



**University of Isfahan**

**Faculty of administrative Sciences & Economics**

**Department of Management**

**Ph.D Thesis**

**Analyzing the Role of Corporate Financial Signals in  
Managing Information Asymmetry in Iran`s Capital Market**

**Supervisor:**

**Dr. Saeed Fathi**

**Advisor:**

**Dr. Karim Azarbyjani**

**By:**

**Zahra Mohammadian**

**June 2022**

## **Abstract**

One of the destructive phenomena in the capital market is the issue of information asymmetry. This study, based on signaling theory, analyzes the role of corporate finance signals in the effect of information asymmetry on the shareholders' required return (cost of equity). Signaling Theory suggests the role of signals in the management of information asymmetry in the company's stock market to help maximize shareholders' wealth by reducing discount rate. The purpose of this study is to identify corporate financial signals that managers can provide to adjust the effect of information asymmetry on the required return to avoid additional costs.

In this study, by using eight corporate financial signals (dividend, dividend ratio, debt ratio, ownership concentration, institutional shareholders ownership, capital expenditures, seasoned equity offering (SEO) and SEO based on retained earnings), three required return criteria (required return from CAPM, required return from Gordon and historical return) and six information asymmetry measures (bid ask spread, probability of informed trading, reverse of turnover, reverse of earnings transparency, reverse of transparency scores and holding effect ratio), strategies of information asymmetry management was designed and tested.

Hypotheses were tested with the unbalanced panel regression and the sample includes 426 companies listed on the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bouse. And the data regathered from 2006 to 2021 in which the effect of information asymmetry on required return and the role of corporate finance signals in the effect of information asymmetry on the required return was examined.

According to the results, in 8 of the 24 couples of information asymmetry and required return measures, information asymmetry increases required return. Dividend, ownership concentration and capital expenditures in 7 cases, dividend ratio and debt ratio in 6 cases, institutional shareholders ownership and seasoned equity offering and SEO based on retained earnings in 5 cases of information asymmetry and required returns couples, have eliminated the positive effect of information asymmetry on the required return. In addition, neglecting in dividends and institutional shareholders ownership signaling in 2 cases and capital

expenditures and seasoned equity offering and SEO based on retained earnings in  
1 case of the couples of asymmetry and required return measures has led to a positive  
and significant effect of information asymmetry on required return.

**Keywords:** information asymmetry, signaling theory, signal, required return,  
capital cost.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه اصفهان  
دانشکده علوم اداری و اقتصاد  
گروه مدیریت

رساله دکتری رشته‌ی مالی گرایش مهندسی مالی

تحلیل نقش علامت‌های مالی شرکتی در مدیریت عدم تقارن اطلاعاتی در  
بازار سرمایه‌ایران

استاد راهنما:  
دکتر سعید فتحی

استاد مشاور:  
دکتر کریم آذربایجانی

دانشجو:  
زهرا محمدیان

شهریور ماه ۱۴۰۱

## چکیده

یکی از پدیده‌های منفی در بازار سرمایه، مسئله عدم تقارن اطلاعات یا نابرابری اطلاعات است. این پژوهش بر مبنای نظریه علامت‌دهی به تحلیل نقش علامت‌های مالی شرکتی در تأثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع سهامداران (هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام) می‌پردازد. نظریه علامت‌دهی حاکی از نقش علامت‌دهی در مدیریت بازار سهام شرکت و عدم تقارن اطلاعات است تا با کاهش نرخ تنزیل به حداکثرسازی ثروت سهامدار کمک شود. هدف این پژوهش مشخص کردن علامت‌های مالی شرکتی است که مدیران می‌توانند با ارائه آن تأثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را تعدیل کنند تا از هزینه علامت‌دهی اضافه جلوگیری شود.

در این پژوهش با استفاده از هفت علامت مالی شرکتی (نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته)، سه معیار بازده مورد توقع (بازده مورد توقع CAPM، بازده مورد توقع از روش گوردون و بازده تاریخی) و شش معیار عدم تقارن اطلاعات (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، معیار احتمال مبادله آگاهانه، معکوس گردش معاملات، معکوس شفافیت سود، معکوس امتیاز شفافیت و نسبت اثر هلدینگ) راهبرد های مدیریت عدم تقارن اطلاعات طراحی و آزمون شد. روش آزمون فرضیه‌ها رگرسیون تابلویی نامتوازن و جامعه مورد مطالعه ۴۲۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۸ است که در آن تأثیر معیارهای عدم تقارن اطلاعات بر معیارهای بازده مورد توقع و نقش علامت‌های مالی شرکتی در آن مورد بررسی قرار گرفت.

مطابق با نتایج در ۸ ترکیب از ۲۴ ترکیب معیارهای عدم تقارن اطلاعات و بازده مورد توقع، عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع تأثیر مثبت دارد. تمرکز مالکیت و مخارج سرمایه‌ای در ۷ مورد، نسبت سود تقسیمی و نسبت بدهی در ۶ مورد، مالکیت سهامدار نهادی و افزایش سرمایه از محل اندوخته در ۸ مورد و افزایش سرمایه در ۵ مورد از ترکیب های عدم تقارن اطلاعات و بازده مورد توقع، تأثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را از بین برده است. ضمناً عدم ارائه علامت های سود تقسیمی و مالکیت سهامدار نهادی در ۲ مورد و مخارج سرمایه‌ای و افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته هر کدام در یک مورد از ترکیب های معیار های عدم تقارن و بازده مورد توقع منجر به تأثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع شده است.

**کلیدواژه‌ها:** عدم تقارن اطلاعات، نظریه علامت‌دهی، علامت، بازده مورد توقع، هزینه سرمایه.

## شرح و بیان مساله پژوهشی

یکی از پدیده‌های منفی در بازار سرمایه، مسئله عدم تقارن اطلاعات یا نابرابری اطلاعات است. این پژوهش بر مبنای نظریه علامت‌دهی به تحلیل نقش علامت‌های مالی شرکتی بر تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع سهامداران (هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام) می‌پردازد.

مسئله عدم تقارن اطلاعات به تفاوت و نابرابری اطلاعات در دسترس بین سهامداران و مدیریت، سهامداران آگاه و ناآگاه و یا بین دارندگان اطلاعات محرمانه و سایر سهامداران اشاره دارد. محرمانگی ناشی از حفظ مزیت رقابتی و تفکیک مدیریت از مالکیت در شرکت‌ها را می‌توان ایجادکننده‌ی عدم تقارن اطلاعات دانست. چرا که شرکت برای تحقق بخشیدن به هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران باید طرح‌های عملیاتی و استراتژیک خود را توسعه دهد و به جهت جلوگیری از سوءاستفاده رقبا، از افشای اطلاعات مربوط به مزیت رقابتی خودداری کند. به عبارتی عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه غیر قابل حذف است. لذا مدیریت اطلاعات محرمانه‌ای در رابطه با مزیت رقابتی، جریان نقدی و به تبع آن ارزش شرکت دارد، در حالی که سهامداران اطلاعات محدود و مبهمی در اختیار دارند.

در تبیین نظری مساله عدم تقارن اطلاعاتی، آکرلوف<sup>۱</sup> (۱۹۷۰) به تعریف نظری عدم تقارن اطلاعات و عواقب آن در بازارها پرداخت و به دنبال آن اسپنس<sup>۲</sup> (۱۹۷۳)، الزام ارائه علامت‌هایی برای تشخیص کیفیت توسط معامله‌گر ناآگاه را مطرح کرد. آکرلوف با ارائه مثالی از بازار اتومبیل‌های دست دوم مسئله عدم تقارن اطلاعات را مطرح کرد و به آثار نامطلوب اطلاعات نامتقارن اشاره کرد که در نهایت منجر به شکست و سقوط بازار می‌شود. در ادامه آکرلوف (۱۹۷۰) مفهوم علامت یا علامت‌دهی را به عنوان ابزاری برای کاهش اثرات نامطلوب عدم تقارن اطلاعات در بازار کار پیشنهاد می‌کند. وی با اشاره به مدرک تحصیلی به عنوان یک علامت کیفیت در بازار کار، به مفهوم تعادل تفکیکی<sup>۳</sup> اشاره می‌کند. به عبارتی کارمندان بالقوه توانمند با ارائه علامت‌هایی مانند مدرک تحصیلی به کارفرما می‌توانند خود را از سایر افراد تفکیک کنند. آکرلوف معتقد است برای از بین بردن عدم تقارن اطلاعات باید به دنبال علامت‌هایی بود که به دست آوردن آنها نیازمند هزینه باشد و از آن تحت عنوان علامت‌دهی پرهزینه یاد می‌کند. (آکرلوف، ۱۹۷۰). سپس اسپنس (۱۹۷۳) با توسعه تحلیل نظری آکرلوف، نظریه علامت‌دهی را مطرح کرد. وی با معرفی مفهوم مکانیزم انتقال اطلاعات به ارائه راه‌حلی به منظور کاهش اثرات عدم تقارن اطلاعات در بازار کار پرداخت (اسپنس، ۱۹۷۳). گرچه نظریه علامت‌دهی اسپنس (۱۹۷۳) قابل تعمیم به بازارهای مالی و اقتصادی است و علامت‌های پرهزینه که همبستگی مثبتی با توانایی صادرکننده علامت داشته باشند می‌توانند به عنوان علامت‌های حاکی از کیفیت در نظر گرفته شوند. بسیاری از مطالعات پیرامون عدم تقارن اطلاعات به پیامدهای نامطلوب آن از جمله کاهش ارزش شرکت، کاهش ثروت سهامداران، افزایش هزینه معاملات و کاهش کارایی بازار و غیره اشاره داشته است. عدم تقارن اطلاعات، سهامداران را در معرض ناطمینانی و ریسک قرار می‌دهد و سهامداران به همین دلیل بازده بالاتری طلب می‌کنند. متعاقباً، افزایش ریسک و بازده مورد توقع،

<sup>1</sup> Akerlof

<sup>2</sup> Spence

<sup>3</sup> Separating Equilibrium

کاهش قیمت سهام و ارزش شرکت را به دنبال خواهد داشت. در ادبیات مالی پژوهش های متعددی تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را بررسی و تایید کردند. آدما<sup>۱</sup> (۱۹۸۵) نشان داد دقت اطلاعات خصوصی سرمایه گذاران با هزینه سرمایه سهام به طور مستقیم مرتبط است. اوهارا<sup>۲</sup> (۲۰۰۳)، ایزلی<sup>۳</sup> و اوهارا (۲۰۰۴)، لامبرت<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۸) و باتاچاریا<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) دریافتند که عدم تقارن اطلاعات هزینه سرمایه را افزایش می دهد. هاگس<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۰۷) نیز نشان دادند، عدم تقارن اطلاعات، هزینه سرمایه را با افزایش عامل صرف ریسک افزایش می دهد. مطابق با وایانوس<sup>۷</sup> و وانگ<sup>۸</sup> (۲۰۱۲)، سرمایه گذاران عدم تقارن اطلاعات را در دوره بعد قیمت گذاری می کنند و عدم تقارن اطلاعات منجر به افزایش بازده مورد توقع می شود.

به دنبال معرفی عدم تقارن اطلاعات و نظریه علامت دهی، علامت هایی نظیر سود تقسیمی (باتاچاریا، ۱۹۷۹)، تمرکز مالکیت (لی لند<sup>۹</sup> و پایل<sup>۱۰</sup>، ۱۹۷۷)، نسبت بدهی (راس<sup>۱۱</sup>، ۱۹۷۷) و جریانات نقدی خروجی (میلر<sup>۱۲</sup> و راک<sup>۱۳</sup>، ۱۹۸۵) پیشنهاد شد. زیربنای علامت دهی سود تقسیمی، فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی است. محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی به این مطلب اشاره دارد که سود تقسیمی اطلاعاتی راجع به درآمدهای آتی و پتانسیل شرکت انتقال می دهد. فرضیه محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی، سیاست تقسیم سود را به انتظارات آتی مدیریت ربط می دهد (فرانکفورتر<sup>۱۴</sup> و وود<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۲). لی لند و پایل (۱۹۷۷) نیز تمرکز مالکیت را به عنوان علامت شرکت خوب مطرح کردند. در مدلی که آنها ارائه کردند، یک کارآفرین که از ارزش واقعی و اطلاعات نهانی درباره پروژه خود آگاه است، به دنبال تامین مالی برای آن است. در چنین حالتی انتقال مستقیم اطلاعات مربوط به ارزش واقعی پروژه از کارآفرین به خارج از شرکت در راستای حفظ مزایای رقابتی، غیر ممکن است اما تمایل کارآفرین به سرمایه گذاری در پروژه خود می تواند به عنوان علامت در نظر گرفته شود. راس (۱۹۷۷) با معرفی نسبت بدهی به عنوان علامت، مدلی ارائه کرد که در آن مدیریت با تامین مالی از طریق بدهی، شرکت خود را از نظر کیفیت از سایر شرکت ها متمایز و تفکیک می کند. در واقع شرکت با متعهد شدن به پرداخت اصل و بهره بدهی در آینده، اعتماد خود به پایداری و تداوم جریانات نقدی آتی را به بازار انتقال می دهد (اگدن<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۳).

---

<sup>1</sup> Admati

<sup>2</sup> O`hara

<sup>3</sup> Easley

<sup>4</sup> Lambert

<sup>5</sup> Bhattacharya

<sup>6</sup> Hughes

<sup>7</sup> Vayanos

<sup>8</sup> Wang

<sup>9</sup> Leland

<sup>10</sup> Pyle

<sup>11</sup> Ross

<sup>12</sup> Miller

<sup>13</sup> Rock

<sup>14</sup> Frankfurter

<sup>15</sup> Wood

<sup>16</sup> Ogden



دومین مبنای نظری علامت‌دهی نسبت بدهی، فرضیه سلسله مراتب گزینه‌های تامین مالی است که توسط مایرز<sup>۱</sup> و مجلوف<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) مطرح شد.

رویکرد این پژوهش مبتنی بر این اصل است که ارائه علامت‌های کیفیت (حاکمی از جریان نقدی و ارزش) توسط مدیران، باعث می‌شود با وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامدار و مدیران، ریسک ادراک شده سهامدار کاهش یافته و رابطه عدم تقارن اطلاعاتی با بازده مورد توقع تعدیل شود.

در این پژوهش ضمن بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع، بررسی می‌شود که چه علامت‌هایی می‌تواند عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه ایران را مدیریت کند؟ آیا این علامت‌ها می‌تواند تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع سهامدار را تعدیل کند؟ در این پژوهش برای بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع، از ۶ معیار اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعات (معکوس گردش حجم معاملات، معکوس شفافیت سود، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، نسبت اثر هلدینگ، معکوس امتیاز شفافیت و معیار احتمال مبادله آگاهانه) و ۳ معیار بازده مورد توقع (بازده مورد توقع CAPM، بازده مورد توقع گوردون و بازده تاریخی) استفاده می‌شود تا مشخص شود در چه ترکیب‌هایی عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع تاثیر دارد. به عبارتی در چه ترکیب‌هایی از عدم تقارن اطلاعات و بازده مورد توقع، عدم تقارن اطلاعات منجر به افزایش بازده مورد توقع شده است. سپس نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، مالکیت سهامدار نهادی، تمرکز مالکیت، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته به عنوان علامت مالی شرکتی در نظر گرفته می‌شود و نقش این علامت‌ها بر تعدیل تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع (در ترکیب‌های مشخص شده) بررسی می‌شود. در این پژوهش مشخص می‌شود ارائه کدام علامت‌های مالی شرکتی توانسته است با وجود عدم تقارن اطلاعات مانع از افزایش بازده مورد توقع سهامداران شود.

مطابق با اسمیت<sup>۳</sup> ۱۹۹۸، مهندسی مالی عبارت است از انتقال یافته‌های علمی از حوزه مالی به روش‌ها و سیاست‌های مدیریت که به شرکت‌کنندگان در بازارهای مالی خدمات مالی بهتری ارائه کنند. هسته مرکزی این حوزه، علم مالی و حوزه‌های مربوطه مانند علوم کمی است. به عبارتی مهندسی مالی عبارت است از فرایند استفاده از روش‌های کمی برای طراحی مبتکرانه ابزارهای مبادلات مالی و ساختار مالی (راعی و سعیدی، ۱۳۹۷). می‌توان گفت مارکوئیتز<sup>۴</sup> (۱۹۵۲) به عنوان نخستین فرد در حوزه مهندسی مالی با استفاده از تکنیک میانگین-واریانس به عنوان یک تکنیک ریاضی، قواعد تصمیم‌گیری در راستای انتخاب سبد سرمایه‌گذاری را اصلاح کرد. استفاده از ابزارهای ریاضی، آماری و اقتصادی و غیره در راستای توسعه نظام مالی در حوزه مهندسی مالی جای می‌گیرد. پژوهش حاضر از این جهت که از تکنیک‌های اقتصادسنجی و آماری در راستای تصمیم‌گیری در مواجهه با عدم تقارن اطلاعات و بکارگیری نظریه علامت‌دهی به عنوان راهکاری جهت کاهش ریسک سهامداران استفاده می‌کند؛ در حیطه مهندسی مالی قرار می‌گیرد.

---

<sup>1</sup> Myeres

<sup>2</sup> Majluf

<sup>3</sup> Smith

<sup>4</sup> Markowitz

## ۱-۲- نوآوری پژوهش

به طور کلی این پژوهش در دو بعد نسبت به پژوهش‌های داخلی و خارجی نوآوری دارد. بعد اول، در نظر گرفتن ویژگی‌های خاص بازارهای سرمایه نوظهور در بکارگیری علامت‌ها و معیارهای عدم تقارن اطلاعات است. متغیرهای جایگزین اختصاصی عدم تقارن اطلاعات و علامت‌های مدیریتی اختصاصی در بازار سرمایه کشورهای نوظهور با مصاحبه‌ای که با خبرگان بازار سرمایه صورت گرفت، شناسایی شد. بعد دوم مربوط به رویکرد روش‌شناختی پژوهش است که علامت‌دهی و مدیریت عدم تقارن اطلاعات را به شکل جدیدی مورد آزمون قرار می‌دهد. بر این اساس نوآوری‌های پژوهش به شرح زیر است:

- ۱- استفاده از نسبت اثر هلدینگ به عنوان متغیر جایگزین عدم تقارن اطلاعات. در این رویکرد عقیده بر آن است که هرچه نسبت شرکت‌های زیرمجموعه هولدینگ‌های بورسی، که در بورس پذیرفته نشده اند بیشتر باشد عدم تقارن بیشتر است.
- ۲- استفاده از رتبه‌بندی شرکت‌های بورسی از نظر کیفیت افشا به عنوان معیار عدم تقارن اطلاعات. گزارش این رتبه‌بندی توسط شرکت بورس اوراق بهادار منتشر می‌شود و عموم سرمایه‌گذاران آن را به عنوان متغیر جایگزین عدم تقارن قبول دارند و می‌تواند اثر جدی بر ریسک انتظاری آنها و به تبع آن بازده مورد توقع داشته باشد.
- ۳- استفاده از افزایش سرمایه به عنوان علامت. در بازارهای نوظهور بر اساس نظر خبرگان، افزایش سرمایه توسط سرمایه‌گذاران به عنوان علامت مثبت تصور می‌شود و انتظار می‌رود با انتشار خبر افزایش سرمایه سهامداران حاضر به خرید سهام با قیمت بالاتر باشند.
- ۴- استفاده از مالکیت سهامدار نهادی به عنوان علامت. با وجود نظریه لی لند و پایل در مورد علامت تمرکز مالکیت، در مطالعات مختلف صرفاً از همین معیار استفاده شده است. اما کارآفرین به دلیل اینکه سرمایه‌گذار آگاه است، وقتی سهام شرکت را می‌خرد علامت مثبت صادر می‌کند. بنابراین به نظر پژوهشگر انتظار می‌رود وقتی سهامداران نهادی سهام یک شرکت را می‌خرند نیز به دلیل اینکه آنها سهامدار آگاه محسوب می‌شوند، علامت مثبت به بازار صادر شود.
- ۵- بکارگیری رویکرد نوآورانه در مسئله علامت‌دهی. همانطور که قبلاً اشاره شد، آکرلوف (۱۹۷۰) و اسپنس (۱۹۷۳) نظریه علامت‌دهی را مطرح کردند. به دنبال آن لی لند و پایل (۱۹۷۷)، راس (۱۹۷۷)، باتاچاریا (۱۹۷۹) و میلر و راک (۱۹۸۵) به مدلسازی علامت‌دهی سود تقسیمی، تمرکز مالکیت و نسبت بدهی پرداختند. در ادامه پژوهشگران با رویکرد تجربی اثرات علامت‌ها بر قیمت سهام و ارزش شرکت را آزمودند. سوال پاسخ داده نشده در ادبیات موضوع این است که اثر علامت بر ارزش از طریق کدام متغیرهای واسطه‌ای حاصل می‌شود؟ در این پژوهش واسطه‌گری خاص عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن ریسک در رابطه بین علامت و ارزش مطالعه می‌شود.

## فصل پنجم خلاصه، نتیجه‌گیری و پیشنهادات

### ۱-۵- مقدمه

در فصل‌های گذشته کلیات، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، مدل‌های مورد استفاده و نحوه برآورد آنها، روش محاسبه متغیرها، روش پژوهش و آزمون مدل‌ها و نتایج به دست آمده از آزمون مدل‌های پژوهش بیان شد. در این فصل ابتدا خلاصه‌ای از موضوع پژوهش ارائه شده است، سپس نتایج حاصل از آزمون مدل‌ها و نتایج مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد و بر آن اساس پیشنهادهایی ارائه می‌شود. در ادامه محدودیت‌های موجود در فرایند پژوهش و پیشنهادهایی به منظور انجام پژوهش‌های آتی در زمینه موضوع پژوهش بیان می‌شود.

### ۲-۵- خلاصه پژوهش

عدم تقارن اطلاعات به معنای نابرابری یا تفاوت اطلاعات در دسترس بین سهامداران و مدیریت، سهامداران آگاه و ناآگاه و یا بین دارندگان اطلاعات محرمانه و سایر سهامداران است. محرمانگی ناشی از حفظ مزیت رقابتی و تفکیک مدیریت از مالکیت در شرکت‌ها را می‌توان ایجادکننده عدم تقارن اطلاعات دانست. شرکت‌ها به جهت جلوگیری از سوءاستفاده رقبای، از افشای اطلاعات مربوط به مزیت رقابتی خودداری می‌کنند، چرا که با انتشار اطلاعات مرتبط با مزیت رقابتی و اطلاعات محرمانه، مزیت رقابتی خود را از دست می‌دهند و در نتیجه این امر منجر به کاهش جریان نقدی و نهایتاً کاهش ارزش شرکت می‌شود (اگدن، ۲۰۰۳). به عبارتی امکان حذف عدم تقارن اطلاعات وجود ندارد. عدم تقارن اطلاعات می‌تواند باعث افزایش بازده مورد توقع سهامدار (هزینه سرمایه) شود. مطابق با مطالعات تجربی، شرکت‌هایی که محیط اطلاعاتی نامناسب از نظر افشا داشته باشند هزینه سرمایه بالایی خواهد داشت (گومز<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). علاوه بر این شرکت‌هایی که جایگزین خاصی برای اطلاعات محرمانه و افشا نشده ندارند، هزینه سرمایه بالایی متحمل می‌شوند. عدم تقارن اطلاعات منجر به افزایش احساس ریسک سهامدار و در نهایت افزایش بازده مورد توقع وی (هزینه سرمایه) می‌شود و در جریان

---

<sup>1</sup> Gomes

محاسبه ارزش ذاتی به کاهش قیمت سهام و ثروت سهامدار منجر می‌شود. با توجه به اینکه حذف عدم تقارن اطلاعات امکان پذیر نیست، مدیریت شرکت می‌تواند مطابق با نظریه علامت‌دهی با ارائه علامت‌های مالی شرکتی تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را بر هم بزند یا این تاثیر را تعدیل کند. در واقع با ارائه علامت مثبت از طرف مدیریت، سهامدار با وجود عدم تقارن اطلاعات، امنیت خاطر بیشتری به علت تفکیک شرکت خوب از بد خواهد داشت و ریسک کمتری احساس خواهد کرد. به عبارتی شرکت‌ها با ارائه علامت‌های مالی شرکتی می‌توانند سهامداران را قانع کنند که اطلاعات محرمانه شرکت حاکی از جریان‌های نقدی بالا و ارزشمندی شرکت است. لازم به ذکر است علامتی دارای ارزش اطلاعاتی است که همبستگی مثبتی با درک سهامدار از ارزش شرکت داشته باشد. علاوه بر این ارسال علامت باید هزینه بر باشد و شرکت علامت دهنده برای به دست آوردن آن علامت متحمل هزینه شود و سایر شرکت‌ها با جریان نقدی و ارزش پایین نتوانند ارسال این علامت را تقلید کنند (اگدن، ۲۰۰۳).

ابتدا تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع با در نظر گرفتن ۳ معیار محاسبه بازده مورد توقع و ۶ معیار برای عدم تقارن اطلاعات مورد بررسی قرار گرفت. سپس مطابق با نظریه علامت‌دهی، نقش ۷ علامت مالی شرکتی در تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع مورد بررسی و تحلیل قرار گرفت که در ادامه نتایج به دست آمده از آزمون مدل‌های پژوهش مورد تفسیر قرار می‌گیرد.

### ۳-۵- نتایج تخمین مدل‌های پژوهش

سه فرضیه پژوهش به شرح زیر مورد بررسی قرار گرفت.

۱. عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع سهام تاثیر مثبت دارد.
۲. در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع تاثیر مثبت دارد، ارائه علامت‌های مالی شرکتی این تاثیر را از بین می‌برد.
۳. در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع تاثیر مثبت ندارد، عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی منجر به ایجاد این تاثیر می‌شود.

#### ۱-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول

همان‌طور که در بخش‌های قبلی توضیح داده شد این پژوهش به بررسی نقش علامت‌های مالی شرکتی مطابق با نظریه علامت‌دهی در تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع می‌پردازد. به عبارتی بررسی شد که آیا علامت‌های مالی شرکتی می‌تواند تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را تعدیل کند؟ مشخص است که ابتدا باید تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع بررسی شود. چرا که اگر عدم تقارن اطلاعات تاثیر مثبت معناداری بر بازده مورد توقع نداشته باشد، نیازی به ارائه علامت مالی شرکتی به جهت تعدیل این تاثیر وجود ندارد. در صورتی که عدم تقارن اطلاعات منجر به افزایش ریسک و بازده مورد توقع و در نهایت کاهش قیمت سهام نشده باشد، مفهوم نظریه علامت‌دهی و ارائه علامت مالی شرکتی جایگاهی نخواهد داشت. لذا ابتدا در آزمون فرضیه اول به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع پرداخته شد.

برای محاسبه بازده مورد توقع و عدم تقارن اطلاعات معیارهای متعددی وجود دارد که می‌تواند به عنوان جایگزین کمی برای این مفاهیم در نظر گرفته شود. با توجه به این که هر کدام از معیارها مفهوم مورد نظر را از یک بعد اندازه‌گیری می‌کند، استفاده از معیارهای متفاوت برای عدم تقارن اطلاعات و بازده مورد توقع کمک می‌کند تا اثر متغیر مستقل بر متغیر وابسته از ابعاد مختلف مورد بررسی قرار گیرد. لذا از ۶ معیار عدم تقارن اطلاعات و ۳ معیار بازده مورد توقع استفاده شد و در ۲۴ ترکیب (با توجه به وقفه برخی معیارها)، تا اثر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع طبق آنچه در فصل سوم آمده است، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که در ۸ ترکیب از ۲۴ ترکیب فوق عدم تقارن اطلاعات بازده مورد توقع را افزایش می‌دهد که به طور خلاصه در جدول (۵-۱) نشان داده شده است.

جدول ۵-۱: خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

بازده تاریخی $HR_{i,t}$	بازده مورد توقع گوردن $ERGordon_{i,t}$	بازده مورد توقع CAPM $ERCAPM_{i,t}$		
	✓	✓	با وقفه یک ساله	معکوس گردش حجم معاملات $\frac{1}{TOV_{i,t}}$
			با وقفه دو ساله	
✓		✓	با وقفه یک ساله	$\frac{1}{R_{i,t}^2}$ معکوس شفافیت سود
			با وقفه دو ساله	
✓			با وقفه یک ساله	شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش $BAS_{i,t}$
			با وقفه دو ساله	
		✓	با وقفه یک ساله	نسبت اثر هلدینگ $ Holding_{i,t}$
			با وقفه دو ساله	
			با وقفه یک ساله	معکوس امتیاز شفافیت
			با وقفه دو ساله	
✓	✓		با وقفه یک ساله	معیار احتمال مبادله آگاهانه $Pin_{i,t}$

#### الف- تحلیل نتایج در رابطه با معیار معکوس گردش حجم معاملات

همان‌طور که مشاهده می‌شود، معکوس گردش معاملات هر سال بازده مورد توقع CAPM در سال بعد را افزایش می‌دهد. به عبارتی می‌توان گفت زمانی که سهامدار گردش حجم معاملات یک شرکت را پایین مشاهده می‌کند، به علت احساس کمبود اطلاعات و وجود اطلاعات نامتقارن در طول ۵۲ هفته منتهی به شروع سال، ریسک ادراک شده وی نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک افزایش و وزن اطلاعات غیر سیستماتیک نسبت به اطلاعات سیستماتیک (شاخص بازار) در ارزشگذاری و نوسان قیمت کاهش می‌یابد. در این شرایط در طول ۵۲ هفته منتهی به شروع سال نوسانات قیمت سهم با نوسانات شاخص بازار هماهنگ‌تر می‌شود. در نتیجه در ابتدای سال وقتی سرمایه‌گذار از اطلاعات ۵۲ هفته گذشته برای محاسبات CAPM استفاده می‌کند، ملاحظه می‌کند که قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار افزایش

داشته است و در نهایت بازده مورد توقع CAPM بالاتر اندازه گیری می شود. لذا سرمایه گذارانی که برای ارزش گذاری سهم مورد نظر از مدل CAPM استفاده می کنند، قیمت سهم را کمتر ارزش گذاری می کنند. این امر منجر به کاهش ارزش شرکت و ثروت سهامدار می شود. لازم به یادآوری است در محاسبه بتا در بازده مورد توقع CAPM از داده های مربوط به دو سال منتهی به آغاز دوره مورد بررسی استفاده شده است و به همین علت عدم تقارن اطلاعات با دو وقفه یک و دو ساله در مدل آمده است.

مطابق با نتایج، معکوس گردش معاملات هر سال بازده مورد توقع گوردون در سال بعد را افزایش می دهد. به عبارتی می توان گفت زمانی که سهامدار گردش حجم معاملات یک شرکت را پایین و در نتیجه عدم تقارن اطلاعات را بالا ارزیابی می کند، احساس خطر و ریسک می کند. در صورتی که سهامدار برای ارزش گذاری سهام از روش گوردون با نرخ رشد ثابت سود تقسیمی استفاده کند، این افزایش ریسک را در تعیین نرخ تنزیل ضمنی در نظر می گیرد. این امر از طریق افزایش نرخ تنزیل منجر به کاهش قیمت سهم و ثروت سهامدار خواهد شد.

مطابق نتایج، معکوس گردش معاملات هر سال بازده تاریخی سال بعد را افزایش نداده است. به عبارتی ریسک ادراک شده ناشی از کاهش گردش معاملات هر سال منجر به افزایش بازده تحقق یافته سال بعد نشده است. شاید نخست به این دلیل که تأثیری بر بازده مورد توقع و قیمت سهم در ابتدای سال بعد ندارد یا دوم به این دلیل که با وجود افزایش بازده مورد توقع و کاهش قیمت اخبار و وقایع سال بعد اجازه افزایش بازده تحقق یافته را نداده است. در حالت دوم بازده تاریخی معیار خوبی برای اندازه گیری بازده مورد توقع نیست.

#### ب- تحلیل نتایج در رابطه با معیار معکوس شفافیت سود

همان طور که در جدول شماره ۵-۱ مشاهده می شود، معکوس شفافیت سود هر سال بازده مورد توقع CAPM در دو سال بعد را افزایش می دهد. به عبارتی می توان گفت زمانی که سهامدار شفافیت سود یک شرکت را پایین ارزیابی می کند، به علت عدم وجود اطلاعات شفاف در طول ۱۰۴ هفته منتهی به شروع سال ریسک ادراک شده وی نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک افزایش و وزن اطلاعات غیر سیستماتیک نسبت به اطلاعات سیستماتیک (شاخص بازار) در ارزش گذاری و نوسان قیمت کاهش می یابد. در این شرایط در طول ۱۰۴ هفته منتهی به شروع سال نوسانات قیمت سهم با نوسانات شاخص بازار هماهنگ تر می شود. در نتیجه در ابتدای سال وقتی سرمایه گذار از اطلاعات ۱۰۴ هفته گذشته برای محاسبات CAPM استفاده می کند، ملاحظه می کند که قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار افزایش داشته است و در نهایت بازده مورد توقع CAPM بالاتر اندازه گیری می شود. لذا سرمایه گذارانی که برای ارزش گذاری سهم مورد نظر از مدل CAPM استفاده می کنند با کاهش ضریب تعیین مدل شفافیت سود، سهم را کمتر ارزش گذاری می کنند. این امر منجر به کاهش ارزش شرکت و ثروت سهامدار می شود. این فرایند در رابطه با بازده مورد توقع حاصل از CAPM و معکوس شفافیت سود با وقفه یک ساله صادق نیست.

مطابق با نتایج، معکوس شفافیت سود هر سال بازده تاریخی سال بعد را افزایش می دهد. احساس ریسک سهامدار در رابطه با عدم شفافیت سود و شفافیت اطلاعات منجر به افزایش بازده دوره آینده سهم می شود. به عبارتی سهامدار به علت ریسک ادراک شده بازده مورد توقع خود را از ابتدای دوره بالا می برد و سهم مورد نظر را ارزانتر می خرد و طبیعتاً این سهم در دوره آتی بازدهی بالاتری تجربه کرده است چرا که با قیمت ارزانتری خریداری شده است.

مطابق با نتایج، معکوس شفافیت سود هر سال بازده مورد توقع گوردون سال بعد را افزایش نداده است. به عبارتی ریسک ادراک شده به علت عدم شفافیت سود در جریان ارزشگذاری سهم با استفاده از مدل گوردون بر نرخ تنزیل ضمنی موثر نبوده است.

### ج- تحلیل نتایج در رابطه با معیار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش

همان طور که مشاهده می شود، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سال بازده تاریخی سال بعد را افزایش می دهد. زمانی که شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش افزایش می یابد، سرمایه گذار احساس فقدان اطلاعات می کند و در نتیجه ریسک ادراک شده وی افزایش می یابد. سهامدار بالا بودن شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش را به عنوان نشانه ای از وجود اطلاعات نامتقارن یا محرمانه در یک سمت معامله در نظر می گیرد. لذا ریسک ادراک شده توسط سهامدار در رابطه با وجود اطلاعات نامتقارن یا محرمانه منجر به افزایش بازده دوره آینده سهم می شود. به عبارتی سهامدار به علت ریسک ادراک شده بازده مورد توقع خود را از ابتدای دوره بالا می برد و سهم مورد نظر را ارزانتر معامله می کند. طبیعتاً این سهم در دوره آتی بازدهی بالاتری خواهد داشت چرا که با قیمت ارزانتری معامله شده است. این در حالی است که ریسک ادراک شده ناشی از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر بازده مورد توقع CAPM و نرخ تنزیل ضمنی مدل گوردون تاثیر ندارد و همان طور که در جدول ۵-۱ مشاهده می شود شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر بازده مورد توقع CAPM و بازده مورد توقع گوردون تاثیر مثبت ندارد.

### د- تحلیل نتایج در رابطه با معیار نسبت اثر هلدینگ

همان طور که مشاهده می شود، نسبت اثر هلدینگ هر سال بازده مورد توقع CAPM سال بعد را افزایش می دهد. به عبارتی می توان گفت زمانی که سهامدار با شرکتی مواجه می شود که دارای تعداد بالایی از شرکت های زیر مجموعه غیر بورسی است، به علت عدم شفافیت شرکت های غیر بورسی و احساس کمبود اطلاعات در طول ۵۲ هفته منتهی به شروع سال ریسک ادراک شده وی نسبت به اطلاعات غیرسیستماتیک افزایش و وزن اطلاعات غیرسیستماتیک نسبت به اطلاعات سیستماتیک (شاخص بازار) در ارزشگذاری و نوسان قیمت کاهش می یابد. در این شرایط در طول ۵۲ هفته منتهی به شروع سال نوسانات قیمت سهم با نوسانات شاخص بازار هماهنگ تر می شود. در نتیجه در ابتدای سال وقتی سرمایه گذار از اطلاعات ۵۲ هفته گذشته برای محاسبات CAPM استفاده می کند، ملاحظه می کند که قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار افزایش داشته است و در نهایت بازده مورد توقع CAPM بالاتر اندازه گیری می شود. لذا سرمایه گذارانی که برای ارزشگذاری سهم مورد نظر از مدل CAPM استفاده می کنند، قیمت سهم را کمتر ارزشگذاری می کنند. این امر منجر به کاهش ارزش شرکت و ثروت سهامدار می شود. این

فرایند در رابطه با بازده مورد توقع حاصل از CAPM و معکوس گردش حجم معاملات با وقفه دو ساله و نرخ تنزیل ضمنی مدل گوردون و بازده تاریخی صادق نیست.

#### ه- تحلیل نتایج در رابطه با معیار معکوس امتیاز شفافیت

با توجه به نتایج معکوس امتیاز شفافیت هر سال هیچ کدام از معیارهای بازده مورد توقع در سال بعد را افزایش نداده است. به عبارتی می‌توان گفت پایین بودن امتیاز شفافیت یک شرکت بر تعیین نرخ تنزیل ضمنی و بازده مورد توقع CAPM و بازده تاریخی آن موثر نیست.

#### و- تحلیل نتایج در رابطه با معیار احتمال مبادله آگاهانه

مطابق با نتایج، معیار احتمال مبادله آگاهانه هر سال بازده مورد توقع گوردون سال بعد را افزایش می‌دهد. به عبارتی می‌توان گفت زمانی که سهامدار احتمال معامله آگاهانه در مورد یک سهم را بالا ارزیابی می‌کند، احساس خطر و ریسک ناشی از اطلاعات می‌کند. سهامدار بالا بودن احتمال معامله آگاهانه را به عنوان نشانه‌ای از وجود اطلاعات نامتقارن یا محرمانه در یک سمت معامله در نظر می‌گیرد. به عبارتی سهامدار به علت این که احساس می‌کند طرف مقابل در معامله یک معامله گر آگاه با اطلاعات خصوصی یا محرمانه است، از معامله با وی می‌هراسد و برای جبران ریسک معامله، بازده مورد توقع خود را افزایش می‌دهد. در صورتی که سهامدار برای ارزشگذاری سهام از روش گوردون با نرخ رشد ثابت سود تقسیمی استفاده کند، این افزایش ریسک را در تعیین نرخ تنزیل ضمنی مدل گوردون در نظر می‌گیرد. این امر منجر به کاهش قیمت سهم و در نتیجه ثروت سهامدار خواهد شد.

همان‌طور که مشاهده می‌شود، معیار احتمال آگاهانه هر سال بازده تاریخی سال بعد را افزایش می‌دهد. زمانی که سهامدار احتمال معامله آگاهانه در مورد یک سهم را بالا ارزیابی می‌کند، احساس خطر و ریسک ناشی از کمبود اطلاعات می‌کند. سهامدار بالا بودن احتمال معامله آگاهانه را به عنوان نشانه‌ای از وجود اطلاعات نامتقارن یا محرمانه در یک سمت معامله در نظر می‌گیرد. لذا ریسک ادراک شده وی در رابطه با وجود اطلاعات نامتقارن یا محرمانه منجر به افزایش بازده دوره آینده سهم می‌شود. به عبارتی سهامدار به علت این که احساس می‌کند طرف مقابل در معامله یک معامله گر آگاه با اطلاعات خصوصی یا محرمانه است، بازده مورد توقع خود را از ابتدای دوره بالا می‌برد و سهم مورد نظر را ارزانتر معامله می‌کند. طبیعتاً این سهم در دوره آتی بازدهی بالاتری خواهد داشت چرا که با قیمت ارزانتری معامله شده است. با توجه به نتایج، معیار احتمال مبادله آگاهانه بر بازده مورد توقع CAPM تاثیر مثبت ندارد.

#### ۲-۳-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم

با آزمون فرضیه دوم پژوهش بررسی می‌شود که آیا علامت‌های مالی شرکتی می‌تواند تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را تغییر دهد؟ به عبارتی با فرض اینکه مدیریت بنگاه خودخواهی و فرصت طلبی نکند و در راستای منافع و ثروت سهامدار فعالیت کند، ابزارهایی تحت عنوان علامت‌های مالی شرکتی در اختیار دارد که می‌تواند با استفاده از این ابزارها تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را تعدیل کند. مدیریت با ارائه علامت‌های مالی شرکتی (نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای،



افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته) به بازار به صورت خبری دال بر وجود علامت یا با ایجاد علامت مالی شرکتی، می‌تواند نگرانی سرمایه‌گذار را در مورد اطلاعاتی که در اختیار ندارد کاهش دهد. به طوری که با وجود عدم تقارن اطلاعات، این نابرابری اطلاعات منجر به افزایش بازده مورد توقع و هزینه سرمایه نشود. لازم به یادآوری است که در مواردی که عدم تقارن اطلاعات منجر به افزایش بازده مورد توقع نشده است نیازی به ارائه علامت مالی شرکتی برای تغییر رابطه نیست. چرا که عدم تقارن اطلاعات تاثیر مثبتی بر بازده مورد توقع نداشته است که نیازی به تعدیل آن وجود داشته باشد. لذا در آزمون فرضیه دوم به بررسی نقش علامت‌های مالی شرکتی در تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع در ۸ ترکیب مشخص شده که فرضیه اول در آنها تایید شده و در جدول ۱-۵ نشان داده شده است پرداخته می‌شود. در آزمون فرضیه اول مشخص شد که عدم تقارن اطلاعات در این ۸ ترکیب بازده مورد توقع را افزایش می‌دهد. انتظار می‌رود با اقدامات مناسبی تحت عنوان علامت‌دهی مالی شرکتی، تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع (هزینه سرمایه) از بین برود. لذا تنقش ۷ علامت مالی شرکتی بر ۸ رابطه مشخص شده در فرضیه اول مورد بررسی قرار گرفت و ۵۶ آزمون برای فرضیه دوم در گروه شرکت‌هایی که علامت داده‌اند اجرا شد تا مشخص شود در هر یک از ترکیبات، ارائه کدام یک از علامت‌ها می‌تواند تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را از بین ببرد. اگر در شرکت‌هایی که علامت‌دهی می‌کنند عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع تاثیر مثبت معنادار نداشته باشد، می‌توان ادعا کرد علامت‌های مالی شرکتی توانسته اند در راستای منافع و ثروت سهامداران عمل کنند.

#### الف- بازده مورد توقع CAPM و معکوس گردش معاملات با وقفه یک ساله

با توجه به نتایج، ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی مورد بررسی توانسته است تاثیر مثبت معنادار معکوس گردش معاملات بر بازده مورد توقع CAPM را از بین ببرد. به عبارتی ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب اثر منفی عدم تقارن اطلاعات بر ثروت سهامداران تعدیل می‌شود. شرکت‌هایی که علامت نسبت سود تقسیمی به بازار ارائه داده‌اند اطلاعاتی مبنی بر درآمدهای آتی و پتانسیل شرکت به سهامداران انتقال داده‌اند. سهامداران با در نظر گرفتن اینکه شرکت‌های خوب جریان نقدی بالاتری دارند و می‌توانند سود تقسیمی بیشتری بپردازند دیگر نگران کمبود اطلاعات نیستند (باتاچاریا، ۱۹۷۹). با فرض ثابت بودن عدم تقارن اطلاعات، سهامداران شرکت‌هایی که علامت نسبت سود تقسیمی را ارائه کرده‌اند، احساس ریسک کمتری می‌کنند و بازده مورد توقع کمتری خواهند داشت. نتیجه اینکه در شرکت‌هایی که نسبت سود تقسیمی بالایی دارند با وجود کاهش گردش معاملات و فقدان اطلاعاتی ناشی از آن، ریسک ادراک شده سهامداران نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک افزایش نخواهد داشت. در این شرایط وزن اطلاعات سیستماتیک نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک در ارزشگذاری و نوسان قیمت افزایش نمی‌یابد و به دنبال آن قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار بیشتر نمی‌شود. در نتیجه بازده مورد توقع CAPM بالا نمی‌رود. شرکت‌هایی که نسبت بدهی بالایی دارند با متعهد شدن به پرداخت اصل و بهره بدهی در آینده اعتماد خود به تداوم جریان های نقد آتی را به بازار می‌فهمانند (اگدن، ۲۰۰۳). در شرکت‌هایی که علامت نسبت بدهی به بازار ارائه کرده‌اند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از کاهش گردش معاملات، ریسک ادراک شده سهامداران نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک

افزایش نخواهد داشت. در این شرایط وزن اطلاعات سیستماتیک نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک در ارزشگذاری و نوسان قیمت افزایش نمی‌یابد و به دنبال آن قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار بیشتر نمی‌شود. در نتیجه بازده مورد توقع CAPM بالا نمی‌رود. سهامداران شرکت‌هایی که **تمرکز مالکیت** بالایی دارند، با در نظر گرفتن اینکه مالکان بزرگ از جریان نقدی و ارزش واقعی آن آگاهی بیشتری دارند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از کاهش گردش معاملات احساس ریسک کمتری می‌کنند و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی‌دهند. به طور مشابه شرکت‌هایی که علامت **مالکیت سهامدار نهادی** به بازار ارائه کرده‌اند، توانسته‌اند تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را از بین ببرند. سهامداران با در نظر گرفتن سهامدار نهادی به عنوان سهامدار آگاه و متخصص دیگر نگران کمبود اطلاعات خود نیستند و در جریان ارزشگذاری سهام ریسک کمتری احساس می‌کنند. در مورد شرکت‌هایی که **علامت افزایش سرمایه** را به بازار ارائه داده‌اند، سهامداران این علامت را حاکی از جریان نقدی مثبت در آینده تلقی می‌کند و با وجود عدم تقارن اطلاعات، احساس خطر کمتری می‌کند و ریسک کمتری را در ارزشگذاری سهام در نظر می‌گیرد.

#### ب- بازده مورد توقع CAPM و معکوس شفافیت سود با وقفه دو ساله

با توجه به نتایج، ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته توانسته است تاثیر مثبت معنادار معکوس شفافیت سود بر بازده مورد توقع CAPM را از بین ببرد. به عبارتی ارائه این علامت‌ها در این ترکیب باعث می‌شود عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش ثروت سهامداران نشود. این در حالی است که ارائه علامت نسبت بدهی نتوانسته است تاثیر مثبت معکوس شفافیت سود بر بازده CAPM را از بین ببرد. در مورد شرکت‌هایی که علامت **نسبت سود تقسیمی** ارائه کرده‌اند، سهامداران سود تقسیمی بالا را به عنوان نشانه‌ای از جریان نقدی آتی مثبت تلقی کرده‌اند و با وجود عدم شفافیت سود و عدم تقارن اطلاعات ناشی از آن، احساس خطر ناشی از فقدان اطلاعات نکرده‌اند و وزن اطلاعات سیستماتیک در ارزشگذاری سهام افزایش نیافته است. لذا در شرکت‌هایی که نسبت سود تقسیمی بالایی دارند، عدم شفافیت سود، بازده مورد توقع CAPM را افزایش نداده است. در شرکت‌هایی که علامت **تمرکز مالکیت و مالکیت سهامدار نهادی** به بازار عرضه کرده‌اند، سهامداران این دو علامت را به عنوان حضور سهامدار آگاه و متخصص در نظر می‌گیرند. در چنین شرایطی با کاهش ضریب تعیین مدل شفافیت سود احساس فقدان اطلاعات نمی‌کنند و در این شرایط قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار و بازده مورد توقع CAPM افزایش نمی‌یابد. در شرکت‌هایی که **مخارج سرمایه‌ای** بالایی دارند، سهامداران افزایش در سرمایه‌گذاری‌های شرکت را به عنوان علامت مثبتی مبنی بر جریان نقد آتی شرکت می‌دانند، چرا که معتقدند مدیریت اطلاعات بهتری در رابطه با بازده و جریان نقد آتی پروژه‌ها دارد. بنابراین در این شرایط کمتر نگران عدم شفافیت سود و کمبود اطلاعات هستند و بازده مورد توقعشان را افزایش نمی‌دهند. در مورد شرکت‌هایی که **افزایش سرمایه** داده‌اند نیز، سهامداران افزایش سرمایه را نشانه مثبتی از جریان نقدی آتی شرکت و ارزشمند بودن سهام شرکت می‌دانند و با وجود عدم تقارن اطلاعات و عدم شفافیت سود دیگر نگران کمبود اطلاعات خود نیستند. لذا وزن اطلاعات سیستماتیک در ارزشگذاری سهام افزایش نیافته است. مطابق با نتایج، در رابطه با بازده مورد توقع CAPM و معکوس شفافیت سود، علامت **نسبت بدهی** با وجود این که نشانه

اعتماد مدیران به جریان نقدی آتی است، نتوانسته است نگرانی سهامداران راجع به عدم شفافیت سود را کاهش دهد. شاید به این دلیل که این سیگنال صرفاً رفتار مدیران را منعکس می کند و می تواند شبیه ارائه سود غیر شفاف تحت تاثیر خودخواهی مدیریتی قرار گرفته باشد. بنابراین در این شرکت ها همچنان عدم تقارن اطلاعات بازده مورد توقع را افزایش می دهد.

### ج- بازده مورد توقع CAPM و نسبت اثر هلدینگ با وقفه یک ساله

با توجه به نتایج، ارائه علامت های مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه ای و افزایش سرمایه از محل اندوخته توانسته است تاثیر مثبت معنادار نسبت اثر هلدینگ بر بازده مورد توقع CAPM را از بین ببرد. به عبارتی ارائه این علامت ها در این ترکیب باعث می شود عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش ثروت سهامداران نشود. این در حالی است که ارائه علامت های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت و افزایش سرمایه نتوانسته است تاثیر مثبت نسبت اثر هلدینگ بر بازده CAPM را از بین ببرد. در شرکت هایی که مالکیت نهادی بالا دارند، سهامدار به علت حضور مالکان نهادی به عنوان سهامداران آگاه و متخصص نگرانی کمتری راجع به کمبود اطلاعات ناشی از شرکت های زیرمجموعه غیر شفاف دارد و بازده مورد توقع سهامدار افزایش نمی یابد. در شرکت هایی که مخارج سرمایه ای بالایی دارند، سهامدار افزایش میزان سرمایه گذاری ها را به عنوان نشانه مثبتی از جریان نقد آتی و بازده سرمایه گذاری ها تلقی می کند و با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از تعداد بالای شرکت های زیر مجموعه غیر بوری، ریسک ادراک شده وی افزایش نمی یابد. در مورد شرکت هایی که افزایش سرمایه از محل اندوخته داشته اند نیز سهامدار این علامت را در جهت جریان نقد مثبت و ارزشمند بودن سهام تلقی می کند و نگرانی کمتری در رابطه با عدم شفافیت شرکت های زیرمجموعه دارد. لذا در این شرکت ها بالا بودن تعداد شرکت های زیر مجموعه غیر بوری منجر به افزایش بازده مورد توقع CAPM نشده است. اما علامت های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت و افزایش سرمایه نتوانسته است نگرانی سهامدار در رابطه با عدم شفافیت شرکت های زیر مجموعه غیر بوری را کاهش دهد. در این شرکت ها همچنان با افزایش نسبت اثر هلدینگ (افزایش تعداد شرکت های زیرمجموعه غیر بوری)، ریسک ادراک شده سهامداران نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک افزایش و وزن اطلاعات غیر سیستماتیک نسبت به اطلاعات سیستماتیک در ارزشگذاری و نوسان قیمت کاهش می یابد. لذا بازده مورد توقع CAPM افزایش می یابد.

### د- بازده مورد توقع گوردون $ERGordon_{i,t}$ و معکوس گردش معاملات $\frac{1}{TOV}$

با توجه به نتایج، ارائه کلیه علامت های مالی شرکتی مورد بررسی نتوانسته است تاثیر مثبت معنادار معکوس گردش معاملات بر بازده مورد توقع گوردون را از بین ببرد. به عبارتی ارائه کلیه علامت های مالی شرکتی در این ترکیب باعث می شود عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش ثروت سهامداران نشود. شرکت هایی که علامت نسبت سود تقسیمی به بازار ارائه داده اند اطلاعاتی مبنی بر درآمدهای آتی و پتانسیل شرکت به سهامداران انتقال داده اند. نتیجه اینکه در شرکت هایی که سود تقسیمی بالایی دارند سهامدار با وجود کاهش گردش معاملات و فقدان اطلاعاتی که به دنبال آن احساس می کند، به علت نسبت سود تقسیمی بالا، احساس خطر و ریسک کمتری می کند و نرخ تنزیل ضمنی را افزایش نمی دهد. در نتیجه بازده مورد توقع گوردون بالا نمی رود. سهامداران

شرکت‌هایی که علامت نسبت بدهی به بازار ارائه کرده‌اند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از کاهش گردش معاملات به علت اعتماد به جریان های نقد آتی (تعهد شرکت به بازپرداخت اصل و بهره بدهی) احساس ریسک کمتری کرده و نرخ تنزیل ضمنی و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی دهند. سهامداران شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت بالایی دارند، با در نظر گرفتن اینکه مالکان شرکت از جریان نقدی و ارزش واقعی آن آگاهی بیشتری دارند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از کاهش گردش معاملات احساس ریسک کمتری می کنند و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی دهند. به طور مشابه شرکت‌هایی که علامت مالکیت سهامدار نهادی به بازار ارائه کرده‌اند، توانسته اند تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع گوردون را از بین ببرند. سهامداران با در نظر گرفتن سهامدار نهادی به عنوان سهامدار آگاه و متخصص دیگر نگران کمبود اطلاعات خود نیستند و در جریان ارزشگذاری سهام ریسک کمتری احساس می کنند. در مورد شرکت‌هایی که علامت افزایش سرمایه را به بازار ارائه داده‌اند، سهامداران این علامت را حاکی از جریان نقدی مثبت در آینده تلقی می کند و با وجود عدم تقارن اطلاعات، احساس خطر کمتری می کند و ریسک کمتری را در ارزشگذاری سهام در نظر می گیرد و نرخ تنزیل ضمنی را افزایش نمی دهند.

#### ه- بازده مورد توقع گوردون $ERGordon_{i,t}$ و معیار احتمال مبادله آگاهانه $Pin_{i,t}$

با توجه به نتایج فصل چهارم، ارائه علامت‌های نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی و افزایش سرمایه از محل اندوخته توانسته است تاثیر مثبت معنادار معیار احتمال مبادله آگاهانه بر بازده مورد توقع گوردون را از بین ببرد. به عبارتی ارائه این علامت‌ها در این ترکیب باعث می‌شود عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش ثروت سهامداران نشود. این در حالی است که ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، مخارج سرمایه‌ای و افزایش سرمایه نتوانسته است تاثیر مثبت PIN بر بازده گوردون را از بین ببرد. سهامداران در شرکت‌هایی که نسبت بدهی بالایی دارند، این علامت را به عنوان نشانه مثبتی از جریان نقد آتی شرکت تلقی می کنند (به علت تعهد به پرداخت اصل و بهره بدهی در آینده) و با وجود بالا بودن معیار PIN و معامله با سرمایه گذاران آگاه که به نظر می رسد از اطلاعات بیشتری دارند، احساس ریسک کمتری کرده و بازده مورد توقعشان (بازده گوردون) را افزایش نمی دهند. به طور مشابه در شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت و مالکیت سهامدار نهادی بالا است، سهامداران این دو علامت را نشانه ای از حضور سهامدار آگاه و متخصص در شرکت می دانند و به صرف حضور این سهامداران نگرانی کمتری در رابطه با معامله گران آگاه و مطلع دارند. لذا ریسک کمتری را در جریان ارزشگذاری سهم در نظر می گیرند. سهامداران شرکت‌هایی که افزایش سرمایه از محل اندوخته داده‌اند نیز این علامت را نشانه ای از ارشمند بودن سهم شرکت در نظر می گیرند و با افزایش احتمال مبادله آگاهانه، نرخ تنزیل ضمنی و بازده گوردون را افزایش نمی دهند. این در حالی است که ارائه علامت‌های افزایش سرمایه، مخارج سرمایه‌ای و نسبت سود تقسیمی نتوانسته است نگرانی سرمایه گذاران را در ارتباط با وجود معامله گران آگاه و مطلع از اطلاعات خصوصی کاهش دهد و نقشی در تاثیرنقشی در تاثیر PIN بر بازده گوردون نداشته است.

و- بازده تاریخی  $HR_{i,t}$  و معکوس شفافیت سود  $\frac{1}{R_{i,t}^2}$

با توجه به نتایج، ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی مورد بررسی توانسته است تاثیر مثبت معنادار معکوس شفافیت سود بر بازده تاریخی را از بین ببرد. به عبارتی ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب باعث می‌شود عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش ثروت سهامداران نشود. شرکت‌هایی که علامت نسبت سود تقسیمی به بازار ارائه داده‌اند اطلاعاتی مبنی بر درآمدهای آتی و پتانسیل شرکت به سهامداران انتقال داده‌اند. نتیجه اینکه در شرکت‌هایی که سود تقسیمی بالایی دارند سهامدار با کاهش شفافیت سود و فقدان اطلاعاتی که به دنبال آن احساس می‌کند، به علت نسبت سود تقسیمی بالا، احساس خطر و ریسک کمتری می‌کند و سهم را ارزانتر معامله نمی‌کند و در نتیجه بازده مورد توقع خود را افزایش نمی‌دهد. سهامداران شرکت‌هایی که علامت نسبت بدهی به بازار ارائه کرده‌اند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از عدم شفافیت سود، به علت اعتماد به جریان های نقد آتی (تعهد شرکت به بازپرداخت اصل و بهره بدهی) احساس ریسک کمتری کرده و سهام شرکت را ارزانتر معامله نمی‌کنند و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی‌دهند. سهامداران شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت بالایی دارند، با در نظر گرفتن اینکه مالکان شرکت از جریان نقدی و ارزش واقعی آن آگاهی بیشتری دارند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از عدم شفافیت سود، احساس ریسک کمتری می‌کنند و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی‌دهند. به طور مشابه شرکت‌هایی که علامت مالکیت سهامدار نهادی به بازار ارائه کرده‌اند، توانسته‌اند تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده تاریخی را از بین ببرند. سهامداران با در نظر گرفتن سهامدار نهادی به عنوان سهامدار آگاه و متخصص دیگر نگران کمبود اطلاعات خود ناشی از عدم شفافیت سود نیستند و در جریان ارزشگذاری سهام ریسک کمتری احساس می‌کنند. در مورد شرکت‌هایی که علامت افزایش سرمایه را به بازار ارائه داده‌اند، سهامداران این علامت را حاکی از جریان نقدی مثبت در آینده تلقی می‌کند و با وجود عدم تقارن اطلاعات، احساس خطر کمتری می‌کند و ریسک کمتری را در ارزشگذاری سهام در نظر می‌گیرد و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی‌دهند.

### ز- بازده تاریخی $HR_{i,t}$ و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش $BAS_{i,t}$

با توجه به نتایج، ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی مورد بررسی توانسته است تاثیر مثبت معنادار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر بازده تاریخی را از بین ببرد. به عبارتی ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب باعث می‌شود عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش ثروت سهامداران نشود. شرکت‌هایی که علامت نسبت سود تقسیمی به بازار ارائه داده‌اند اطلاعاتی مبنی بر درآمدهای آتی و پتانسیل شرکت به سهامداران انتقال داده‌اند. نتیجه اینکه در شرکت‌هایی که سود تقسیمی بالایی دارند سهامدار با وجود افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش که نشانه‌ای از وجود اطلاعات نابرابر در دو طرف معامله است، به علت نسبت سود تقسیمی بالا، احساس خطر و ریسک کمتری می‌کند و سهم را ارزانتر معامله نمی‌کند. در نتیجه بازده تاریخی بالا نمی‌رود. سهامداران شرکت‌هایی که علامت نسبت بدهی به بازار ارائه کرده‌اند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، به علت اعتماد به جریان های نقد آتی (تعهد شرکت به بازپرداخت اصل و بهره بدهی) احساس ریسک کمتری کرده و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی‌دهند. سهامداران شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت بالایی دارند، با در نظر گرفتن اینکه مالکان شرکت از جریان نقدی و ارزش واقعی آن آگاهی بیشتری دارند، با وجود افزایش  $BAS$  که نشانه‌ای از عدم تقارن اطلاعات بین دو طرف معامله است، احساس ریسک کمتری می‌کند.

کنند و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی دهند. به طور مشابه شرکت‌هایی که علامت مالکیت سهامدار نهادی به بازار ارائه کرده‌اند، توانسته‌اند تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده تاریخی را از بین ببرند. سهامداران با در نظر گرفتن سهامدار نهادی به عنوان سهامدار آگاه و متخصص دیگر نگران کمبود اطلاعات خود نیستند و در جریان ارزشگذاری سهام ریسک کمتری احساس می کنند. در مورد شرکت‌هایی که علامت افزایش سرمایه را به بازار ارائه داده‌اند، سهامداران این علامت را حاکی از جریان نقدی مثبت در آینده تلقی می کنند و با وجود عدم تقارن اطلاعات، احساس خطر کمتری می کند و ریسک کمتری را در ارزشگذاری سهام در نظر می گیرد و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی دهند.

### ح- بازده تاریخی $HR_{i,t}$ و معیار احتمال مبادله آگاهانه $Pin_{i,t}$

با توجه به نتایج، ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای و افزایش سرمایه از محل اندوخته توانسته است تاثیر مثبت معنادار معیار احتمال مبادله آگاهانه بر بازده تاریخی را از بین ببرد. به عبارتی ارائه این علامت‌ها در این ترکیب باعث می شود عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش ثروت سهامداران نشود. این در حالی است که ارائه علامت افزایش سرمایه نتوانسته است تاثیر مثبت PIN بر بازده گوردون را از بین ببرد. شرکت‌هایی که علامت نسبت سود تقسیمی به بازار ارائه داده‌اند اطلاعاتی مبنی بر درآمدهای آتی و پتانسیل شرکت به سهامداران انتقال داده‌اند. نتیجه اینکه در شرکت‌هایی که سود تقسیمی بالایی دارند سهامدار با وجود افزایش احتمال مبادله آگاهانه و احساس کمبود اطلاعاتی که به دنبال آن دارد، به علت نسبت سود تقسیمی بالا، احساس خطر و ریسک کمتری می کند و سهام را ارزانتر معامله نمی کند. در نتیجه بازده تاریخی بالا نمی رود. سهامداران شرکت‌هایی که علامت نسبت بدهی به بازار ارائه کرده‌اند، با وجود عدم تقارن اطلاعات ناشی از افزایش احتمال مبادله آگاهانه، به علت اعتماد به جریان های نقد آتی (تعهد شرکت به بازپرداخت اصل و بهره بدهی) احساس ریسک کمتری کرده و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی دهند. سهامداران شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت بالایی دارند، با در نظر گرفتن اینکه مالکان شرکت از جریان نقدی و ارزش واقعی آن آگاهی بیشتری دارند، با وجود افزایش احتمال مبادله آگاهانه که نشانه ای از وجود معامله گر آگاه در طرف دیگر معامله است، احساس ریسک کمتری می کنند و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی دهند. به طور مشابه شرکت‌هایی که علامت مالکیت سهامدار نهادی به بازار ارائه کرده‌اند، توانسته‌اند تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده تاریخی را از بین ببرند. سهامداران با در نظر گرفتن سهامدار نهادی به عنوان سهامدار آگاه و متخصص دیگر نگران کمبود اطلاعات خود نیستند و در جریان ارزشگذاری سهام ریسک کمتری احساس می کنند. در مورد شرکت‌هایی که علامت افزایش سرمایه از محل اندوخته را به بازار ارائه داده‌اند، سهامداران این علامت را حاکی از جریان نقدی مثبت در آینده تلقی می کنند و با وجود عدم تقارن اطلاعات، احساس خطر کمتری می کند و ریسک کمتری را در ارزشگذاری سهام در نظر می گیرد و بازده مورد توقع خود را افزایش نمی دهند. این در حالی است که ارائه علامت افزایش سرمایه نتوانسته است نگرانی سرمایه گذاران در ارتباط با وجود معامله گران آگاه و مطلع از اطلاعات خصوصی را کاهش دهد و نقشی در تاثیر PIN بر بازده تاریخی نداشته است.

خلاصه نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول (۲-۵) ارائه شده است.

جدول ۵-۲: خلاصه نتایج مربوط به فرضیه دوم پژوهش

HR PIN	HR BAS	$\frac{HR}{R^2}$	ERGORDON PIN	$\frac{ERGORDON}{TOV}$	ERCAPM Holding یک ساله	$\frac{ERCAPM}{R^2}$	$\frac{ERCAPM}{TOV}$ یک ساله	علامت‌های مالی شرکتی
✓	✓	✓	×	✓	×	✓	✓	نسبت سود تقسیمی
✓	✓	✓	✓	✓	×	×	✓	نسبت بدهی
✓	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓	تمرکز مالکیت
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	مالکیت سهامدار نهادی
✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	✓	مخارج سرمایه‌ای
×	✓	✓	×	✓	×	✓	✓	افزایش سرمایه
✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	افزایش سرمایه از محل اندوخته

### ۳-۳-۵- تحلیل نتایج فرضیه سوم

در آزمون فرضیه دوم بررسی شد که چگونه می‌توان با ارائه علامت‌های مالی شرکتی تاثیر مثبت و معنادار عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع را از بین برد؟ همان‌طور که گفته شد این بررسی در مورد ترکیباتی از بازده مورد توقع و عدم تقارن اطلاعات که بر اساس رد فرضیه اول تاثیر مثبت و معناداری وجود نداشت، انجام نشد. مطلبی که در فرضیه دوم نادیده گرفته شده این است که گرچه در این موارد عدم تقارن اطلاعات نتوانسته تاثیر مثبت معناداری بر بازده مورد توقع سهامداران بگذارد، امکان ایجاد تاثیر مثبت معنادار عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع به علت عدم ارائه علامت مالی شرکتی وجود دارد. به عبارتی اگر مدیران تنها با توجه به ترکیبات مشخص شده در فرضیه اول و با روش‌های ارائه شده در فرضیه دوم به حل مسئله بپردازند، ممکن است با غفلت نسبت به بازار به سهامداران آسیب بزنند. در فرضیه سوم بررسی شد که در چه مواردی عدم ارائه علامت به بازار یا به عبارتی غفلت مدیران به بازار می‌تواند آسیب زنده باشد و منجر به تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع شود. در آزمون فرضیه اول مشخص شد که عدم تقارن اطلاعات در ۱۶ ترکیب بازده مورد توقع را افزایش نمی‌دهد. لذا تاثیر عدم ارائه ۷ علامت مالی شرکتی بر ۱۶ رابطه مشخص شده در فرضیه اول مورد بررسی قرار گرفت و ۱۱۲ آزمون برای فرضیه سوم در گروه شرکت‌های بدون علامت اجرا شد تا مشخص شود در هر یک از ترکیبات، عدم ارائه کدام یک از علامت‌ها می‌تواند منجر به تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع شود. انتظار می‌رود در شرکت‌هایی که علامت مالی شرکتی به بازار ارائه نکرده‌اند اثر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع مثبت معنادار باشد و عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی منجر به کاهش ثروت سهامداران شود.

## الف- بازده مورد توقع CAPM و معکوس گردش معاملات $\frac{1}{TOV}$ با وقفه دو ساله

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده مورد توقع نشده‌است. به عبارتی سهامداران با کاهش گردش معاملات احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند. در این شرایط وزن اطلاعات سیستماتیک نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک در ارزشگذاری و نوسان قیمت سهام افزایش نمی‌یابد. در نتیجه قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار و در نهایت بازده مورد توقع در دو سال بعد افزایش نمی‌یابد. عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب‌زننده نیست.

## ب- بازده مورد توقع CAPM و معکوس شفافیت سود $\frac{1}{R^2}$ با وقفه دو ساله

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده مورد توقع نشده‌است. به عبارتی سهامداران با کاهش ضریب تعیین و شفافیت سود احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند. در این شرایط وزن اطلاعات سیستماتیک نسبت به اطلاعات غیر سیستماتیک در ارزشگذاری و نوسان قیمت سهام افزایش نمی‌یابد. در نتیجه قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار و در نهایت بازده مورد توقع در دو سال بعد افزایش نمی‌یابد. عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب‌زننده نیست.

## ج- بازده مورد توقع CAPM و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش $BAS_{i,t}$ با دو وقفه یک ساله و دو ساله

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده مورد توقع نشده‌است. به عبارتی سهامداران با افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و نابرابری اطلاعات در دو طرف معامله، احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند و بازده مورد توقع در یک سال و دو سال آینده افزایش نمی‌یابد. عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب‌زننده نیست.

## د- بازده مورد CAPM و نسبت اثر هلدینگ با وقفه دو ساله

با توجه به نتایج، عدم ارائه علامت مالکیت سهامدار نهادی منجر به افزایش بازده مورد توقع CAPM در دو سال بعد شده‌است. به عبارتی سهامداران در شرکت‌هایی که مالکیت سهامدار نهادی پایین بوده است، با افزایش تعداد شرکت‌های زیر مجموعه غیر شفاف احساس ریسک و کمبود اطلاعات کرده و بازده مورد توقع خود را افزایش داده‌اند. عدم ارائه سایر علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب‌زننده نیست.

## ه- بازده مورد توقع CAPM و معکوس امتیاز شفافیت

با توجه به نتایج، عدم ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی و مخارج سرمایه‌ای منجر به افزایش بازده مورد توقع CAPM در سال بعد شده‌است. به عبارتی سهامداران در شرکت‌هایی که نسبت سود تقسیمی و مخارج سرمایه‌ای پایین بوده است، با کاهش امتیاز شفافیت احساس ریسک و کمبود اطلاعات می‌کنند. در نتیجه در طول ۵۲ هفته منتهی به شروع سال ریسک ادراک شده



سهامدارن نسبت به اطلاعات غیرسیستماتیک افزایش و وزن اطلاعات غیرسیستماتیک نسبت به اطلاعات سیستماتیک (شاخص بازار) در ارزشگذاری و نوسان قیمت کاهش می‌یابد. در این شرایط در طول ۵۲ هفته منتهی به شروع سال نوسانات قیمت سهم با نوسانات شاخص بازار هماهنگ‌تر می‌شود. در نتیجه در ابتدای سال وقتی سرمایه‌گذار از اطلاعات ۵۲ هفته گذشته برای محاسبات CAPM استفاده می‌کند، ملاحظه می‌کند که قدر مطلق کوواریانس بازده سهم با بازده بازار افزایش داشته‌است و در نهایت بازده مورد توقع CAPM بالاتر اندازه‌گیری می‌شود. لذا سرمایه‌گذارانی که برای ارزشگذاری سهم مورد نظر از مدل CAPM استفاده می‌کنند، قیمت سهم را کمتر ارزشگذاری می‌کنند. عدم ارائه سایر علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب‌زننده نیست. همچنین عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی رابطه معکوس امتیاز شفافیت و بازده CAPM دو سال بعد را تغییر نمی‌دهد.

#### و- بازده مورد توقع CAPM و معیار احتمال مبادله آگاهانه $PIN_{i,t}$

با توجه به نتایج، عدم ارائه علامت افزایش سرمایه منجر به افزایش بازده مورد توقع CAPM در سال بعد شده‌است. به عبارتی سهامداران در شرکت‌هایی که افزایش سرمایه نداده‌اند، با افزایش احتمال مبادله آگاهانه احساس ریسک و کمبود اطلاعات کرده و بازده مورد توقع خود را افزایش داده‌اند. عدم ارائه سایر علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب با وقفه یک ساله آسیب‌زننده نیست. مطابق با نتایج، عدم ارائه علامت نسبت سود تقسیمی منجر به افزایش بازده مورد توقع CAPM در دو سال بعد شده‌است. به عبارتی سهامداران در شرکت‌هایی که نسبت سود تقسیمی پابینی دارند، با افزایش احتمال مبادله آگاهانه احساس ریسک و کمبود اطلاعات کرده و بازده مورد توقع خود را افزایش داده‌اند. عدم ارائه سایر علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب با وقفه دو ساله آسیب‌زننده نیست.

#### ز- بازده مورد توقع گوردون $ERGORDON_{i,t}$ و معکوس شفافیت سود $\frac{1}{R_{i,t}^2}$

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده مورد توقع نشده‌است. به عبارتی سهامداران با کاهش شفافیت سود، احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند و نرخ تنزیل ضمنی و بازده مورد توقع خود در سال بعد را افزایش نمی‌دهند. می‌توان گفت عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب‌زننده نیست.

#### ح- بازده مورد توقع گوردون $ERGORDON_{i,t}$ و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش $BAS_{i,t}$

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده مورد توقع نشده‌است. به عبارتی سهامداران با افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و نابرابری اطلاعات در دو طرف معامله، احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند و نرخ تنزیل ضمنی و بازده مورد توقع خود در سال بعد را افزایش نمی‌دهند. می‌توان گفت عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب‌زننده نیست.

## ط- بازده مورد توقع با استفاده از مدل گوردون $ERGORDON_{i,t}$ و نسبت اثر هلدینگ $Holding_{i,t}$

با توجه به نتایج، عدم ارائه علامت افزایش سرمایه از محل اندوخته منجر به افزایش بازده مورد توقع گوردون در سال بعد شده است. به عبارتی سهامداران در شرکت‌هایی که افزایش سرمایه از محل اندوخته نداده‌اند، با افزایش تعداد شرکت‌های زیر مجموعه غیر شفاف احساس ریسک و کمبود اطلاعات کرده و نرخ تنزیل ضمنی و بازده مورد توقع خود را افزایش داده‌اند. عدم ارائه سایر علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب زنده نیست.

## ی- بازده مورد توقع گوردون $ERGORDON_{i,t}$ و معکوس امتیاز شفافیت

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده مورد توقع نشده است. به عبارتی سهامداران با کاهش امتیاز شفافیت، احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند و نرخ تنزیل ضمنی و بازده مورد توقع خود در سال بعد را افزایش نمی‌دهند. می‌توان گفت عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب زنده نیست.

## ک- بازده تاریخی $HR_{i,t}$ و معکوس گردش معاملات $\frac{1}{TOV_{i,t}}$

با توجه به نتایج، عدم ارائه علامت مالکیت سهامدار نهادی منجر به افزایش بازده تاریخی سال بعد شده است. به عبارتی سهامداران در شرکت‌هایی که مالکیت سهامدار نهادی پایین بوده است، با کاهش گردش معاملات، احساس ریسک و کمبود اطلاعات کرده و سهام را ارزانتر معامله می‌کنند و بازده مورد توقع خود را افزایش می‌دهند. عدم ارائه سایر علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب زنده نیست.

## ل- بازده تاریخی $HR_{i,t}$ و نسبت اثر هلدینگ $Holding_{i,t}$

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده تاریخی نشده است. به عبارتی سهامداران با افزایش تعداد شرکت‌های زیرمجموعه غیر شفاف و عدم تقارن اطلاعات ناشی از آن، احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند و سهام را ارزانتر معامله نمی‌کنند و بازده مورد توقع خود در سال بعد را افزایش نمی‌دهند. می‌توان گفت عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب زنده نیست.

## م- بازده تاریخی $HR_{i,t}$ و معکوس امتیاز شفافیت

با توجه به نتایج، عدم ارائه کلیه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب منجر به افزایش بازده تاریخی نشده است. به عبارتی سهامداران با کاهش امتیاز شفافیت، احساس کمبود اطلاعات و ریسک نمی‌کنند و سهام را ارزانتر معامله نمی‌کنند و بازده مورد توقع خود در سال بعد را افزایش نمی‌دهند. می‌توان گفت عدم ارائه علامت‌های مالی شرکتی در این ترکیب آسیب زنده نیست.

خلاصه نتایج مربوط به فرضیه سوم پژوهش در جدول (۳-۵) ارائه شده است.

### جدول ۳-۵: خلاصه نتایج فرضیه سوم پژوهش

HR و 1 TOV	ERGordon و Holding	ERCAPM و PIN دوساله	ERCAPM و PIN یک ساله	ERCAPM و امتیاز شفافیت یک ساله	ERCAPM و HOLDING دوساله	علام مالی شرکتی
		✓		✓		نسبت سود تقسیمی
✓					✓	مالکیت سهامدار نهادی
				✓		مخارج سرمایه‌ای
			✓			افزایش سرمایه
	✓					افزایش سرمایه از محل اندوخته

#### ۴-۵- محدودیت‌های پژوهش

در انجام هر پژوهش محدودیت‌هایی برای دستیابی به اهداف پژوهش وجود دارد. عمده‌ترین محدودیت‌های موجود در پژوهش حاضر به شرح زیر است:

- ۱- دوره زمانی پژوهش محدود به سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۸ است.
- ۲- قلمرو مکانی پژوهش محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران است.
- ۳- محاسبه نرخ رشد سود شرکت‌ها در این پژوهش از طریق نرخ انباشت سود انجام شده است. گرچه برآورد از طریق پیش‌بینی شبکه عصبی نیز انجام شد ولی نتایج مطلوبی حاصل نشد.
- ۴- محاسبه بازده مورد توقع به سه روش و محاسبه عدم تقارن اطلاعات به شش روش محدود شده است و هفت علامت مالی شرکتی در نظر گرفته شده است.
- ۵- شرکت‌های گروه مالی و واسطه‌گری مالی و شرکت‌هایی که جمع حقوق صاحبان سهام آنها منفی باشد از نمونه حذف شده‌اند.
- ۶- در محاسبه بازده مورد توقع از هر سه روش، بازده‌هایی که از نرخ بازده بدون ریسک کمتر بوده‌اند با نرخ بازده بدون ریسک جایگزین شده‌اند.

#### ۴-۵- پیشنهاد‌های پژوهش

در این بخش با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش پیشنهادهایی بر مبنای یافته‌های پژوهش و همچنین پیشنهادهایی جهت انجام پژوهش‌های آتی ارائه می‌شود.

#### ۱-۵-۵- پیشنهادهای مبتنی بر یافته‌های پژوهش

- ۱- در مورد ۸ ترکیبی که در جدول ۱ ارائه شده و نشانه تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع است پیشنهاد می‌شود مدیران برای کاهش بازده مورد توقع تلاش کنند تا عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهند.
- ۲- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت معکوس گردش معاملات با وقفه یک ساله بر بازده مورد توقع CAPM را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.
- ۳- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت معکوس شفافیت سود با وقفه دو ساله بر بازده مورد توقع CAPM را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.
- ۴- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت نسبت اثر هلدینگ با وقفه یک ساله بر بازده مورد توقع CAPM را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.
- ۵- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت معکوس گردش معاملات بر بازده مورد توقع گوردون را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.
- ۶- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت معیار احتمال مبادله آگاهانه بر بازده مورد توقع گوردون را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.
- ۷- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت معکوس گردش شفافیت سود بر بازده تاریخی را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.
- ۸- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای، افزایش سرمایه و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر بازده تاریخی را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.

۹- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی، نسبت بدهی، تمرکز مالکیت، مالکیت سهامدار نهادی، مخارج سرمایه‌ای و افزایش سرمایه از محل اندوخته تاثیر مثبت معیار احتمال مبادله آگاهانه بر بازده تاریخی را از بین ببرند تا بتوانند در راستای افزایش ثروت سهامدار گام بردارند.

۱۰- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت مالکیت سهامدار نهادی مانع از تاثیر مثبت اثر هلدینگ با وقفه دو ساله بر بازده مورد توقع CAPM شوند.

۱۱- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت‌های نسبت سود تقسیمی و مخارج سرمایه‌ای مانع از تاثیر مثبت معکوس امتیاز شفافیت با وقفه یک ساله بر بازده مورد توقع CAPM شوند.

۱۲- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت افزایش سرمایه مانع از تاثیر مثبت معیار احتمال مبادله آگاهانه با وقفه یک ساله بر بازده مورد توقع CAPM شوند.

۱۳- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت نسبت سود تقسیمی مانع از تاثیر مثبت معیار احتمال مبادله آگاهانه با وقفه دو ساله بر بازده مورد توقع CAPM شوند.

۱۴- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت افزایش سرمایه از محل اندوخته مانع از تاثیر مثبت اثر هلدینگ بر بازده مورد توقع گوردون شوند.

۱۵- به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه علامت مالکیت سهامدار نهادی مانع از تاثیر مثبت معکوس گردش معاملات بر بازده تاریخی شوند.

#### ۲-۵-۵- پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱- در این پژوهش تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع مورد بررسی قرار گرفته است. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی ریسک به عنوان واسطه در تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع مورد بررسی قرار گیرد و در نهایت نقش علامت‌های مالی شرکتی در تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر ریسک بررسی شود. پیشنهاد می‌شود بررسی شود عدم تقارن اطلاعات بر کدام معیارها از ریسک (ریسک غیر سیستماتیک، بتا، واریانس و ..) موثر است.

۲- مشخص شد در برخی از ترکیب‌های عدم تقارن اطلاعات و بازده مورد توقع، عدم تقارن اطلاعات تاثیر مثبت معنادار بر بازده مورد توقع ندارد. پیشنهاد می‌شود علل عدم وجود این تاثیر که مغایر با انتظار نظری پژوهش است مورد بررسی قرار گیرد.

۳- پیشنهاد می‌شود تاثیر علامت‌های مالی شرکتی بر عدم تقارن اطلاعات بررسی شود و در نهایت آیا کاهش عدم تقارن اطلاعات از طریق ارائه علامت مالی شرکتی توانسته است نرخ تنزیل یا بازده مورد توقع را کاهش دهد.

۴- مشخص شد در برخی از علامت‌ها و ترکیب‌های عدم تقارن اطلاعات و بازده (ترکیب‌هایی که عدم تقارن بر بازده تاثیر مثبت معنادار ندارد)، با وجود ارائه علامت مالی شرکتی، تاثیر

عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع تعدیل نشده است. پیشنهاد می‌شود علل عدم تاثیر علامت مالی شرکتی در این موارد مشخص شود.

۵- مشخص شد در برخی از علامت‌ها و ترکیب‌های عدم تقارن اطلاعات و بازده (ترکیب‌هایی که عدم تقارن بر بازده تاثیر مثبت معنادار ندارد)، عدم ارائه علامت مالی شرکتی منجر به تاثیر مثبت عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع نشده است. پیشنهاد می‌شود علل عدم افزایش بازده مورد توقع در این موارد مشخص شود.

۶- پیشنهاد می‌شود به منظور کاهش خطای تخمین، جهت محاسبه برخی متغیرها مانند نرخ رشد و بازده حقوق صاحبان سهام در مدل گوردون از میانگین چنددوره‌ای آنها استفاده شود.

۷- این سوال مطرح است که در راهبردهای فزاینده ثروت سهامدار، هزینه ارائه سیگنال بیشتر است یا مزیت حاصل از تعدیل تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع؟ لذا پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی هزینه ارائه علامت‌های مالی شرکتی و منافع حاصل از آن در راستای تعدیل تاثیر عدم تقارن اطلاعات بر بازده مورد توقع مقایسه و بررسی شود.

## منابع و مأخذ

- اعتمادی، حسین، اسمعیلی کجانی، محمد، (۱۳۹۵). مروری جامع بر تئوری های سیاست تقسیم سود، **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵(۱۷)، ۲۲-۳۵.
- اعتمادی، انواری رستمی، احمدیان. (۱۳۹۲). آزمون نظریه چرخه عمر در سیاستهای تقسیم سود شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. **مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۱۱(۴۱)، ۸۱-۵۹.
- باباجانی، جعفر، تحریری، ارش، ثقفی، بدری، احمد. (۱۳۹۳). رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود. **پیشرفت های حسابداری**، ۶(۲)، ۱-۲۶.
- پیرایش، ر.، و مظفری، س. (۱۳۹۷). عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیرات آن بر بازار سرمایه. **مطالعات نوین کاربردی در مدیریت اقتصاد و حسابداری**، ۱(۳)، ۸۳-۹۶.
- حاجی، توفیق، شریفی، فهیمه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری**، ۴۵(۴)، ۱۱۳-۱۲۹.
- حسنی القار، مرفوع. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود. **پژوهش های تجربی حسابداری**، ۱۷(۱)، ۱۰۳-۱۲۹.
- خاکی، غلامرضا، (۱۳۹۹)، "روش پژوهش (با رویکرد پایان نامه نویسی)"، نشر فوزان
- خدای پور، احمد، دلدار، مصطفی & چوپان، محسن. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و چرخه ی عمر شرکت بر بازده ی آتی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۳۸(۳۸)، ۱۶۷-۱۴۳.
- راعی، رضا، پویان فر، احمد، (۱۳۸۹)، "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته"، انتشارات سمت، چاپ چهارم
- راعی، رضا، عیوض لو، رضا، محمدی، شاپور، (۱۳۹۲)، "بررسی ریسک اطلاعات با استفاده از مدل های ریزساختار بازار"، **پژوهش های مدیریت در ایران**، ۱۷(۳)، ۸۵-۷۱.
- رحمانیانی، مولود، طالبلو. (۱۳۹۶). اندازه گیری سطح عدم تقارن اطلاعات برای شرکت های منتخب فعال در بورس اوراق بهادار تهران: احتمال مبادله آگاهانه (PIN). **فصلنامه پژوهشات مدل سازی اقتصادی**، ۸(۲۹)، ۷۳-۹۸.
- سوری، علی، (۱۴۰۰)، "اقتصادسنجی"، انتشارات نور علم
- عباسی، ابراهیم، رستگاری، فاطمه. (۱۳۹۱). تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت هادر بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش های تجربی حسابداری**، ۲(۳)، ۵۰-۳۳.
- فتحی، سعید، عجم محمدی، علیرضا، صدرالدین، ابراهیم، (۱۴۰۰)، " مبانی مدیریت سرمایه گذاری"، انتشارات سمت
- فروغی، د.، و امیری، ه.، و شیخی، ه. (۱۳۹۲). تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر صرف ریسک سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش های حسابداری مالی**، ۵(۱)، ۱۳-۲۸.
- کامیابی، یحیی، نیک سرشت، محسن. (۱۳۹۹). بررسی اثر تعدیل کننده افشای داوطلبانه بر رابطه بین کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه علمی کارافن**، ۱۷(۳)، ۲۴۷-۲۶۳.
- کردستانی، غلامرضا، نصیری، محمود، رحیم پور، محمد، (۱۳۸۹)، تئوری های پرداخت سود، پیام دهی و عملکرد عملیاتی شرکت متعاقب تغییرات سود نقدی، **مجله پژوهش های حسابداری مالی**، ۲(۱)، ۷۶-۶۳.

کریمی، غلامرضا، مهرانی، ساسان، اسکندر، هدی، (۱۳۸۹)، بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی در سیاست‌های تقسیم سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی، *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*. ۱۰۹-۱۳۲، (۲)۲

محمدی، شاپور، قالیباف اصل، حسن، مشکی، مهدی، (۱۳۸۹)، بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های مالی*، ۱۱ (۲۸) مهرانی، ساسان، حس، حسینی، احد، حیدری، حسن، پویانفر، احمد، (۱۳۹۲)، بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های مالی*. ۱۵ (۱)، ۱۴۸-۱۲۹

نصیرزاده، فرزانه، عباس زاده، ذوالفقار آرانی. (۲۰۱۷). بررسی تاثیر خوش بینی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر روی ریسک سقوط قیمت سهام. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۹ (۳۴)، ۳۵-۱۰۷.

نظری، محسن، پارسایی، منا، نصیری، سپیده‌سادات، (۱۳۹۱)، رابطه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی با سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌ها، *فصلنامه دانش حسابداری و حسابداری مدیریت*، ۱۱ (۲)، ۱۱۳-۱۰۳.

نمازی، م. (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت. *ویژه نامه حسابداری علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز*، ۲۲ (۲) (پیاپی ۴۳)، ۱۴۷-۱۶۴.

ولی زاده لاریجانی، حسینی، طهماسبی آشتیانی. (۱۳۹۹). اثر تعاملی کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت حاکمیت شرکتی بر نوسان‌پذیری عملکرد شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۷ (۳)، ۴۵۴-۴۷۲.

Abdul-Baki, R. (2013). Do information asymmetry proxies measure information asymmetry? (Doctoral dissertation, Concordia University).

Akerlof, G.A., (1970), "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500

Armstrong, C.S., Core, J.E., Taylor, D.J., & Verrchia, R.E., (2011), "When does information asymmetry affect the cost of capital?" *Journal of Accounting Research*, 49(1), 1-40

Atiyet, B. A. (2012). The pecking order theory and the static trade off theory: comparison of the alternative explanatory power in French Firms. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), 1.

Bhattacharya, S., (1979), "Imperfect information, Dividend policy, and the bird in hand fallacy", *The Bell Journal of Economics*, 10(1). 1, 259-270

Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K., (2013), "Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs", *Contemporary Accounting Research*, 30, 482-516

Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2012). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *The Accounting Review*, 87(2), 449-482.

Bhattacharya, U., & Spiegel, M. (1991). Insiders, outsiders, and market breakdowns. *The Review of Financial Studies*, 4(2), 255-282.

Barth, M.E., Konchitchki, Y. & Landsman, W.R., (2010) "Cost of capital and earnings transparency", *Journal of Accounting and Economics*. 55, 206-224.



- Bergh, D. D., Ketchen Jr, D. J., Orlandi, I., Heugens, P. P., & Boyd, B. K. (2019). Information asymmetry in management research: Past accomplishments and future opportunities. *Journal of management*, 45(1), 122-158.
- Bessler, W., Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2011). Information asymmetry and financing decisions. *International Review of Finance*, 11(1), 123-154.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, Alan J, (2009), "investments", McGraw-hill, 8th edition
- Boone, A.L., & White, J.T., (2015), "The effect of institutional ownership on firm transparency and information production", *Journal of Financial Economics*, 117, 508-533
- Boshkoshka M., The Agency Problem: Measures for Its Overcoming, *International Journal of Business and Management*, 10.1., 2015, 204-209.
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1995). Investment analysis and price formation in securities markets. *Journal of financial economics*, 38(3), 361-381.
- Brio, E.D., Miguel, A.D., & Pindado, J., (2003), " Investment and firm value: An analysis using panel data", *Applied Financial Economics*, 13, 013-923
- Brooks, Chris, (2002), "Introductory econometrics for finance", Cambridge University press.
- Byun, H., Hwang, L.S., & Lee, W.j., (2011), "How does ownership concentration exacerbate information asymmetry among equity investors?", *Pacific-Basin Financial Journal*, 19, 511-534
- Chari, V.V., Jagannathan, R., & Ofer, A.R., (1988), "Seasonalities in security returns: the case of earnings announcements", *Journal of Financial Economics*, 21(May), 101-121
- Chang, Chun, Yu, Xiaoyun, (2010) "Informational Efficiency and Liquidity Premium as the Determinants of Capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.45(2), 401-440
- Chung, K.H., Wright, P., & Charlie, C., (1998) "Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions", *Journal of Banking & Finance*. 22, 41-60
- Clarke, J., & Shastri, K. (2000). On information asymmetry metrics. Available at SSRN 251938.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39-67.
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *the Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.

Copeland, T. E., Weston, J. Fred, Shastri, K., (2005), "Financial theory and corporate policy", Pearson

Cormier, D., Ledoux, M. J., Magnan, M., & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, *Corporate Governance*, 10 (5), 574-589

Corrado, C. J., & Miller Jr, T. W. (2006). Estimating expected excess returns using historical and option-implied volatility. *Journal of Financial Research*, 29(1), 95-112.

Dam, L., & Scholtens, B. (2013). Ownership concentration and CSR policy of European multinational enterprises. *Journal of Business Ethics*, 118(1), 117-126.

DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of financial economics*, 79(2), 293-315.

Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.

Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.

Duarte, J., Han, X., Harford, J., & Young, L. (2008). Information asymmetry, information dissemination and the effect of regulation FD on the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 24-44.

Eades, K.M., (1982), "Empirical evidence on dividends as a signal of firm value", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17,471-500

Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'hara, M., (2002) "Is Information risk a determinant of asset returns?", *Journal of Finance*. 57, 2185-2222

Easley, D., Kiefer, N. M., O'hara, M., & Paperman, J. B. (1996). Liquidity, information, and infrequently traded stocks. *The Journal of Finance*, 51(4), 1405-1436

Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.

Elton, E.J., Gruber, M.J., Brown, S.J., & Goetzmann, W.N., (2014), "Modern portfolio theory and investment analysis", Wiley, 9th edition

Fama, E.F., French, K.R., (1992), "The cross section of expected stock returns", *The Journal of Finance*. 47(2), 427-465

- Fernandez, P. (2019). Equity premium: historical, expected, required and implied. SSRN
- Fernando, G. W. (2008). Half-Metallic Systems: Complete Asymmetry in Spin Transport. In *Handbook of Metal Physics 4*, 195-203. Elsevier.
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W., (2016) "Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter?", *International Review of Financial Analysis*. 46,140-150
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Frankfurter, G. M., & Wood Jr, B. G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111-138.
- Fu, R., Kraft, A., & Zhang,H., (2012), "Financial reporting frequency, information asymmetry and the cost of equity", *Journal of Accounting & Economics*. 54, 132-149
- Gao, W., & Zhu, F., (2015), "Information asymmetry and capital structure around the world", *Pacific-Basin Financial Journal*, 32, 131-159
- Giamoridis, D., & Montagu, C., (2014) "The sophisticated and the simple: the profitability of contrarian strategies from a portfolio manager's perspective", *European Financial Management*. 20(1), 152-178
- Gomes, A., Gorton, G., & Madureira, L. (2007). SEC Regulation Fair Disclosure, information, and the cost of capital. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 300-334.
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of financial economics*, 14(1), 71-100.
- Han, S.H., Kim, M., Lee, D.H., & Lee, S., (2014), "Information asymmetry, corporate governance, and shareholder wealth: Evidence from unfaithful disclosures of korean listed firms", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 43, 690-720
- Harada, K. and Nguyen, P. (2006). Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan. *Journal of Financial and quantitative Analysis* 37 (3), 471-493
- He, W.P., Lepone, A., & Leung, H., (2013), "Information asymmetry and the cost of capital", *International Review of Economics and Finance*, 27, 611-620
- Hou, K., Dijk, M.A., & Zhang, Y., (2012) "The implied cost of capital: a new approach", *Journal of Accounting and Economics*, 53, 504-526
- Hughes, J.S., Liu, J., & Liu, J., (2007), " Information asymmetry, diversification, and cost of capital" *The Accounting Review*, 82(3), 705-729

- Huynh, T. L. D., Wu, J., & Duong, A. T. (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different?. *The Journal of Economic Asymmetries*, 21, e00147.
- Hwang, L.S., & Sohn, B.C., (2010), "Return predictability and shareholders' real option", *Review of Accounting Studies*, 15, 367-402
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3 (1976), 305-360
- John, K., & Mishra, B., (1990), "Information content of insider trading around corporate announcements: The case of capital expenditures", *The Journal of Finance*, 45(3), 835-855
- Komalasari, P. T., & Nasih, M. (2020). Information asymmetry in capital market: What, why and how. In *Advances in Business, Management and Entrepreneurship* (347-352). CRC Press.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of finance*, 16(1), 1-29.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Lee, M.C., & Ready, M.J., (1991), "Inferring trade direction from intraday data", *The Journal of Finance*, 46, 733-746.
- Li, K., & Zhao, X. (2008). Asymmetric information and dividend policy. *Financial management*, 37(4), 673-694.
- Lin, Y.M., You, S.J., & Huang, M.S., (2011), "Information asymmetry and liquidity risk", *International Review of Business Research papers*, 8(1), 112-131
- Makadok, R. (2011). Invited editorial: The four theories of profit and their joint effects. *Journal of Management*, 37(5), 1316-1334.
- McConnell, J.J., & Muscarella, C.J., (1985) "Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm", *Journal of Financial Economics*. 14, 399-422
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mishkin, F.S., & Eakins, S.G., (2015) "Financial markets and institutions", eighth edition, Addison Wesley
- Myers, S.C., & Majluf, N.S., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221

- Navissi, F., & Naiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate value. *Managerial Finance*, 32 (3), 247-256
- Ogden, J.P., Jen, F.C., & O'Conner, P.F., (2003), "Advanced corporate finance policies and strategies", Pearson Education
- O'Hara, M. (2003). Presidential address: Liquidity and price discovery. *The journal of Finance*, 58(4), 1335-1354.
- Okpara, G. C. (2010). Asymmetric information and dividend policy in emerging markets: empirical evidence from Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*, 2(4), 212-220.
- Pástor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political economy*, 111(3), 642-685.
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels (IZA Discussion Paper No. 1240). Institute for the Study of Labor (IZA).
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W, Jaffe, Jeffery, (2008), "Fundamentals of corporate finance", McGraw/Irwin, 8th edition
- Rothschild, M., & Stiglitz, J. (1978). Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information. In *Uncertainty in economics* ( 257-280). Academic Press
- Savov, S., & Weber, M. (2006). Fundamentals or market movements: What drives the dividend decision?. Working paper, University of Mannheim DOI:[10.2139/ssrn.784424](https://doi.org/10.2139/ssrn.784424)
- Sharpe, W.F., Alexander, G.J., & Bailey, J.V., (1995), "Investments", Prentice Hall
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Spence, M., (2002), "Signaling in retrospect and the informational structure of markets", *The American Economic Review*, 92(3), 434-459
- Trueman, B., (1986) "The relationship between the level of capital expenditures and firm value", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 21, 115-129
- Tzanga, S. W., Tsaia, Y. S., Changa, C. P., & Zhanga, Y. J. The Relationship between Information Asymmetry and Abnormal Returns: A Study of Individual Investors and Institutional Investors. *Journal of Economics and Management* 17 (2021) 081-107
- Vayanos, D., & Wang, J. (2012). Liquidity and asset returns under asymmetric information and imperfect competition. *The Review of Financial Studies*, 25(5), 1339-1365.
- Wasan, S. (2006). Do accruals exacerbate information asymmetry in the market?. Louisiana State University and Agricultural & Mechanical College.

Watts, R., (1973), “ The information content of dividends”, *The Journal of Business*, 46, 191.