

Cost of equity capital: the role of stakeholders' rights protection in moderating financial information risk

Mohammad Hassani¹, Maryam Jabarvand Behrouz²

Received: 20/12/2022

Accepted: 05/04/2023

Extended Abstract


Introduction

Determining the cost of capital is one of the challenges issues in capital market. The cost of capital which is based on the investors' expected return, is related to risk; Since shareholders rely on financial information to determine the expected return, so financial reporting misstatement causes information risk and can affect the expectations of stock market participants. Information risk leads to low accuracy or inability of information to estimate expected returns. The financial information quality reduces the cost of capital by adjusting the estimation of investors' desired returns through reducing information risk, reducing transaction costs and increasing market liquidity. Due to the existence of information asymmetry and interest conflict, managers' opportunistic motives and tendencies potentially can make the information environment ambiguous for stakeholders. So, despite the role of financial reporting quality in reducing agency problems and cost of capital, there is still the possibility of financial information misstatement risk and it is necessary to protect the stakeholder's rights. The stockholders' and stakeholder's rights protection by improving the information environment and reducing information asymmetry can reduce the cost of capital. Considering the possibility of information risk and the need to implement corporate governance procedures to protect the stakeholder's rights, this paper assessed the impact of financial information risk due to earnings misstatement on the cost of equity capital, as well as the role of stakeholder's rights protection criterion in moderating this relationship.

1. Department of Accounting, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author).
m_hassani@iau-tnb.ac.ir

2. Department of Accounting, North Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

How to cite this paper: Hassani, M., Jabarvand Behrouz, M. (2023). Cost of Equity Capital: The Role of Stakeholders' Rights Protection in Moderating Financial Information Risk. *Advances in Finance and Investment*, 4(1), 141-166. [In Persian]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2023.1971166.1163>

Literature Review

Financing decisions by focusing on the cost of capital is one of the challenges in capital market which is related to risk and return. Investors determine the expected return based on the firm's risk characteristics and environmental conditions. Despite the existence of various procedures for estimating expected returns, firms must decline the risk level to reduce the cost of capital and increase shareholders' wealth. This process is achieved through providing a quality information environment, reducing the financial information risk and applying procedures to protect stakeholders against possible abuses. Also, applying strong corporate governance to protect the stakeholders rights, the implementation of international financial reporting standards, improving the financial reporting transparency, increasing competition, improving capital market efficiency, reducing agency problems and information asymmetry are factors that reduce the cost of capital (Byun *et al.*, 2008; Chhabra *et al.*, 2009; Christensen *et al.*, 2015; Persakis and Iatridis, 2017). In this regard, some evidences documented the role of financial information quality (Persakis and Iatridis, 2015; Salloum, 2017; Lestari and Rahayu, 2019) and the role of stakeholders' right protection (Albuquerque and Wang, 2008; Chhabra *et al.*, 2009; Persakis and Iatridis, 2017; Breuer *et al.*, 2018) in reducing cost of capital.

Financial information quality reduce information risk and it can affect the cost of equity capital by adjusting investors' desired returns and influencing their perceptions (Francis *et al.*, 2004; 2005). Firms with lower earnings quality (Francis *et al.*, 2004; Bhattacharya *et al.*, 2011; Eckles *et al.*, 2014; Ben-Nasr and Al-Dakheel, 2015; Persakis and Iatridis, 2016, 2017; Imhof *et al.*, 2017; Salloum, 2017; Hong *et al.*, 2019; Ezat, 2019; Lestari and Rahayu, 2019), lower financial transparency (Cheng *et al.*, 2006; Flores *et al.*, 2020; Saleem and Usman, 2021), higher earnings management (Kim and Sohn, 2013; Knipp and Zimmermann, 2021), higher information asymmetry (Bhattacharya *et al.*, 2011) and higher information risk (Easley and O'hara, 2004; Eckles *et al.*, 2014; Saleem and Othman, 2021), have higher cost of capital.

According to theoretical and empirical studies, providing useful financial information requires a monitoring mechanism. Protecting the stakeholders' rights is a kind of monitoring mechanism based on corporate governance goals. Firms with strong rights protection mechanism in institutional and legal environments, have higher earnings quality (Francis and Wang, 2008; Jiang and Anandarajan, 2009; Houston *et al.*, 2018), lower earnings management (Huang *et al.*, 2013; Geiger and North, 2013; Persakis and Iatridis, 2016; Ali *et al.*, 2022). and lower information risk (Houston *et al.*, 2018). Also, improving the financial information quality is associated with reducing the cost of capital (Hong *et al.*, 2019; Ezat, 2019; Lestari and Rahayu, 2019). So, high level of financial information quality and strong protection of investors' rights reduce the cost of capital (Cheng *et al.*, 2006; Persakis and Iatridis, 2017); as well as, the negative effect of corporate governance on the cost of capital is more pronounced in countries with weak legal

protection (Chen *et al.*, 2009). Firms with weak investors' rights protection, have higher cost of capital (Himmelberg *et al.*, 2002; Albuquerque and Wang, 2008; Chhabra *et al.*, 2009; Houston *et al.*, 2018). The effect of strong shareholders' rights protection on reducing the cost of equity capital is stronger in firms with severe agency problems (Chen *et al.*, 2011). Also, some evidences documented that adopting international financial reporting standards and fulfilling social responsibilities will reduce the cost of capital in firms with strong shareholders' rights protection (Persakis and Iatridis, 2017; Breuer *et al.*, 2018). In addition, investors' attention reduces the effect of information risk on the cost of capital by increasing the stock liquidity and reducing the stock price crash risk (Saleem and Usman, 2022).

Research Methodology

The cost of equity capital is measured based on stockholders' expected rate of return which extracted from the capital asset pricing model. Also, stakeholder's protection is assessed through various criteria such as separation of chairman's duty, board independence, existence of internal auditor, shareholder with vote right, ownership concentration, audit adjustment, timeliness & reliability of information, disclosure of audit fee and managerial compensation. Accrual earnings management is considered as a proxy of financial information risk which is measured based on the standard deviation of residuals absolute values extracted from accruals model. Research population includes 183 firms listed in Tehran Securities & Exchange over the period 2012 to 2021. Research hypotheses analyzed through multivariate regression models using panel data by controlling industry-year effects.

Results

Findings documented that high level of financial information risk caused to increase the cost of equity capital. Also, high level of stakeholder's rights protection index led to decrease the cost of equity capital; In addition, the stakeholder's rights protection index weaken the impact of financial information risk on cost of equity capital.

Discussion and Conclusion

According to firms' information environment in capital market, any factor that affects information risk may affect the cost of capital. Managers' discretionary motivations in financial reporting is one of the factors affecting information risk. This issue requires to protect the stakeholders' rights against the financial information misstatement. Protecting the stakeholders' rights is a kind of corporate governance mechanism. In firms with strong institutional and legal protection environments, the financial information risk is lower. On the other hand, improving the financial information quality is associated with reducing the cost of capital. This paper analyzed the role of stakeholder's rights protection in moderating the impact of financial information risk on cost of equity capital.

The research findings showed that the information risk caused by the earnings misstatement has a positive effect on the cost of equity capital. Also, protecting the stakeholders rights while having a negative effect on the cost of capital, has also weakened the positive effect of information risk on the cost of capital. In accordance with theoretical and empirical studies background, reducing the financial information quality has caused an increase in information risk and this leads to increase the information asymmetry and cost of capital; but, improving the stakeholders rights protection by providing a transparent information environment, limiting earnings management tricks and reducing information risk, has become the basis for reducing the cost of capital. As a whole, the evidences documented that the implementation of governance procedures in protecting stakeholders' rights and reducing financial information risk caused by earnings misstatement, play an important role in reducing the cost of equity capital; so, understanding this issue can be a considerable point in adjusting stakeholders' expectations.

Conflict of Interest

The authors of this article declared no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.

Keywords: Cost of equity capital, Financial information risk, Stakeholders protection.

JEL Classification: D8, G3, M4.

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال سوم، بهار ۱۴۰۲ - شماره ۱

صفحات ۱۶۶-۱۴۱

نوع مقاله: پژوهشی

نقش حمایت از حقوق ذی‌نفعان در تعدیل تأثیر ریسک اطلاعات مالی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه

محمد حسنی^۱، مریم جباروند بهروز^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۱/۱۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۹/۱۹

چکیده

هدف: در این مقاله تأثیر ریسک اطلاعاتی ناشی از تحریف گزارش سود بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه و نیز نقش مکانیزم‌های حمایت از حقوق ذی‌نفعان بر این رابطه مورد واکاوی قرار گرفته است.

روش‌شناسی پژوهش: هزینه سرمایه حقوق مالکانه مبتنی بر بازده مورد انتظار سهامداران طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارزیابی شده است. حمایت از حقوق ذی‌نفعان طبق امتیاز شاخص ترکیبی معیارهای تفکیک وظایف مدیران، استقلال هیئت‌مدیره، حسابرسی داخلی، سهامداران با حق کنترل، سطح مالکیت عمده، تعدیلات سنواتی، به‌موقع بودن اطلاعات، قابل‌اتکا بودن اطلاعات، افشای هزینه حسابرسی، افشای پاداش هیئت‌مدیره بررسی شده است. رویه اختیاری مدیریت سود تعهدی به‌عنوان معیاری از ریسک اطلاعاتی طبق انحراف معیار قدر مطلق پسماندهای مدل اقلام تعهدی موردبررسی قرار گرفته است. جامعه آماری غربال شده پژوهش شامل تعداد ۱۸۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل‌های رگرسیون چند متغیره داده‌های ترکیبی با کنترل اثرات صنعت و سال آزمون شده‌اند.

یافته‌ها: یافته‌ها حاکی از آن است که با افزایش ریسک اطلاعاتی، هزینه سرمایه حقوق مالکانه افزایش یافته است. همچنین بهبود شاخص حمایت از حقوق ذی‌نفعان ضمن کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه، سبب تضعیف تأثیر ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه شده است.

اصالت / ارزش افزوده علمی: شواهد بیانگر آن است که اجرای رویه‌های راهبردی در حمایت از حقوق ذی‌نفعان و زمینه‌سازی کاهش ریسک اطلاعات مالی ناشی از تحریف سود، نقش باله‌میتی در کاهش هزینه سرمایه‌دارند؛ از این رو، درک این موضوع می‌تواند نکته قابل‌ملاحظه‌ای در تعدیل انتظارات ذی‌نفعان باشد.

کلیدواژه‌ها: حمایت از حقوق ذی‌نفعان، ریسک اطلاعات مالی، هزینه سرمایه حقوق مالکانه.

طبقه‌بندی موضوعی: D8, G3, M4.

۱. گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). m_hassani@iau-tnb.ac.ir

۲. گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

استناد: حسنی، محمد؛ جباروند بهروز، مریم. (۱۴۰۲). نقش حمایت از حقوق ذی‌نفعان در تعدیل تأثیر ریسک اطلاعات مالی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴(۱). ۱۴۱-۱۶۶.

۱- مقدمه

یکی از چالش‌های بازار سرمایه، تعیین هزینه سرمایه شرکت‌ها است. هزینه سرمایه مبتنی بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با ریسک مرتبط است و سهامداران در تعیین بازده مورد انتظار بر اطلاعات مالی تکیه می‌کنند. اخلال در گزارشگری مالی سبب ایجاد ریسک اطلاعاتی شده و می‌تواند بر انتظارات فعالان بازار سهام اثر بگذارد. ریسک اطلاعاتی از دقت پایین اطلاعات یا ناتوانی اطلاعات در برآورد بازده مورد انتظار ناشی می‌شود. کیفیت اطلاعات مالی با تعدیل برآورد بازده موردنظر سرمایه‌گذاران (Francis *et al.*, 2004) و از طریق افزایش نقد شوندگی بازار، کاهش هزینه مبادله و کاهش ریسک اطلاعاتی، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (Persakis and Iatridis, 2015).

بر اساس تجربه نمادها و بازارهای مالی بین‌المللی، به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی، تضاد منافع، امکان تحریف گزارشگری مالی توسط مدیران و آسیب به منافع سهامداران باید از ذی‌نفعان در برابر سوءاستفاده مدیران و سهامداران کنترلی حمایت‌های قانونی و حقوقی شود. به‌طور بالقوه امکان سوءاستفاده مدیران بانگیزه‌ها و تمایلات فرصت‌طلبانه وجود دارد و این امر می‌تواند جنبه اطمینان محیط اطلاعاتی را برای ذی‌نفعان با ابهام مواجه سازد. در واکنش به این بحث، بانک جهانی در گزارشی با عنوان طرح کسب‌وکار، حمایت از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان را موردتوجه قرار داده است (World Bank, 2016). حمایت از سرمایه‌گذاران عامل کلیدی انتخاب سیاست‌های شرکت‌ها است (LaPorta *et al.*, 2000). در سال‌های اخیر حمایت از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان در بازار سهام به‌ویژه اثر آن بر هزینه سرمایه موردتوجه قرار گرفته است. این حمایت، ذی‌نفعان بیرونی از طریق اجرای قوانین را شامل می‌شود (Shleifer and Wolfenzon, 2002). حمایت از سرمایه‌گذاران از مجرای بهبود محیط اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند زمینه‌ساز کاهش هزینه سرمایه شود (Chhabra *et al.*, 2009; Persakis and Iatridis, 2017).

با توجه به‌احتمال وجود ریسک اطلاعاتی و لزوم اجرای رویه‌های راهبری جهت حفاظت از حقوق ذی‌نفعان، در این مقاله اثر ریسک اطلاعات مالی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه با تمرکز بر نقش تعدیلی حمایت از حقوق ذی‌نفعان مطالعه شده است. در ادامه مبانی نظری و پیشینه‌های تجربی، روش‌شناسی، یافته‌ها، نتایج و پیشنهادها ارائه شده‌اند.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

گزینه‌ش تأمین مالی با تمرکز بر هزینه سرمایه از چالش‌های بازار سرمایه است و تأمین‌کنندگان منابع را با ریسک و بازده متفاوتی مواجه می‌سازند. سرمایه‌گذاران طبق ویژگی‌های ریسکی شرکت سرمایه‌پذیر و شرایط محیطی، بازده مورد انتظار را تعیین می‌کنند. علیرغم وجود رویه‌های مختلف تخمین بازده مورد انتظار، شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک

را کاهش دهند. این فرآیند از طریق ایجاد محیط اطلاعاتی باکیفیت، کاهش ریسک اطلاعات مالی و اعمال حمایت از ذی‌نفعان در برابر سوءاستفاده احتمالی محقق می‌شود و با کاهش ریسک در تعیین هزینه سرمایه همراه است. در این راستا، شواهدی از نقش کیفیت اطلاعات مالی در کاهش هزینه سرمایه (Persakis and Iatridis, 2015; Salloum, 2017; Lestari and Rahayu, 2019) و نقش مکانیزم‌های حمایت از حقوق ذی‌نفعان در کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها ارائه شده‌اند (Chhabra et al., 2009; Persakis and Iatridis, 2017; Breuer et al., 2018).

طبق نظریه‌های مالی، اطلاعات مالی باکیفیت ضمن کاهش ریسک اطلاعاتی، محرک کاهش هزینه سرمایه است. با توجه به این که ریسک اطلاعات از دقت پایین اطلاعات یا ناتوانی اطلاعات در برآورد بازده ناشی می‌شود، کیفیت اطلاعات مالی می‌تواند با تعدیل بازده موردنظر سرمایه‌گذاران و تأثیر برداشت آن‌ها بر هزینه سرمایه سهام اثر داشته باشد (Francis et al., 2004). شرکت‌ها با ریسک اطلاعاتی زیاد و کیفیت ضعیف سود، از هزینه سرمایه بالاتری برخوردار هستند (Easley and O'hara, 2004). وجود سود باکیفیت، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی شرکت‌ها را کاهش داده و با کاهش بازده موردنظر آن‌ها به دلیل کاهش ریسک، هزینه سرمایه شرکت‌ها کمتر می‌شود (Barth et al., 2013). افشای داوطلبانه اطلاعات عامل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است (Khodamipour et al., 2022). درجه بالای عدم تقارن اطلاعاتی ضمن افزایش ریسک، سبب تقویت رابطه مثبت انحراف در پیش‌بینی سود مدیران و ریسک سیستماتیک می‌شود (Hassani and Moradi, 2021). از طرفی، کیفیت سود اثر منفی بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد و عدم تقارن اطلاعاتی اثر مثبت بر هزینه سرمایه دارد (Kentris Indarti et al., 2019)؛ از این رو، پیش‌بینی می‌شود کیفیت اطلاعات مالی نقش مهمی در کاهش هزینه سرمایه داشته باشد.

باوجود نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش مشکلات نمایندگی و هزینه سرمایه، باین‌حال امکان تحریف اطلاعات مالی وجود دارد و لازم است با رویه‌هایی از ذی‌نفعان در این زمینه حمایت شود. یکی از مکانیزم‌های دستیابی به اهداف راهبری شرکتی، حمایت از حقوق ذی‌نفعان است. حقوق سهامداران و ذی‌نفعان مجموعه‌ای شامل حقوق اساسی سهامداران، حق شرکت در تصمیمات مربوط به تغییر بنیادین شرکت‌ها، حق شرکت مؤثر و رأی در مجمع عمومی، افشای ساختارهای سرمایه که سبب شود سهامداران خاصی به میزان کنترلی نامتناسب با مالکیت دست یابند، کار آیی و شفافیت سازوکارهای انجام معاملات عمده و بلوک‌های کنترلی سهام شرکت‌ها در بورس، تسهیل شرایط اعمال حقوق سهامداران نهادی و امکان مشورت سهامداران با یکدیگر در مورد حقوق سهامداری است (OECD, 2004). از اقدامات مهم این حوزه، ارائه طرح کسب‌وکار است که با تحلیل داده‌های جامع زمینه‌ساز مقایسه فضای کسب‌وکار بین کشورها در زمان‌های مختلف شده و کشورها را جهت رقابت برای تصویب و اجرای مقررات کارآمدتر و اصلاح مقررات ترغیب نموده است. یکی از شاخص‌های این

گزارش، حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل مسائلی در بازار سرمایه است که حقوق آن‌ها را تهدید کند. طبق این شاخص، کشورها بر اساس میزان حمایت قانونی از سرمایه‌گذاران ارزیابی می‌شوند. حمایت از سرمایه‌گذاران از طریق میزان افشا اطلاعات، حقوق سهامداران، مسئولیت مدیران، مالکیت و کنترل، سهولت دادخواهی سهامداران و شفافیت شرکتی ارزیابی می‌شوند. طبق این معیارها با توجه به مقررات حاکم و اصلاحات شکل گرفته، جایگاه کشورها در حمایت از سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود (World Bank, 2016). در برخی مطالعات، شاخص‌های تفکیک وظیفه مدیرعامل، نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، حسابرسی داخلی، سهامداران با حق کنترل، مالکیت متمرکز، افشای مناسب، تعدیل سنواتی، به موقع بودن اطلاعات، قابل اتکاء بودن اطلاعات، افشای هزینه حسابرسی، افشای پاداش هیئت‌مدیره در ارزیابی شاخص حمایت از حقوق ذی‌نفعان استفاده شده‌اند (Persakis and Iatridis, 2017). در مطالعات داخلی، معیارهای قابلیت اتکا صورت‌های مالی، اثربخش بودن اطلاعات، تقویت محتوای گزارش‌ها و افشای مناسب، ترکیب سهامداران، تصویب قوانین در مورد هیئت‌مدیره، سیستم‌های نظارت بر مدیریت، تقویت رعایت الزامات معاملات با اشخاص وابسته و الزام پاسخگویی شرکت‌ها (Shafizadeh et al., 2018). عوامل کلان اقتصادی، شفافیت گزارشگری مالی، راهبری شرکتی، کیفیت حسابرسی (Hosseini and Shafizadeh, 2019)، تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی، سهامدار با حق کنترل، معامله با اشخاص وابسته و دعاوی قانونی علیه شرکت (Mafakherinia et al., 2022) از شاخص‌های حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران هستند.

راهبری قوی، اجرای استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، بهبود شفافیت گزارشگری مالی، افزایش رقابت، کار آبی بازار سرمایه، کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی عواملی هستند که سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شوند (Byun et al., 2008; Christensen et al., 2015). همچنین، مطالعاتی حاکی از تأثیر ابعاد حمایت از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان در بهبود کیفیت اطلاعات مالی و کاهش هزینه سرمایه است. در کشورهایی که نمادها حمایت کمتری از سرمایه‌گذاران دارند، کیفیت سود کمتر و مدیریت سود بیشتر است (Boonlert-U-Thai et al., 2006). مدیران شرکت‌ها در کشورهای با حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران، هموارسازی فرصت طلبانه سود بیشتری دارند، اما در کشورهای با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران از طریق هموارسازی سود اطلاعات محرمانه را منتقل می‌کنند (Cahan et al., 2008). در شرکت‌های با حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران، مدیران تمایل بیشتر به مدیریت سود دارند (Enomoto et al., 2015)؛ اما، حمایت قوی از سرمایه‌گذاران با پذیرش استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی سبب افزایش کیفیت سود می‌شود (Houqe et al., 2014). در شرکت‌ها با حمایت قوی از سرمایه‌گذار طی بحران مالی، کیفیت حسابرسی و کیفیت سود بالاتر است. کیفیت حسابرسی سبب بهبود کیفیت سود در شرکت‌های دارای حمایت قوی از سرمایه‌گذاران شده است (Persakis and Iatridis, 2016) و این امر با کاهش هزینه سرمایه سهام همراه است

(Houque *et al.*, 2017). سطح پایین حمایت سرمایه‌گذاران سبب کاهش نقد شوندگی سهام و افزایش هزینه سرمایه می‌شود (Chhabra *et al.*, 2009; Persakis and Iatridis, 2017).

با توجه با محیط اطلاعاتی شرکت‌ها در حوزه بازار سرمایه هر عاملی که ریسک اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار دهد، ممکن است هزینه سرمایه را متأثر سازد. یکی از مواردی که می‌تواند زمینه‌ساز ریسک اطلاعاتی شرکت‌ها شود، انگیزه‌های اختیاری و اعمال نظر مدیران در گزارشگری مالی است. تحلیل‌ها حاکی از تأثیر جنبه‌های مختلف گزارش سود بر هزینه سرمایه است. فرانسیس و همکاران (Francis *et al.*, 2004) دریافتند شرکت‌های با سطح پایین کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، محافظه‌کاری، یکنواختی، توان پیش‌بینی، مربوط بودن و به‌موقع بودن سود، هزینه سرمایه بیشتری دارند. کوهن (Cohen, 2008) دریافت کیفیت ارقام تعهدی و هموارسازی سود سبب کاهش هزینه سرمایه نمی‌شود. گری و همکاران (Gray *et al.*, 2009) دریافتند کیفیت ارقام تعهدی عامل ریسک با ارزش است و بر هزینه سرمایه اثر دارد. باتاچاریا و همکاران (Bhattacharya *et al.*, 2011) دریافتند هزینه سرمایه تابع عکس کیفیت سود و تابع مستقیم عدم تقارن اطلاعاتی است. کیم و سون (Kim and Sohn, 2013) نشان دادند هزینه سرمایه رابطه مثبتی با مدیریت سود دارد. ایکلز و همکاران (Eckles *et al.*, 2014) دریافتند کیفیت ارقام تعهدی ضمن کاهش ریسک اطلاعاتی، تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد. بن‌نصر و الدخیل (Ben-Nasr and Al-Dakheel, 2015) نشان دادند در شرکت‌های دارای سطح پایین کیفیت سود، هزینه سرمایه بیشتر است. پرساکیس و یاتریدیس (Persakis and Iatridis, 2016) دریافتند بعد پذیرش استانداردهای بین‌المللی و در شرکت‌ها با حمایت قوی‌تر از سرمایه‌گذاران و کیفیت بالا سود، هزینه سرمایه کمتر است. ایمهوف و همکاران (Imhof *et al.*, 2017) دریافتند بهبود کیفیت اطلاعات مالی منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود. سالوم (Salloum, 2017) نشان داد کیفیت سود سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه می‌شود. پرساکیس و یاتریدیس (Persakis and Iatridis, 2017) دریافتند بین کیفیت سود و هزینه سرمایه رابطه منفی وجود دارد و در شرکت‌ها با حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، این رابطه قوی‌تر است. هونگ و همکاران (Hong *et al.*, 2019) شواهدی از رابطه منفی کیفیت سود و کیفیت ارقام تعهدی با هزینه سرمایه ارائه دادند. ایزت (Ezat, 2019) نشان داد کیفیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد و با تمرکز بر نقش تعدیلی کیفیت سود، خوانایی محتوای گزارش هیئت‌مدیره سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. لستاری و راهایو (Lestari and Rah ayu, 2019) دریافتند کیفیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد. فلورس و همکاران (Flores *et al.*, 2020) دریافتند شفافیت سود اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد. سلیم و عثمان (Saleem and Usman, 2021) دریافتند ریسک اطلاعاتی ناشی از کیفیت پایین و شفافیت کم اطلاعاتی سبب افزایش هزینه سرمایه می‌شود. ریسک ریزش قیمت سهام سبب تقویت تأثیر ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه می‌شود. نیپ و زیمرمن (Knipp and

Zimmermann, 2021) نشان دادند شرکت‌ها با کیفیت بالای اطلاعات مالی و سطح پایین مدیریت سود، از هزینه سرمایه کمتری برخوردارند. عرب‌مازار یزدی و طالبیان (Arab mazar Yazdi and Talebian, 2008) دریافتند در شرکت‌ها با کیفیت اقلام تعهدی پایین و ریسک اطلاعاتی بالا، هزینه سرمایه بیشتر است. ثقفی و بولو (Saghafi and Blue, 2010) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی و هموارسازی سود بر هزینه حقوق صاحبان سهام اثر ندارند. مرادزاده‌فرد و همکاران (Moradzadeh Fard et al., 2012) دریافتند کیفیت اقلام تعهدی رابطه منفی با هزینه سرمایه سهام دارد و در شرکت‌ها با کیفیت حساسی بالا، این رابطه قوی‌تر است. رضایی و ویسی‌حصار (Rezaei and Weysihsar, 2013) دریافتند در شرکت‌های با کیفیت پایین اقلام تعهدی و ریسک اطلاعاتی بالا، هزینه سرمایه بیشتر است. فخاری و قورچایی (Fakhari and Ghorchaei, 2016) دریافتند کیفیت سود رابطه منفی با هزینه سرمایه دارد. عباسی و بذرافشان (Abbasi and Bazrafshan, 2017) دریافتند بهبود کیفیت سود و افشا داوطلبانه سبب کاهش، اما اطلاعات نامتقارن سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام می‌شوند. جعفرزاده اصل و بادآور نهندی (Jafarzadeh Asl and Badavar Nahandi, 2016) دریافتند مدیریت واقعی و مصنوعی سود به‌عنوان ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام اثر ندارند. اسدی‌نهراری و همکاران (Asadi Nahari et al., 2019) دریافتند با اجرای استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، رابطه منفی کیفیت سود و هزینه سرمایه افزایش می‌یابد. طاهری‌نیا (Taherinia, 2020) نشان داد با افزایش کیفیت اطلاعات، ریسک نقد شوندگی و هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. داداشی و نوروزی (Dadashi and Norouzi, 2020) دریافتند خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و افشای پیچیده‌تر به دلیل مدیریت سود، سبب افزایش هزینه سرمایه می‌شود. بولو و همکاران (Blue et al., 2020) دریافتند کیفیت اطلاعات مالی بر هزینه حقوق صاحبان سهام اثر منفی دارد و عدم تقارن اطلاعاتی سبب تضعیف این اثر می‌شود. شکاری و همکاران (Shekari et al., 2021) دریافتند اثر مثبت عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه در سطح رقابت ناقص بازار تقویت می‌شود. جهت بررسی نقش ریسک اطلاعاتی در تعیین هزینه سرمایه، این فرضیه طراحی شد:

فرضیه اول: زمانی که گزارشگری سود ریسک اطلاعاتی بالاتری دارد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه

بیشتر است.

حمایت از حقوق ذی‌نفعان نوعی مکانیزم راهبری شرکتی است. در شرکت‌ها با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان در محیط‌های نهادی و قانونی، کیفیت سود بیشتر و مدیریت سود کمتر است (Francis and Wang, 2008; Huang et al., 2013; Persakis and Iatridis, 2016). از طرف دیگر، بهبود کیفیت اطلاعات مالی با کاهش میزان هزینه سرمایه در شرکت‌ها همراه است (Hong et al., 2019; Ezat, 2019; Lestari and Rahayu, 2019). همچنین کیفیت بالای اطلاعات مالی

همراه با حمایت قوی از حقوق سرمایه‌گذاران سبب کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌شود (Persakis and Iatridis, 2017). هیملبرگ و همکاران (Himmelberg et al., 2002) دریافته‌اند تضعیف سطح حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران سبب افزایش هزینه سرمایه می‌شود. لئوز و همکاران (Leuz et al., 2003) دریافته‌اند حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران سبب کاهش مدیریت سود می‌شود. چنگ و همکاران (Cheng et al., 2006) دریافته‌اند حمایت قوی از حقوق سهامداران همراه با شفافیت مالی بالاتر تعامل مشترک در کاهش سطح هزینه سرمایه شرکت‌ها دارند. آلبوکوئرو و وانگ (Albuquerque and Wang, 2008) نشان دادند در کشورهای با حمایت کمتر از حقوق سرمایه‌گذاران، بازده مورد انتظار و هزینه سرمایه بالاتر است. چن و همکاران (Chen et al., 2009) دریافته‌اند اثر منفی راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه در کشورهای با حمایت قانونی ضعیف، بارزتر است. جیانگ و آناندراجان (Jiang and Anandarajan, 2009) دریافته‌اند حمایت قوی از حقوق سهامداران با کیفیت سود بالا همراه است؛ اما، وقتی سهام شرکت‌ها با افق کوتاه‌مدت نگهداری می‌شود، نقش حقوق سهامداران در محدود کردن مدیریت سود فرصت‌طلبانه کاهش می‌یابد یا بی‌اثر می‌شود. چابرا و همکاران (Chhabra et al., 2009) دریافته‌اند سطح پایین حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران سبب کاهش نقد شوندگی سهام و افزایش هزینه سرمایه می‌شود. چن و همکاران (Chen et al., 2011) دریافته‌اند در شرکت‌ها با رعایت قوی حقوق سهامداران، هزینه سرمایه سهام پایین‌تر است. این اثر در شرکت‌های با مشکلات شدید نمایندگی، قوی‌تر است. گیجر و نورث (Geiger and North, 2013) دریافته‌اند حمایت قوی از حقوق سهامداران سبب کاهش مدیریت سود می‌شود. اسمال و همکاران (Small et al., 2015) دریافته‌اند افزایش حقوق سهامداران تمایل به مدیریت سود را افزایش می‌دهد. همچنین شرکت‌ها با سیستم حاکمیتی دموکراتیک‌تر، اقلام تعهدی اختیاری بالاتر دارند. پرساکیس و یاتریدیس (Persakis and Iatridis, 2017) دریافته‌اند شرکت‌های با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران با پذیرش استانداردهای بین‌المللی، هزینه سرمایه کمتر دارند. بروئر و همکاران (Breuer et al., 2018) دریافته‌اند در کشورها با حمایت قوی از سرمایه‌گذاران، ایفا مسئولیت اجتماعی سبب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. هوستون و همکاران (Houston et al., 2018) دریافته‌اند ضعف حمایت از حقوق سهامداران ضمن کاهش کیفیت اطلاعات و افزایش ریسک، سبب افزایش هزینه سرمایه می‌شود. علی و همکاران (Ali et al., 2022) دریافته‌اند بین حمایت از سرمایه‌گذاران و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد و این رابطه طی کرونا قوی‌تر است. سلیم و عثمان (Saleem and Usman, 2022) دریافته‌اند توجه سرمایه‌گذاران از طریق افزایش نقد شوندگی سهام و کاهش ریسک ریزش قیمت سهام سبب کاهش اثر ریسک اطلاعات بر هزینه سرمایه می‌شود. شواهد مطالعات داخلی نیز در مواردی حاکی از نقش رعایت حقوق سهامداران در کاهش تحریف، بهبود کیفیت اطلاعات و کاهش هزینه سرمایه است. صفرزاده (Safarzadeh, 2013) بیان داشت شاخص حقوق سهامداران با محافظه‌کاری و هموارسازی سود رابطه منفی و با به‌موقع بودن سود

رابطه مثبت دارد، اما با کیفیت اقلام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی سود و ارتباط ارزشی سود رابطه ندارد. ابراهیمی و همکاران (Ebrahimi et al., 2013) نشان دادند رعایت حقوق سهامداران با گزارشگری مالی متقالبانه رابطه منفی دارد. جلیلی و معصوم‌پور (Jalii and Masoumpur, 2018) شواهدی از رابطه منفی بین شاخص حقوق سهامداران و مدیریت سود ارائه دادند. علی‌اصفهانی و دارابی (Aliesfahani and Darabi, 2019) دریافتند مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با محافظت بالا از حقوق سرمایه‌گذاران سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام می‌شود. میرزائی و همکاران (Mirzayee et al., 2020) دریافتند حفاظت از حقوق سهامداران سبب تشدید اثر منفی لحن بدبینانه بر گزارشگری مالی متهورانه می‌شود. جهت بررسی نقش حمایت از حقوق ذی‌نفعان در تعدیل رابطه بین ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه، این فرضیه طراحی شد:

فرضیه دوم: حمایت بیشتر از ذی‌نفعان سبب تضعیف اثر محرک فزاینده ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

۳- روش‌شناسی پژوهش

مطالعه حاضر پژوهشی کاربردی، توصیفی و پس‌رویدادی است. گردآوری مبنای و پیشینه‌ها مبتنی بر روش کتابخانه‌ای و گردآوری داده‌ها مبتنی بر روش اسنادکاوی است. داده‌ها طبق گزارش‌های مالی، گزارش حسابرس و گزارش هیئت‌مدیره شرکت از سایت کدال گردآوری شده‌اند. ساماندهی داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل و تحلیل داده‌ها با نرم‌افزار ایویوز انجام شده است. در تحلیل روابط پژوهش از مدل‌های رگرسیون خطی چندگانه به پشتوانه مطالعات پیشین طبق رابطه (۱) و رابطه (۲) استفاده شد (Persakis and Iatridis, 2015; Eliwa et al., 2016; Persakis and Iatridis, 2017; Breuer et al., 2018; Houston et al., 2018; Hong et al., 2019; Knipp and Zimmermann, 2021; Saleem and Usman, 2022).

• مدل فرضیه اول:

$$CEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 FIR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 FLV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 MGR_{i,t} + \beta_6 STO_{i,t} + \beta_7 SYR_{i,t} + \beta_m IND_m + \beta_n YEAR_n + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

• مدل فرضیه دوم:

$$CEC_{i,t} = \alpha + \beta_1 FIR_{i,t} + \beta_2 SPI_{i,t} + \beta_3 FIR_{i,t} * SPI_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 FLV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 MGR_{i,t} + \beta_8 STO_{i,t} + \beta_9 SYR_{i,t} + \beta_m IND_m + \beta_n YEAR_n + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

• متغیر وابسته:

CEC_{it}: هزینه سرمایه حقوق مالکانه؛ طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، بازده مورد انتظار سهامداران عادی معادل هزینه سرمایه حقوق مالکانه به شرح رابطه (۳) است:

$$ER_{i,t} = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad \text{رابطه (۳)}$$

ER_{it} بازده مورد انتظار سهامداران، R_m بازده پرتفوی بازار، R_f بازده بدون ریسک، β ریسک سیستماتیک که طبق رگرسیون حساسیت بازده سهام به بازده بازار ارزیابی شده است.

- متغیر مستقل:

FIR_{it} : ریسک اطلاعات مالی؛ طبق انحراف معیار قدرمطلق خطاهای مدل (Dechow et al., 1995) بر حسب رگرسیون‌های چند دوره‌ای به شکل چرخشی طبق رابطه (۴) استخراج شد:

$$TACC_{i,t} = \alpha + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$TACC_{it}$ نسبت ارقام تعهدی به دارایی اول دوره، ΔREV_{it} نسبت تغییر درآمدها به دارایی اول دوره، ΔREC_{it} نسبت تغییر در یافتنی‌های تجاری به دارایی اول دوره، PPE_{it} نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دارایی اول دوره و ε_{it} خطای مدل است و انحراف معیار قدرمطلق خطاهای مدل طبق رگرسیون چند دوره‌ای معرف ریسک اطلاعاتی است؛

- متغیر مستقل و تعدیل‌کننده:

SPI_{it} : شاخص حمایت از ذی‌نفعان؛ ترکیبی از معیارهای مختلف است (World Bank, 2016). پس از تعیین متغیرها مبتنی بر کدهای صفر و یک طبق نسبت حالات ممکن شاخص به شرح رابطه (۵) است (Persakis and Iatridis, 2017):

$$SPI_{i,t} = \sum_{j=1}^m d_j / \sum_{j=1}^n h_j \quad \text{رابطه (۵)}$$

$\sum d_j$ مواردی با کد یک و $\sum h_j$ جمع حالات ممکن است. در هر مشاهده معیارهای شاخص حمایت از ذی‌نفعان با ترکیب نسبی معیارها، در دامنه صفر تا یک قرار می‌گیرد:

SCD_{it} : تفکیک وظیفه مدیرعامل؛ اگر مدیرعامل شرکت از رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره متفاوت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

BIN_{it} : استقلال هیئت‌مدیره؛ اگر نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره شرکت بیشتر از نسبت متناظر در صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

IAU_{it} : حسابرسی داخلی؛ وجود حسابرس داخلی، عدد یک و در غیر این صورت صفر.

CRI_{it} : وجود سهامداران با حق کنترل؛ اگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

CON_{it} : مالکیت متمرکز؛ اگر تمرکز مالکیت شرکت طبق شاخص هرفیندال-هیرشمن بالاتر از میانگین صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

PAD_{it} : تعدیلات سنواتی؛ وجود تعدیل سنواتی، عدد یک و در غیر این صورت صفر است.

TID_{it} : به‌موقع بودن افشای اطلاعات؛ اگر امتیاز به‌موقع بودن افشای شرکت از میانگین صنعت بیشتر باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شد.

RID_{it} : قابل اتکاء بودن افشای اطلاعات؛ در صورت بالاتر بودن قابلیت اتکای اطلاعات شرکت از میانگین صنعت، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته شد.

DAF_{it} : هزینه حسابرسی؛ افشای هزینه حسابرسی، عدد یک و در غیر این صورت صفر.

DBC_{it} : پاداش هیئت‌مدیره؛ افشای پاداش هیئت‌مدیره، عدد یک و در غیر این صورت صفر.

• متغیرهای کنترلی:

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت؛ لگاریتم طبیعی درآمد فروش.

FLV_{it} : اهرم مالی؛ ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها.

ROA_{it} : بازده دارایی‌ها؛ نسبت سود عملیاتی خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها.

MGR_{it} : رشد بازار؛ نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق مالکانه صاحبان سهام.

STO_{it} : گردش معاملات سهام؛ نسبت تعداد سهام معامله شده به کل تعداد سهام منتشره.

SYR_{it} : ریسک سیستماتیک؛ بتای سهام با سنجش حساسیت بازده سهام به بازده بازار.

جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است. در ارزیابی ریسک اطلاعاتی طبق رگرسیون چرخشی دوره‌ای ۵ ساله سطح شرکت‌ها، نیاز به داده‌های سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۹ است. شیوه غربال شرکت‌ها در **جدول (۱)** بیان شده‌اند. از این‌رو، تعداد ۱۸۳ شرکت طی ۱۰ سال گزینش شده‌اند.

جدول (۱) نحوه غربال شرکت‌های جامعه آماری پژوهش

Table (1) Research Statistical Population

تعداد شرکت‌ها	شرح
۵۲۲	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس در پایان دوره زمانی پژوهش
(۱۹۱)	شرکت‌هایی که در بازه پژوهش در بورس فعال نبوده یا از بورس خارج شده‌اند.
(۷۱)	شرکت‌هایی که بعد از شروع دوره زمانی پژوهش در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۴۶)	شرکت‌هایی که جزء سرمایه‌گذاری، بانک، بیمه، هلدینگ و لیزینگ بوده‌اند.
(۳۱)	شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند.
(۳۳۹)	شرکت‌های حذف شده از نمونه پژوهش
۱۸۳	تعداد شرکت‌های انتخابی غربال شده از جامعه آماری پژوهش

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در **جدول (۲)** ارائه شده‌اند. داده‌ها شامل ۱۸۳۰ برحسب مشاهده شرکت - سال است. هزینه سرمایه حقوق مالکانه به‌طور میانگین ۲۹ درصد است. ریسک اطلاعاتی سود به‌طور میانگین ۶/۲۱ درصد دارایی‌های اول دوره برحسب انحراف معیار قدرمطلق چند دوره‌ای

اقدام تعهدی اختیاری است. میانگین شاخص حمایت از ذی‌نفعان ۶۵ درصد است. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی در نگاه مربوطه قابل مشاهده است.

جدول (۲) نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (2) Descriptive Statistics of Research Variables

SYR _{i,t}	STO _{i,t}	MGR _{i,t}	ROA _{i,t}	FLV _{i,t}	SIZE _{i,t}	SPI _{i,t}	FIR _{i,t}	CEC _{i,t}	شرح
۰/۶۲۶	۰/۴۸۱	۲/۵۸۵	۰/۱۳۰	۰/۶۴۷	۲۸/۸۵۳	۰/۶۴۵	۰/۰۶۲	۰/۲۹۴	میانگین
۰/۵۵۴	۰/۳۶۹	۱/۱۷۴	۰/۱۱۲	۰/۶۰۰	۲۸/۸۴۰	۰/۶۳۰	۰/۰۴۸	۰/۲۲۰	میانه
۰/۹۹۵	۰/۶۳۷	۰/۲۲۸	۰/۱۴۶	۰/۲۸۸	۰/۶۱۱	۰/۱۸۰	۰/۰۵۴	۰/۵۳۷	انحراف معیار
۰/۳۹۹	۲/۸۷۲	۵/۰۱۸	-۰/۰۰۸	۲/۹۳۴	۰/۲۶۹	-۰/۱۴۹	۲/۹۳۱	۱/۱۵۶	چولگی
۵/۸۰۰	۱۴/۸۵۵	۱۷/۸۱	۶/۲۸۱	۲۷/۵۵	۴/۲۹۷	۲/۷۷۳	۱۶/۴۱۵	۸/۹۷۳	کشیدگی
۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	مشاهده‌ها

سنججه‌های حمایت از حقوق ذی‌نفعان به تفکیک اجزا (مشاهده‌های صفر و یک) و ارزش (نسبت مشاهده‌های صفر و یک به کل مشاهده‌ها) در **جدول (۳)** و **جدول (۴)** ارائه شده‌اند.

جدول (۳) فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از ذی‌نفعان به تفکیک اجزا

Table (3) The Frequency of Stakeholder's Protection Index Classified by Criteria

متغیر SPI_{i,t} (شاخص به تفکیک اجزا)

DBC _{i,t}	DAF _{i,t}	RID _{i,t}	TID _{i,t}	PAD _{i,t}	CON _{i,t}	CRI _{i,t}	IAU _{i,t}	BIN _{i,t}	SCD _{i,t}	معیارها	شرح
۵۴۷	۵۰۹	۸۳۶	۷۴۹	۵۰۳	۹۳۸	۹۱۶	۴۸۱	۹۳۴	۴۱۱	تعداد	کد صفر
۲۹/۸۹	۲۷/۸۱	۴۵/۶۸	۴۰/۹۳	۲۷/۴۹	۵۱/۲۶	۵۰/۰۵	۲۶/۲۸	۵۱/۰۴	۲۲/۴۵	درصد	
۱۲۸۳	۱۳۲۱	۹۹۴	۱۰۸۱	۱۳۲۷	۸۹۲	۹۱۴	۱۳۴۹	۸۹۶	۱۴۱۹	تعداد	کد یک
۷۰/۱۱	۷۲/۱۹	۵۴/۳۲	۵۹/۰۷	۷۲/۵۱	۴۸/۷۴	۴۹/۹۵	۷۳/۷۲	۴۸/۹۶	۷۷/۵۴	درصد	
۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	۱۸۳۰	تعداد	کل
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	درصد	

جدول (۴) فراوانی مشاهده‌های شاخص حمایت از ذی‌نفعان به تفکیک ارزش

Table (3) The Frequency of Stakeholder's Protection Index Classified by Value

متغیر SPI_{i,t} (شاخص وزنی ارزشی)

کل	۱	۰/۹	۰/۸	۰/۷	۰/۶	۰/۵	۰/۴	۰/۳	۰/۲	۰/۱	ارزش
۱۸۳۰	۳۲	۱۱۲	۲۷۸	۳۷۲	۴۰۵	۳۰۹	۱۹۱	۱۰۹	۱۴	۸	تعداد
۱۰۰	۱/۷۵	۶/۱۲	۱۵/۱۹	۲۰/۳۳	۲۲/۱۳	۱۶/۸۹	۱۰/۴۴	۵/۹۶	۰/۷۶	۰/۴۳	درصد

نتایج مدل‌های رگرسیون در **جدول (۵)** و **جدول (۶)** ارائه شده‌اند. طبق معناداری آماره اف لیمر آزمون چاو باید عرض از مبدهای مختلفی در برآورد لحاظ شده و از داده‌های ترکیبی استفاده شود. طبق معناداری آماره‌های کای دو آزمون هاسمن، بین جزء اخلاص و متغیرهای توضیحی تورش وجود دارد و

استفاده از اثرات ثابت مناسب است. طبق معناداری آماره‌های درست‌نمایی، در رفع ناهمسانی واریانس پسماندها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. بر اساس معناداری ضرایب لاگرانژ آزمون برنوش-پاگان، از متغیر وابسته دوره قبل در نقش توضیحی در رفع خودهمبستگی پسماندها استفاده شد. معناداری آماره فیشر بیانگر روابط معنادار مدل‌ها است. آماره دوربین-واتسون بیانگر عدم وجود خودهمبستگی پسماندها و عامل تورم واریانس بیانگر نبود هم‌خطی متغیرها است. ضرایب تعیین تعدیل شده بیانگر توان توضیحی ۶۱ درصدی متغیرهای مدل است.

جدول (۵) نتایج برازش نهایی مدل رگرسیون فرضیه اول پژوهش

Table (5) Testing the Regression Model of the First Research Hypothesis

متغیر وابسته: $CEC_{i,t}$						
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس	
C	-۸/۱۱۱	۰/۸۵۳	-۹/۵۰۸	۰/۰۰۰	-	
$FIR_{i,t}$	۰/۹۲۴	۰/۳۵۷	۲/۵۸۳	۰/۰۱۰	۱/۱۳۰	
$SIZE_{i,t}$	۰/۲۸۶	۰/۰۳۰	۹/۳۴۰	۰/۰۰۰	۱/۲۷۶	
$FLV_{i,t}$	-۰/۰۵۷	۰/۰۵۱	-۱/۱۰۹	۰/۳۱۲	۱/۳۵۱	
$ROA_{i,t}$	-۰/۶۶۹	۰/۰۹۹	-۶/۷۳۶	۰/۰۰۰	۱/۲۳۶	
$MGR_{i,t}$	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۱/۹۵۳	۰/۰۵۱	۱/۲۰۴	
$STO_{i,t}$	۰/۱۸۴	۰/۰۲۶	۶/۹۶۶	۰/۰۰۰	۱/۲۴۱	
$SYR_{i,t}$	۰/۰۳۴	۰/۰۱۴	۲/۳۴۲	۰/۰۲۳	۱/۱۲۸	
$CEC_{i,t-1}$	-۰/۳۴۷	۰/۰۲۳	-۱۵/۱۲۳	۰/۰۰۰	۱/۳۲۵	
نتایج پیش برازش مدل رگرسیون						
آماره اف لیمر	۳/۲۵۱	معناداری آماره اف لیمر	۰/۰۰۰۴			
آماره کای دو	۸۲/۱۹۴	معناداری آماره کای دو	۰/۰۰۰۱			
آماره درست‌نمایی	۴۱۲/۳۶	معناداری آماره درست‌نمایی	۰/۰۰۰			
آماره لاگرانژ	۹۸۵/۴۱	معناداری آماره لاگرانژ	۰/۰۰۰			
نتایج نیکویی برازش نهایی مدل رگرسیون						
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۱۲	آماره دوربین-واتسون	۲/۳۱۶			
آماره فیشر	۹/۷۱۳	معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰			

نتایج برازش مدل رگرسیون چندگانه فرضیه اول پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است. بر اساس شواهد ریسک اطلاعاتی سود تأثیر مثبتی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه اول پژوهش تأیید شده است. وقتی ریسک اطلاعاتی گزارش سود با افزایش همراه شود، شرکت‌ها با تضعیف کیفیت سود مواجه شده و به پیروی از آن هزینه سرمایه حقوق مالکانه افزایش می‌یابد؛ اما بهبود کیفیت سود به واسطه کاهش ریسک اطلاعاتی سبب کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود. این امر بیانگر نقش مؤثر کیفیت سود در کاهش بازده مورد انتظار صاحبان سهام است. از طرفی، نقصان در کیفیت

نقش حمایت از حقوق ذی‌نفعان در تعدیل تأثیر ریسک اطلاعات مالی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه ۱۵۷
 گزارش سود، انتظار صاحبان سهام در کسب بازده را افزایش داده و سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

جدول (۶) نتایج برازش مدل رگرسیون فرضیه دوم پژوهش
 Table (6) Testing the Regression Model of the Second Research Hypothesis

متغیر وابسته: $CEC_{i,t}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	معناداری	عامل تورم واریانس
C	-۷/۶۰۹	۰/۷۷۹	-۹/۷۶۴	۰/۰۰۰	-
$FIR_{i,t}$	۱/۴۲۵	۰/۴۸۸	۲/۹۱۹	۰/۰۰۳	۲/۶۱۳
$SPI_{i,t}$	-۰/۳۲۶	۰/۱۱۸	-۲/۷۵۳	۰/۰۰۵	۱/۵۸۱
$FIR_{i,t} * SPI_{i,t}$	-۲/۱۴۰	۰/۹۹۷	-۲/۱۴۶	۰/۰۳۲	۲/۵۲۷
$SIZE_{i,t}$	۰/۲۷۱	۰/۰۲۷	۹/۷۹۶	۰/۰۰۰	۱/۱۳۵
$FLV_{i,t}$	-۰/۰۵۰	۰/۰۵۱	-۰/۹۸۸	۰/۴۱۰	۱/۶۴۰
$ROA_{i,t}$	-۰/۶۵۸	۰/۱۰۰	-۶/۵۷۰	۰/۰۰۰	۱/۵۲۳
$MGR_{i,t}$	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۱/۹۴۰	۰/۰۵۲	۱/۲۰۳
$STO_{i,t}$	۰/۱۸۹	۰/۰۲۶	۷/۱۵۸	۰/۰۰۰	۱/۲۱۴
$SYR_{i,t}$	۰/۰۳۳	۰/۰۱۴	۲/۲۷۲	۰/۰۲۹	۱/۱۹۲
$CEC_{i,t-1}$	-۰/۳۵۷	۰/۰۲۳	-۱۵/۳۴۸	۰/۰۰۰	۱/۲۲۸
نتایج پیش برازش مدل رگرسیون					
آماره اف لیمر	۲/۹۷۱	معناداری آماره اف لیمر	۰/۰۰۰۶		
آماره کای دو	۶۱/۳۶	معناداری آماره کای دو	۰/۰۰۰۸		
آماره درست‌نمایی	۳۷۲/۸۴	معناداری آماره درست‌نمایی	۰/۰۰۰		
آماره لاگرانژ	۸۳۶/۵۲	معناداری آماره لاگرانژ	۰/۰۰۰		
نتایج نیکویی برازش نهایی مدل رگرسیون					
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰۸	آماره دوربین- واتسون	۲/۳۷۱		
آماره فیشر	۹/۲۶۸	معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰		

نتایج برازش مدل رگرسیون چندگانه فرضیه دوم پژوهش در جدول (۶) ارائه شده است. بر اساس شواهد، حمایت از ذی‌نفعان تأثیر منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد. وقتی در اجرای راهبری شرکتی تلاش می‌شود از حقوق ذی‌نفعان حمایت شود و منافع آن‌ها تأمین گردد، هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها کاهش می‌یابد؛ اما کاهش حمایت از سرمایه‌گذاران سبب افزایش سطح بازده مورد انتظار صاحبان سهام شده و این امر سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود. همچنین شواهد نشان داد حمایت از ذی‌نفعان تأثیر منفی بر رابطه بین ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید شده است. وقتی ریسک اطلاعاتی ناشی از تحریف گزارش سود افزایش یابد و این امر سبب تضعیف کیفیت سود شود، حمایت قوی از حقوق ذی‌نفعان سبب تعدیل اثر ریسک

اطلاعاتی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها شده و آن را کاهش می‌دهد؛ اما کاهش حمایت از حقوق ذی‌نفعان و افزایش ریسک اطلاعاتی سبب نا اطمینانی بیشتر شده و این امر ضمن افزایش بازده مورد انتظار صاحبان سهام، سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه می‌شود.

شواهد نشان دادند اندازه، گردش معاملات سهام و ریسک سیستماتیک تأثیر مثبت، اما بازده دارایی‌ها تأثیر منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارند. بدین ترتیب، در شرکت‌های بزرگ‌تر، دارای سودآوری کمتر، با گردش سهام بالاتر و ریسک سیستماتیک بیشتر، هزینه سرمایه حقوق مالکانه شرکت‌ها افزایش یافته است. البته طبق بررسی‌ها، شواهد معناداری از تأثیر اهرم مالی و رشد شرکت بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه یافت نشده است.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

در مقاله حاضر، تأثیر ریسک اطلاعات مالی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه و نقش مکانیزم‌های حمایت از حقوق ذی‌نفعان بر این رابطه کنکاش شده است. شواهد نشان دادند ریسک اطلاعاتی ناشی از تحریف گزارش سود تأثیر مثبتی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه دارد. در انطباق با مطالعات نظری و تجربی، کاهش اقدام مدیران در تحریف سود سبب کاهش ریسک اطلاعاتی و کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه شده است؛ اما اختلال در گزارش سود ضمن کاهش کیفیت اطلاعات مالی سبب افزایش ریسک اطلاعاتی شده است. این امر، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش هزینه سرمایه را به دنبال دارد. نتایج سازگار با مطالعات فرانسویس و همکاران (Francis et al., 2004)، گری و همکاران (Gray et al., 2009)، باتاچاریا و همکاران (Bhattacharya et al., 2011)، بارث و همکاران (Barth et al., 2013)، کیم و سون (Kim and Sohn, 2013)، ایکلز و همکاران (Eckles et al., 2014)، پرساکیس و یاتریدیس (Persakis and Iatridis, 2015)، بن نصر و الدخیل (Ben-Nasr and Al-Dakheel, 2015)، پرساکیس و یاتریدیس (Persakis and Iatridis, 2016)، الیوا و همکاران (Eliwa et al., 2016)، پرساکیس و یاتریدیس (Persakis and Iatridis, 2017)، سالوم (Salloum, 2017)، هونگ و همکاران (Hong et al., 2019)، ایزت (Ezat, 2019)، لستاری و راهایو (Lestari and Rahayu, 2019)، سلیم و عثمان (Saleem and Usman, 2021)، نیپ و زیمرمن (Knipp and Zimmermann, 2021)، عرب‌مازار یزدی و طالبیان (Arab mazar Yazdi and Talebian, 2008)، مرادزاده‌فرد و همکاران (Moradzadeh Fard et al., 2012)، رضایی و ویسی‌حصار (Rezaei and Weysihsar, 2013)، فخاری و قورچایی (Fakhari and Ghorchaei, 2016)، عباسی و بذرافشان (Abbasi and Bazrafshan, 2017)، اسدی‌نهری و همکاران (Asadi Nahari et al., 2019)، بولو و همکاران (Blue et al., 2020) است؛ اما با نتایج مطالعات کوهن (Cohen,

(2008)، ثقفی و بولو (Saghafi and Blue, 2010) و جعفرزاده اصل و بادآور نهندی (Jafarzadeh and Asl and Badavar Nahandi, 2016) مغایرت دارد.

شواهد نشان دادند حمایت از حقوق ذی‌نفعان ضمن تأثیر منفی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه، سبب تضعیف تأثیر مثبت ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه حقوق مالکانه شده است. در انطباق با پیشینه‌های نظری و تجربی، بهبود حمایت از حقوق ذی‌نفعان با ایجاد محیط شفاف اطلاعاتی، محدود کردن ترفندهای مدیریت سود و کاهش ریسک اطلاعاتی، زمینه‌ساز کاهش هزینه سرمایه حقوق مالکانه شده است؛ اما سطح ضعیف حمایت از ذی‌نفعان به دلیل افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سبب افزایش هزینه سرمایه حقوق مالکانه شده است. این نتایج سازگار با مطالعات همپلبرگ و همکاران (Himmelberg et al., 2002)، چنگ و همکاران (Cheng et al., 2006)، آلبوکوئرو و وانگ (Albuquerque and Wang, 2008)، چن و همکاران (Chen et al., 2009)، چابرا و همکاران (Chhabra et al., 2009)، چن و همکاران (Chen et al., 2011)، پرساکیس و یاتریدیس (Persakis and Iatridis, 2017)، بروئر و همکاران (Breuer et al., 2018)، هوستون و همکاران (Houston et al., 2019)، سلیم و عثمان (Saleem and Usman, 2022) است.

نتایج ضمن تأیید نقش مکانیزم‌هایی در کاهش هزینه سرمایه می‌تواند مورد توجه گروه‌های مختلفی قرار گیرد. شرکت‌ها با افشای اطلاعات باکیفیت می‌توانند سبب افزایش شفافیت و کارایی بازار سرمایه و کاهش ریسک اطلاعاتی شوند. از طرفی، افزایش ابهام اطلاعات مالی، هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. از این رو به سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران و فعالان بازار سهام پیشنهاد می‌شود با آگاهی از عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه، تصمیم مناسبی اتخاذ کنند. به ذی‌نفعان پیشنهاد می‌شود جهت ارزیابی هزینه سرمایه حقوق مالکانه به تلاش شرکت‌ها در ایجاد محیط اطلاعاتی شفاف، کاهش ریسک اطلاعاتی و بهبود گزارشگری مالی توجه کنند. همچنین لازم است به اثربخشی راهبری در حمایت از حقوق ذی‌نفعان توجه نمایند. به مدیران پیشنهاد می‌شود با ارائه اطلاعات مالی شفاف ضمن کاهش ریسک اطلاعاتی زمینه کاهش هزینه سرمایه را فراهم کنند. به سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان حسابرسی و نهادهای مربوط پیشنهاد می‌شود جهت دستیابی به پاسخگویی و شفافیت با اعمال نظارت، حمایت‌های قانونی و حقوقی مناسبی از ذی‌نفعان به عمل آورند. به استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی پیشنهاد می‌شود در ارزیابی هزینه سرمایه علاوه بر کمیت سود به ریسک اطلاعاتی ناشی از تضعیف کیفیت سود توجه کنند. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود موضوع به‌طور مقایسه‌ای با تمرکز بر جنبه‌های مختلف هزینه‌های تأمین مالی (هزینه بدهی، هزینه سرمایه سهام و میانگین موزون هزینه سرمایه) بررسی شود. بررسی مقایسه‌ای موضوع با تمرکز بر بکارگیری مدل‌های متنوع تعیین هزینه سرمایه، جنبه‌های کیفیت اطلاعات مالی (قابلیت پیش‌بینی، قابلیت مقایسه، پایداری، محتوای اطلاعاتی، مربوط بودن، محافظه‌کاری) و جنبه‌های مدیریت سود (از طریق اقلام تعهدی،

فعالیت‌های واقعی، تغییر طبقه‌بندی ارقام، هموارسازی) می‌تواند مورد توجه پژوهشگران قرار گیرد. پیشنهاد می‌شود نقش نظارتی کمیته حسابرسی، حسابرسان مستقل و داخلی در ارتباط با موضوع کنکاش شود. پیشنهاد می‌شود نقش محیط رقابتی شرکت‌ها در صنایع مختلف (رقابتی و انحصاری) و جایگاه محیط رقابتی معاملات بازار سهام در تعیین هزینه سرمایه با تمرکز بر جنبه‌های حمایت از ذی‌نفعان بررسی شود. ارزیابی هزینه سرمایه با توجه به ماهیت گرم و سرد بودن بازار سهام (بازار پررونق و بازار راکد)، چرخه‌های اقتصادی (رکود و رونق) و می‌تواند جنبه‌های بااهمیتی نمایان سازد. پیشنهاد می‌شود ارتباط محیط اطلاعاتی (ناقرینگی اطلاعاتی)، عدم اطمینان (محیطی، سیاسی، اقتصادی، بازار و شرکت)، ریسک‌های بازار سرمایه (سیستماتیک، غیرسیستماتیک، ریزش قیمت سهام) در ارزیابی هزینه سرمایه بررسی شوند. پیشنهاد می‌شود نقش ریسک‌های سیستمی اقتصادی، بحران‌ها و تحریم‌های اقتصادی در این حوزه ارزیابی گردد. پیشنهاد می‌شود بحث سرعت تعدیل ساختار سرمایه در ارتباط با ارزیابی هزینه سرمایه آزمون شود.

۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است.

۷- منابع

- Abbasi, E., & Bazrafshan, M. (2017). The Relation of Earnings Quality, Voluntary Disclosure and Information Asymmetry with the Cost of Equity. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 7(1), 41-60. [in Persian]
- Albuquerque, R., & Wang, N. (2008). Agency conflicts, investment, and asset pricing. *the Journal of Finance*, 63(1), 1-40.
- Ali, H., Amin, H. M., Mostafa, D., & Mohamed, E. K. (2022). Earnings management and investor protection during the COVID-19 pandemic: evidence from G-12 countries. *Managerial Auditing Journal*, 37(7), 775-797.
- Aliesfahani, Y., & Darabi, R. (2019). The Relationship between Corporate social Responsibility and Equity Costs, Considering the Protection of Investors. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 7(26), 213-234. [in Persian]
- Arab Mazar Yazdi, M., & Talebian, M. (2008). Financial reporting quality, information risk and cost of capital. *Empirical studies on financial accounting*, 6(21), 1-30. [in Persian]
- Asadi Nahari, N., Talebnia, G., Vakilifard, H. R., & Royayee, R. (2019). The moderating role of adopting International Financial Reporting Standards (IFRS) on the relationship between Earning Quality With equity costs (Empirical Evidence: Banks and Insurance firms and Investments firms in

- Tehran Stock Exchange). *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 8(30), 15-26. [in Persian]
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 206-224.
- Ben-Nasr, H., & Al-Dakheel, A. M. (2015). The impact of earnings quality on the cost of equity: Evidence from privatized firms. *International Journal of Financial Research*, 6(1), 68-78.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2011). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *The Accounting Review*, 87(2), 449-482.
- Blue, G., Marfou, M., & Ghahremani, A. (2020). The Effect of Accounting Information Quality on the Companies' Cost of Equity, Considering the Role of Information Symmetry and Comparability of Financial Statements. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(68), 33-65. [in Persian]
- Boonlert-U-Thai, K., Meek, G. K., & Nabar, S. (2006). Earnings attributes and investor-protection: International evidence. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 327-357.
- Breuer, W., Müller, T., Rosenbach, D., & Salzmann, A. (2018). Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance*, 96, 34-55.
- Byun, H.Y., Kwak, S.K., & Hwang, L.S. (2008). The implied cost of equity capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 37(1), 139-184.
- Cahan, S. F., Liu, G., & Sun, J. (2008). Investor protection, income smoothing, and earnings informativeness. *Journal of International Accounting Research*, 7(1), 1-24.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2011). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 46(1), 171-207.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of corporate finance*, 15(3), 273-289.
- Cheng, C. A., Collins, D., & Huang, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27, 175-204.
- Chhabra, M., Ferris, S. P., & Sen, N. (2009). Investor protection effects on corporate liquidity and the cost of capital. *Applied Economics Letters*, 16(8), 819-826.

- Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2015). Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption?. *European Accounting Review*, 24(1), 31-61.
- Cohen, D. A. (2008). Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 15(2), 69-90.
- Dadashi, I., & Norouzi, M. (2020). Investigating the mediating effect of financial reporting readability on the relationship between earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(1), 135-157.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.
- Ebrahimi, S.K., Bahrami Nasab, A., & Baghian, J. (2013). The Effect of Audit Quality and Shareholder Rights on the likelihood of Fraudulent Financial Reporting. *Journal of Audit Science*, 17(69), 125-149. [in Persian]
- Eckles, D. L., Halek, M., & Zhang, R. (2014). Information risk and the cost of capital. *Journal of Risk and Insurance*, 81(4), 861-882.
- Eliwa, Y., Haslam, J., & Abraham, S. (2016). The association between earnings quality and the cost of equity capital: Evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 48, 125-139.
- Enomoto, M., Kimura, F., & Yamaguchi, T. (2015). Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 183-198.
- Ezat, A. N. (2019). The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. 9(3), 366-385.
- Fakhari, H., & Ghorchaei, A. (2016). Accounting Information, the Cost of Capital and Excess Stock Returns: The Role of Earnings Quality. *Accounting and Auditing Studies*, 5(18), 16-31. [in Persian]
- Flores, E., Sampaio, J. O., Beiruth, A. X., & da Silva, A. F. (2020). Earnings Transparency, Cost of Debt and Cost of Equity: A Cross-Country Examination. *International Business Research*, 13(10), 115-129.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The accounting review*, 80(4), 1125-1162.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.

- Francis, J. R., & Wang, D. (2008). The joint effect of investor protection and Big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary accounting research*, 25(1), 157-191.
- Geiger, M. A., & North, D. S. (2013). Do Strong Shareholder Rights Mitigate Earnings Management?. *Journal of Accounting, Ethics and Public Policy*, 14(2), 289-322.
- Gray, P., Koh, P. S., & Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), 51-72.
- Hassani, M., & Moradi, S. (2021). The Mediator role of Information Asymmetry in Imperfect Competition Market on the relation between Earnings Forecast Bias & Idiosyncratic Risk derived from Capital Assets Pricing Model. *Advances in Finance and Investment*, 1(1), 81-100. [in Persian]
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Love, I. (2002). Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital. *Openknowledge.worldbank.org*.
- Hong, P. K., Ma, T., & Zhang, G. (2019). Accruals quality and cost of capital: Evidence from the Chinese stock market. *Journal of International Accounting Research*, 18(1), 71-95.
- Hosseini, S. A., & Shafizadeh, B. (2019). Developing a Model for Protecting Investors' Rights with Emphasis on Accounting Constructs. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 26(2), 193-216. [in Persian]
- Houqe, M. N., Ahmed, K., & Van Zijl, T. (2017). Audit quality, earnings management, and cost of equity capital: evidence from India. *International Journal of Auditing*, 21(2), 177-189.
- Houqe, M. N., Easton, S., & van Zijl, T. (2014). Does mandatory IFRS adoption improve information quality in low investor protection countries?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23(2), 87-97.
- Houston, J. F., Lin, C., & Xie, W. (2018). Shareholder protection and the cost of capital. *The Journal of Law and Economics*, 61(4), 677-710.
- Huang, H. H., Wang, W., & Zhou, J. (2013). Shareholder rights, insider ownership and earnings management. *Abacus*, 49(1), 46-73.
- Imhof, M. J., Seavey, S. E., & Smith, D. B. (2017). Comparability and cost of equity capital. *Accounting Horizons*, 31(2), 125-138.
- Jafarzadeh Asl, A., & Badavar Nahandi, Y. (2016). The effect of real and accrual earnings management as information risk criteria of audited financial statements on the cost of equity. *Journal of Audit Science*, 17(69), 81-107. [in Persian]
- Jalili, S., & Masoumpur, Y. (2018). The effect of shareholders' rights and insider ownership on earnings management. *Accounting and Auditing Research*, 10(37), 163-180. [in Persian]

- Jiang, W., & Anandarajan, A. (2009). Shareholder rights, corporate governance and earnings quality: The influence of institutional investors. *Managerial Auditing Journal*, 24(8), 767-791.
- Kentris Indarti, M.G., Puteri, I.T., & Sudarsi, S. (2019). Earning quality, information asymmetry & cost of equity capital in manufacturing companies. *Advances in Economics, Business and Management Research*. 86, 155-158.
- Khodamipour, A., Ghasemi, G., & Shamsadini, K. (2022). The Role of economic policy uncertainty on the relationship between voluntary disclosure of information and information asymmetry. *Advances in Finance and Investment*, 3(6), 52-31. [in Persian]
- Kim, D., & Qi, Y. (2010). Accruals quality, stock returns, and macroeconomic conditions. *The Accounting Review*, 85(3), 937-978.
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543.
- Knipp, M., & Zimmermann, J. (2021). Does accounting quality impact the cost of capital? An empirical study on the German capital market. *International Journal of Economics and Accounting*, 10(1), 1-26.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lestari, N., & Rahayu, U. (2019). Influence earnings quality and liquidity on cost of capital. *Journal of Applied Managerial Accounting*. 1(1), 62-69.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Investor protection and earnings management: An international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527.
- Mafakhrenae, F., Jamali, J., & Saeedi, A. (2022). Developing a Conceptual Model to Supervise Stock Exchange Issuers: Adopting a Supportive Approach to Investors. *Journal of Securities Exchange*, 14(56), 347-371. [in Persian]
- Mirzayee, S., Abdoli, M., & Koushki Jahromi, A. (2020). Financial Reporting L language Bad on Aggressive Financial Reporting Investor Protection. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(65), 109-138. [in Persian]
- Moradzadehfard, M., Adili, M., & Ebrahimian, S. J. (2012). Audit Quality, Earnings Quality and Cost of Equity Capital. *The Financial Accounting & Auditing Research*, 4(14), 91-110. [in Persian]
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2004). The OECD Principles of Corporate Governance. *Head of Publications Service, OECD Publications Service*.

- Persakis, A., & Iatridis, G.E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, 3-24.
- Persakis, A., & Iatridis, G. E. (2016). Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008, An international perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 41, 73-101.
- Persakis, A., & Iatridis, G. E. (2017). The joint effect of investor protection, IFRS and earnings quality on cost of capital: An international study. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 1-29.
- Rezaei, F., & Weysihsar, S. (2013). The effect of information risk on the cost of debt and the adjusted cost of equity capital. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(1), 29-44. [in Persian]
- Safarzadeh, M. H. (2013). The Effect of Shareholder Rights on Earnings Quality. *Empirical Research in Accounting*, 3(3), 147-172. [in Persian]
- Shafizadeh, B., Hosseini, S. A., Rahmani, A., & Soltani, M. (2018). The role of financial reporting, transparency and corporate governance in Investors protection. *Journal of Securities Exchange*, 11(42), 74-95. [in Persian]
- Saghafi, A., & Blue, G. (2010). Cost of Equity and Earnings Features. *Accounting & Auditing Research*, 1(2), 4-29. [in Persian]
- Saleem, S., & Usman, M. (2022). Impact of information risk and cost of equity: moderating role of investor attention. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 14(4), 516-538.
- Saleem, S., & Usman, M. (2021). Information risk and cost of equity: The role of stock price crash risk. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 623-635.
- Salloum, A. (2017). The relationship between earnings quality and cost of capital in the light of agency theory: A case study of Jordan. *Journal of Advances in Social Science and Humanities*, 3(4).
- Semper, D. C., & Beltrán, J. M. T. (2014). Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case. *Contaduría y Administración*, 59(4), 105-135.
- Shafizadeh, B., Hosseini, S. A., Rahmani, A., & Soltani, M. (2018). The role of financial reporting, transparency and corporate governance in Investors protection. *Journal of Securities Exchange*, 11(42), 74-95. [in Persian]
- Shekari, B., Hejazi, R., Talebnia, G.A., & Vakilifard, H. (2021). Effects of the Stock Exchange Competitive Level on Information Asymmetry and Cost of Capital. *Empirical Research in Accounting*, 11(4), 1-32. [in Persian]
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of financial economics*, 66(1), 3-27.

- Small, K., Kwag, S. W., & Li, J. (2015). Do shareholder rights influence managerial propensity to engage in earnings management? *Journal of Economics and Finance*, 39, 308-326.
- Taherinia, M. (2020). The Effect of Liquidity Risk on the Relationship between Information Quality and Cost of Capital. *Applied Research in Financial Reporting*, 9(1), 67-91. [in Persian]
- World Bank Group. (2016). Doing Business, *Equal Opportunity for all*, 14th edition.

COPYRIGHTS

© 2023 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfarayen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

