرکت به دست می‌آورند، کاهش می‌یابد. در حالت کیفیت افشا بالا، اثر کاهش نقد شوندگی ناشی از عدم تمایل برخی سرمایه‌گذاران مشخص به جمع‌آوری اطلاعات خصوصی و مشارکت در دادوستد سهام یک شرکت، ناچیز و قابل‌چشم‌پوشی است. با این حال، در وضعیت کیفیت افشا ضعیف، این اثر می‌تواند معنادار و قابل‌اندازه‌گیری باشد.

۸- پیشنهاد های کاربردی

بر اساس نتایج پژوهش می‌توان بیان کرد که حتی در شرایط وجود ناقرینگی اطلاعاتی بالا، کیفیت افشا می‌تواند اقدامی مؤثر در جهت کاهش هزینه‌های ناشی از ناقرینگی اطلاعاتی باشد. لذا پیشنهاد می‌شود با تغییر رویکردهای افشا، شرایط برای ارائه اطلاعات تکمیلی و قابل‌اتکا فراهم شود.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افزایش کیفیت افشا منجر به قیمت‌گذاری بهینه‌تر و کاهش هزینه سرمایه می‌شود بنابراین، پیشنهاد می‌شود بـه‌منظور کاهش هزینه ناشی از جذب سرمایه-گذار و تغییر دیدگاه سرمایه‌گذاران، اقدام به افزایش افشای اختیاری نمایند.

در این پژوهش به‌منظور بررسی هزینه سرمایه و کیفیت افشا به ترتیب از مدل سه عاملی فاما و فرنچ و امتیاز ارائه‌شده توسط بورس اوراق بهادار استفاده شده است که ممکن است تمام جنبه‌های مربوط به عوامل مؤثر بر دو متغیر ذکرشده را در برنگیرد.

۹- پیشنهاد های آتی

۱) نقش ساختار بازار سرمایه‌بر قیمت‌گذاری ناقرینگی اطلاعاتی.
۲) الگوسازی ناهنجاری‌های اطلاعاتی جهت دستیابی به معیار بهینه کیفیت اطلاعات.
۳) بهینه‌سازی الگوهای رقابت ناقص در بازار سرمایه با رویکرد روند محور.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

۱۰- منابع

بادآور نهندی، یونس، و وحید تقی زاده خانقاه. (۱۳۹۶). تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۴(۱): ۴۰-۱۹.

پورزمانی، زهرا، و فرناز منصوری. (۱۳۹۴). اثر تأثیر کیفیت افشاء، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آن‌ها بر هزینه سرمایه سهام عادی، **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۷(۲۵): ۹۶-۷۹.

جمشیدی، ناصر، و حسن قالیباف اصل. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‌گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه تحقیقات مالی** ۲۰(۱): ۹۰-۷۵.

خدامی پور، احمد؛ علیرضا خورشیدی و علی شیرزاد. (۱۳۹۲). اثر کیفیت افشا بر انواع مدیریت سود، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۰(۴): ۳۸-۲۱.

فخاری، حسین، و یاسر رضایی پینه نوئی. (۱۳۹۶). تبیین مدلی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت، **فصلنامه حسابداری مالی** ۹(۳۳): ۱۴۷-۱۲۱.

قائمی، محمدحسین، و محمدرضا وطن‌پرست. (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۱۲(۳): ۱۰۳-۸۵.

مهرآرا، محسن، و حبیب سهیلی احمدی. (۱۳۹۷). پویایی‌های ورود معامله‌گران مطلع و نا مطلع به بورس تهران، **فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی** ۲۰(۳): ۲۸۸-۲۶۵.

واعظ، سید علی؛ محمد رمضان احمدی و محسن رشیدی باغی. (۱۳۹۲). تأثیر کیفیت حسابرسی بر حق‌الزحمه حسابرسی شرکت‌های بورسی **مجله دانش حسابداری مالی** ۳(۱): ۱۱۴-۹۲.

Akins, B., J. Ng, and R. Verdi. (2012). Investor competition over information and the pricing of information asymmetry, **The Accounting Review** 87(1): 35–58.

Armstrong, C., J. Core, D. Taylor, and R. Verrecchia. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital?, **Journal of Accounting Research** 49(1): 1-40.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

Bhattacharya, N., H. Desai, and V. Kumar. (2011). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs, **Contemporary Accounting Research** 30(2).

Biddle, G., G. Hilary, R.S. Verdi. (2010). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?, **Journal of Accounting and Economics** 49(1-2): 58-74.

Brown, S., and Hillegiest, S.A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry, **Review of Accounting Studies** 12: 443–477.

Bushman, B., and R. Smith. (2001). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, **The Accounting Review** 73: 305–333.

Chang, E., T. Lin, and X. Ma. (2014). **Governance through trading and corporate investment decisions**. Working paper, University of Hong Kong.

Chen, C., M. Xiumin, S. Roychowdhury, W. Xin, and B. Matthew. (2016). Clarity Begins at Home: Internal Information Asymmetry and External Communication Quality. **Forthcoming the Accounting Review** 93(1): 71-103.

Chung, D.Y., K. Hrazdil, J. Novak, and N. Suwanyangyuan. (2018). Does the large amount of information in corporate disclosures hinder or enhance price discovery in the capital market?, **Journal of Contemporary Accounting & Economics** 15(1): 36-52.

Diamond, D., and R. Verrecchia. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of capital. **Journal of Finance** 46 (4): 1325-1359.

Dou, Y., O. Hope, W. Thomas, and Y. Zou. (2015). **Blockholder exit threats and financial reporting quality**. Working paper, University of Toronto.

Duan, Y., and Y. Jiao. (2014). The role of mutual funds in corporate governance: evidence from mutual funds' proxy voting and trading behavior. **Forthcoming in the Journal of Financial and Quantitative Analysis.**

Dutta, S., and A. Nezlobin. (2017). Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. **Journal of Financial Economics** 123(2): 415-431.

Easley, D., and M. O'Hara. (2004). Information and the cost of capital. **Journal of Finance** 59 (4):1553-1583.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

Fama, E., and French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics** 33 (1): 3-56,

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. (2005). The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics** 39(2): 295-327.

Fu, R., A. Kraft, and H. Zhang. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, andthe cost of equity, **Journal of Accounting and Economics** 54(2-3): 132-149.

Gomes, A., G. Gorton, and L. Madureira, (2006). **SEC Regulation Fair Disclosure**, Information, and the Cost of Capital, Working Paper: Washington University; University of Pennsylvania; Case Western Reserve University.

Imhof, M.J., S.E. Seavey, and D.B. Smith. (2017) Comparability and Cost of Equity Capital. **Accounting Horizons**, 31(2): 125-138.

Kyle, A. (1985). Continuous auctions and insider trade. **Econometrica** 53: 1315–1335.

Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia, (2011). Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital, Review of Finance, **European Finance Association** 16(1): 1-29.

Leuz, C., and R. Verrecchia. (2000). The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research** 38: 91-124.

Lin, T.J., Y.P. Chen and H.F. Tsai. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. **Finance Research Letters** 20.

Lowry, M. (2003). Why does IPO Volume Fluctuate so Much?. **Journal of Financial Economics** (JFE), 67(3): 3-40. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=729963

Lundholm, R., and L. Myers. (2002). Bringing the future forward: The effect of disclosure on the returnsearnings relation, **Journal of Accounting Research** 40(3): 809.

Nagar, V., J. Schoenfeld, L. Wellman. (2018). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures, **Journal of Accounting and Economics** https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.011.

Schreder, M. (2018). Idiosyncratic information and the cost of equity capital: A meta-analytic review of the literature, **Journal of Accounting Literature** 142-172.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]

Venkatesh, P., and R. Chiang. (1986). Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: a case study of eanings and dividend announcements. **The Journal of Finance** 41(5): 1089-11020.

Verdi, R. (2005). **Information Environment and the Cost of Capital**, Working paper, MIT.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-20]