

## **The Relationship between the Readability of Financial Reporting and the Company's Cost of Capital: The Moderating Role of Financial Reporting Tone**

**Mohammad Reza Nikbakht\***

*Associate Professor of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran.  
(Corresponding Author). mnikbakht@ut.ac.ir*

**Soraya Weysihsar**

*MSc. of Accounting, KAR Higher Education Institute, Qazvin, Iran.  
soraiaweysihsar@yahoo.com*

**Mohammad Pourkarim**

*Assistant Professor. of Accounting, Islamic Azad University, Heris Branch, Heris, Iran. pourkarimv@yahoo.com*

### **Abstract:**

The cost of capital is one of the most important concepts used in many financial and management decisions that are affected by several factors. Recent studies have shown that less readability of financial reports reduces the ability of investors to process and interpret annual reports, increases information risk and, as a result, the cost of capital. Furthermore, the relationship between the readability of financial reporting and the cost of capital depends on the tone of a company's published reports. Therefore, the purpose of this research is to investigate the moderating role of the tone of financial reporting on the relationship between the readability of financial reporting and the cost of capital of companies. In this regard, 100 companies admitted to the Tehran Stock Exchange were selected by systematic elimination method and examined in the period from 2016 to 2022. To evaluate and analyze the data, the EViews software was used, and to estimate the patterns, regression analysis with combined data was used. The results show that the lower the readability of financial reports, the higher the cost of capital for companies. In addition, the pessimistic tone of financial reports has an increasing moderating effect on the intensity of the relationship between less readability of financial reports and companies' cost of capital. By focusing on the textual features of company disclosure, the current research provides a good ground for research on the determinants of the cost of capital with new evidence

and furthers researchers' understanding of how non-quantitative disclosure affects capital market participants. Furthermore, it provides empirical support for regulators' claims about the importance of companies providing clear and concise disclosure to their shareholders.

**Keywords:** Readability of Financial Reporting, Tone of Financial Reporting, Cost of Capital

Copyrights



This license only allowing others to download your works and share them with others as long as they credit you, but they can't change them in any way or use them commercial.

## رابطه خوانایی گزارشگری مالی با هزینه سرمایه شرکت: نقش تعدیلگر لحن گزارشگری مالی

محمد رضا نیک بخت<sup>۱\*</sup> ثریا ویسی حصار<sup>۲</sup> محمد پور کریم<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۲۲

### چکیده:

هزینه سرمایه یکی از مهم‌ترین مفاهیم مورد استفاده در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی است که از عوامل متعددی متأثر می‌شود. پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند خوانایی کمتر گزارش‌های مالی، توانایی سرمایه‌گذاران برای پردازش و تفسیر گزارش‌های سالانه را کاهش، ریسک اطلاعات و در نتیجه هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، رابطه بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه به لحن گزارش‌های منتشر شده از یک شرکت بستگی دارد. بنابراین، هدف پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیلگر لحن گزارشگری مالی بر ارتباط بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه شرکت‌هاست. در این راستا، ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش حذف سیستماتیک انتخاب و در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ بررسی شدند. برای بررسی و تحلیل داده‌ها، از نرم‌افزار ایویوز و برای برآورد الگوها، از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد هرچه خوانایی گزارش‌های مالی کمتر باشد، هزینه سرمایه شرکت‌ها افزایش می‌یابد. علاوه بر این، لحن بدبینانه گزارش‌های مالی بر شدت رابطه بین خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده افزایشی دارد. پژوهش حاضر با تمرکز بر ویژگی‌های متنی افشای شرکت، زمینه خوب پژوهش در مورد عوامل تعیین‌کننده هزینه سرمایه را با شواهد جدید فراهم می‌کند و درک پژوهشگران از اینکه چگونه افشای غیرکمی بر شرکت‌کنندگان بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد را بیشتر می‌کند. علاوه بر این، پشتیبانی تجربی را برای ادعای قانون‌گذاران در مورد اهمیت شرکت‌هایی که افشای واضح و مختصر را برای سهامداران خود ارائه می‌کنند، فراهم می‌کند.

**کلید واژه‌ها:** خوانایی گزارشگری مالی، لحن گزارشگری مالی، هزینه سرمایه

<sup>۱</sup> دانشجویار حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). [mnikbakht@ut.ac.ir](mailto:mnikbakht@ut.ac.ir)

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی کار، قزوین، ایران. [soraiaweysihsar@yahoo.com](mailto:soraiaweysihsar@yahoo.com)

<sup>۳</sup> استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد هریس، هریس، ایران. [pourkarimv@yahoo.com](mailto:pourkarimv@yahoo.com)

## ۱- مقدمه

ارتباط بین کیفیت اطلاعات و هزینه سرمایه<sup>۱</sup> موضوع یک بحث در حال انجام در پژوهش‌های حسابداری و مالی است. امروزه کمتر کسی می‌تواند اهمیت کیفیت افشای اطلاعات مالی شرکت‌ها را نادیده بگیرد، زیرا اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه تصمیمات با اهمیت سرمایه‌گذاری خود را بر اساس اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌گیرند (ناظمی و نصیری، ۱۳۹۳). گزارش‌های مالی و اطلاعات مندرج در آنها را زمانی می‌توان از دیدگاه سرمایه‌گذاران و ذینفعان مفید و مؤثر دانست که حائز ویژگی‌های کیفی لازم باشند. در این راستا، قابلیت فهم و خوانایی گزارش‌های مالی<sup>۲</sup> را می‌توان یکی از عوامل ارتقادهنده کیفیت گزارش‌های مالی در نظر گرفت (به‌عنوان مثال، رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱؛ عزت، ۲۰۱۹؛ لیو و همکاران، ۲۰۱۸؛ برگر، ۲۰۱۱؛ بیر و همکاران، ۲۰۱۰؛ کور، ۲۰۰۱؛ دریائی و ایمنی، ۱۴۰۲؛ رمضان احمدی و همکاران، ۱۴۰۱؛ بشیری‌منش و صمیمی، ۱۴۰۰؛ باغومیان و همکاران، ۱۴۰۰). عمده پژوهش‌های انجام شده پیشین صرفاً بر اطلاعات عددی مندرج در گزارش‌های مالی تمرکز کرده‌اند و جنبه‌های نگارشی این گزارش‌ها غالباً نادیده گرفته شده‌اند. ابهام، پیچیدگی و غیرقابل فهم بودن گزارش‌های مالی می‌تواند درک خوانندگان و استفاده‌کنندگان این گزارش‌ها را تحت تأثیر قرار دهد.

بر اساس فرضیه مدیریت مبهم<sup>۳</sup>، انگیزه مدیران می‌تواند موجب مبهم‌سازی و پنهان کردن اطلاعات از طریق افشاهای با شفافیت کمتر شود. مدیران می‌توانند اطلاعاتی را که به افشای آنها تمایل ندارند، پنهان کرده و موجب دشواری درک گزارشگری مالی برای سرمایه‌گذاران شوند (بلومفیلد، ۲۰۰۲؛ کاظمی علوم و همکاران، ۱۳۹۹). در این رابطه، لی (۲۰۰۸) معتقد است که گزارش‌های مالی شرکت‌های با عملکرد ضعیف، برای خواندن سخت‌تر و طولانی‌تر است. به این دلیل که مدیران نسبت به جذب سرمایه و تأثیر آن بر بازار با توجه به عملکرد ضعیف خود نگران هستند و بنابراین، ممکن است عمدی تصمیم بگیرند گزارش‌های مالی را ناخواناتر کنند تا عملکرد ضعیف خود را مبهم و پیچیده سازند (خانی معصوم آبادی و رجب دری، ۱۳۹۸). بنابراین، هرچه خوانایی گزارش‌های مالی بالاتر باشد فهم و درک آنها برای استفاده‌کنندگان راحت‌تر خواهد بود و به بهبود تصمیم‌گیری آنها کمک خواهد کرد. در مقابل، خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و افشای پیچیده‌تر شرکت‌ها سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و نقصان آگاهی سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت می‌گردد و موجب بازماندن توانایی سرمایه‌گذاران از تفسیر گزارش‌های مالی

<sup>۱</sup> Cost of Capital

<sup>۲</sup> Readability of Financial Reporting

<sup>۳</sup> Management Obfuscation Hypothesis

سالانه می‌شود. لذا، شرکت‌هایی که خوانایی گزارش‌های مالی آنها کمتر است از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی بالاتری دارند. در نتیجه، هزینه سرمایه بالاتری را متحمل می‌شوند (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱).

علاوه بر این، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه سرمایه به محتوای اطلاعات منتشر شده از یک شرکت (یعنی، اخبار خوب یا بد) بستگی دارد (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱؛ جانستون، ۲۰۱۶؛ جانستون، ۲۰۱۵؛ مجتهدزاده و اثنی عشری، ۱۳۹۴). به‌طور خاص، اگر اطلاعات ارزیابی سرمایه‌گذار را در مورد بازده مورد انتظار تغییر دهد، اخبار بد (خوب) می‌تواند عدم اطمینان بازده مورد انتظار آینده را افزایش (کاهش) دهد و بنابراین، محرک هزینه سرمایه بالاتر (پایین‌تر) شود (جانستون، ۲۰۱۶). کلاتورثی و جونز (۲۰۰۳) معتقدند که لحن و استفاده از واژگان در انعکاس اخبار نقش حائز اهمیتی در برداشت سرمایه‌گذاران و سهامداران ایفا می‌نماید. لحن و آهنگ خوش‌بینانه (بدبینانه) در افشای روایت‌های<sup>۱</sup> شرکت، نوعی از مدیریت برداشت (ادراک)<sup>۲</sup> تلقی می‌شود که حاوی انعکاس اخبار مثبت (منفی) به ذینفعان است (آلی و همکاران، ۲۰۱۸؛ هوگیمسترا، ۲۰۰۰؛ میرزائی و همکاران، ۱۳۹۹). هیلی و وال (۱۹۹۹)، مدیریت برداشت را استفاده از قضاوت مدیران شرکت‌ها در فرآیند گزارشگری مالی برای تغییر استراتژیک گزارش‌های مالی به منظور گمراه کردن سهامداران توصیف می‌کنند. بنابراین، اگر خوانایی کمتر گزارش‌های مالی شرکت، توانایی سرمایه‌گذاران را در مورد تخمین بازده مورد انتظار تغییر دهد، لحن افشای بدبینانه گزارش‌های مالی (به‌عنوان معیار اخبار بد) می‌تواند ریسک اطلاعات این شرکت‌ها را افزایش و به هزینه سرمایه بالاتر منجر شود (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱).

با توجه به مطالب پیش‌گفته، این پرسش‌ها مطرح می‌شود که آیا خوانایی گزارش‌های مالی می‌تواند عامل مهمی در هزینه سرمایه شرکت‌ها باشد؟ همچنین، آیا لحن گزارشگری مالی می‌تواند ارتباط بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد؟ بر این اساس، هدف اصلی پژوهش حاضر، فراهم کردن شواهدی برای پاسخ‌گویی به پرسش‌های مطرح شده درباره تأثیر لحن گزارشگری مالی بر ارتباط بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. مفهوم هزینه سرمایه نه تنها یک معیار سرمایه‌گذاری است، بلکه در ارزیابی عملکرد مالی مدیریت نیز استفاده می‌شود. آشنایی با عوامل تأثیرگذار بر هزینه سرمایه می‌تواند مدیریت را در افزایش ارزش سهام شرکت یاری رساند. در عصری که شرکت‌ها برای بقا در بازارهای رقابتی با چالش‌های فراوانی روبه‌رو

<sup>۱</sup> Narrative Disclosure

<sup>۲</sup> Impression Management Theory

هستند، شناسایی عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه شرکت‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است و می‌تواند ذی‌نفعان سازمان‌ها را در امر برنامه‌ریزی یاری رساند. وجه تمایز و نوآوری مقاله حاضر نسبت به پژوهش‌های داخلی از جمله دریائی و ایمنی (۱۴۰۲) و داداشی و نوروزی (۱۳۹۹)، تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی لحن گزارشگری مالی است که ضروری است مورد بررسی تجربی قرار گیرد تا بتوان بر اساس یافته‌ها، برنامه‌ریزی‌های بهتری انجام داد. زیرا همانطور که پیشتر بیان شد ممکن است مدیران به‌گونه‌ای فرصت‌طلبانه برای گمراه کردن سرمایه‌گذاران و مخفی کردن عملکرد ضعیف خود با انگیزه‌های استراتژیک، به مدیریت لحن افشاهای کیفی گزارش‌های مالی بپردازند. بنابراین، آگاه‌سازی سرمایه‌گذاران در رابطه با اهداف استراتژیک پشت پرده مدیران در استفاده از لحن و همچنین، خوانایی گزارش‌های مالی امری الزامی به‌نظر می‌رسد.

در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مورد آزمون و روش‌های به‌کار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

خوانایی، مشخصه اصلی اطلاعات متنی است که به‌طور فراگیر در زمینه‌های مختلف مشاهده شده است (لیو و همکاران، ۲۰۱۸). با این حال، تعریف دقیق و جامعی از خوانایی وجود ندارد. برای مثال، در زمینه‌های ارتباطات، روانشناسی و آموزش، خوانایی به‌عنوان سهولت درک یک پیام قابل نسبت به سبک نوشتن تعریف می‌شود (دو تویت، ۲۰۱۷؛ بارت و لیوفلر، ۱۹۷۹). برخی از نویسندگان از سبک نگارش، انسجام و سازماندهی گزارش‌ها برای شناسایی خوانایی استفاده می‌کنند (کلاره، ۱۹۶۳). عده‌ای به مخاطبان هدف گزارش‌ها برای تصمیم‌گیری درباره سبک نگارش و واژگان اشاره می‌کنند. برخی دیگر بر این باورند که خوانایی مستلزم ترکیبی از عناصر مختلف از سبک‌های نوشتاری گرفته تا واژگان و نویسندگان است (دوبی، ۲۰۰۷). به اعتقاد دیویسون و کانتور (۱۹۸۲)، «دانش پیش‌زمینه فرض شده در خواننده» مهم‌تر از «تلاش برای متناسب کردن متن با سطحی از خوانایی تعریف شده به‌وسیله یک فرمول» است. لوقران و مک‌دونالد (۲۰۱۴)، خوانایی را به‌عنوان توانایی سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران فردی برای درک اطلاعات مربوط به ارزش‌گذاری از یک افشای مالی تعریف می‌کنند. از نظر گزارشگری مالی، خوانایی بیانگر کلمات، جملات و قالب‌بندی یک نوشتار است که بر توانایی ذینفعان یک شرکت در استفاده از آن برای تصمیم‌گیری آگاهانه اقتصادی تأثیر می‌گذارد (کمیسون بورس و اوراق بهادار آمریکا، ۱۹۹۸).

پژوهش رجیبا و همکاران (۲۰۲۱) نشان داده است که خوانایی گزارشگری مالی یکی از عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه شرکت‌هاست. هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را تأمین کند. شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه ناخواناتری را افشا می‌کنند، احتمالاً از عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری برخوردارند. فرض اصلی این استدلال آن است که مدیران این شرکت‌ها تمایل دارند تا به‌طور استراتژیک گزارش‌های سالانه را ساختار بندی کنند (برای نمونه، استفاده از نثر غیرطبیعی) تا عملکرد ضعیف خود را مبهم کرده یا اخبار بد را از سرمایه‌گذاران پنهان کنند (به‌عنوان مثال، لو و همکاران، ۲۰۱۷؛ لی، ۲۰۰۸). همچنین، گزارش‌های سالانه ناخواناتر درک استفاده‌کنندگان از عملکرد آینده شرکت را تغییر می‌دهند و قضاوت‌های آنها را منحرف می‌کنند. رنکمپ (۲۰۱۲) نشان داد خوانایی کم گزارش‌های سالانه، باور سرمایه‌گذاران به این موضوع که می‌توانند به اطلاعات افشا شده تکیه کنند را کاهش می‌دهد که این امر بر قضاوت‌ها و تصمیمات بعدی آنها نیز تأثیر می‌گذارد. به‌طور خلاصه، خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و افشای پیچیده‌تر شرکت‌ها سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و نقصان آگاهی سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت می‌گردد و موجب بازماندن توانایی سرمایه‌گذاران از تفسیر گزارش‌های مالی سالانه می‌شود (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱). لذا، شرکت‌هایی که خوانایی گزارش‌های مالی آنها کمتر است از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی بالاتری دارند. در نتیجه، هزینه سرمایه بالاتری را متحمل می‌شوند.

از طرفی، پژوهش‌ها نشان می‌دهد این دیدگاه عمومی که هرچه کیفیت گزارشگری مالی افزایش یابد هزینه سرمایه کاهش می‌یابد، به دو دلیل همراه‌کننده است (لارسون و رسوتک، ۲۰۱۷؛ جانستون، ۲۰۱۶؛ جانستون، ۲۰۱۵؛ بولو و همکاران، ۱۳۹۹؛ مجتهدزاده و اثنی عشری، ۱۳۹۴؛ خالقی مقدم و خالق، ۱۳۸۸). اول، اطلاعات با دقت بالا یا کیفیت بیزین<sup>۱</sup> می‌تواند باعث افزایش عدم اطمینان و در نتیجه بازده مورد انتظار بالاتر شود. منطق بیزین<sup>۲</sup> نشان می‌دهد که بهترین اطلاعات موجود اغلب می‌تواند تصمیم‌گیرندگان را در مورد رویدادهای آینده کمتر مطمئن کند. در مواردی که اطلاعات واقعاً اطمینان‌زایی به همراه می‌آورد، برآوردهای مطمئن‌تر از بازده‌های نقدی آتی می‌تواند گاهی اوقات هزینه سرمایه بالاتری را به همراه داشته باشد. این حالت زمانی اتفاق می‌افتد که اطلاعات جدید یا بهتر به کاهش کافی سود مورد انتظار شرکت منجر شود. دوم، در صورتی که اطلاعات افزایشی واقعاً منجر به اطمینان بیشتر در مورد جریان‌های نقدی آتی شرکت می‌شود، تنها زمانی می‌توان برای کاهش هزینه سرمایه به این اطمینان بیشتر اعتماد کرد

<sup>۱</sup> Bayesian quality

<sup>۲</sup> Bayesian logic

که علامتی که بر آن استوار است «مثبت» باشد (یعنی، خبر خوب). برای علامت‌های به اندازه کافی «منفی»، تعمیم مخالف درست است. بنابراین، نتیجه (مشروط) هزینه سرمایه نه تنها به کیفیت علامت (به‌طور کلی، یک علامت بهتر تأثیر بارزتری بر باورهای سرمایه‌گذار خواهد داشت) بلکه به جهت آن علامت یا به‌عبارت دیگر به آنچه «می‌گوید» (یعنی، «خبر خوب» یا «خبر بد») نیز بستگی دارد. در نتیجه، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه سرمایه به محتوای اطلاعات منتشر شده از یک شرکت (یعنی، اخبار خوب یا بد) بستگی دارد (جانستون، ۲۰۱۶).

در این راستا، مرکل دیویس و برنان (۲۰۰۷) با تکیه بر استراتژی مدیریت برداشت، بیان می‌کنند که انعکاس اخبار، و برداشت و تصور بازار سرمایه از عملکردهای شرکت متأثر از به-کارگیری واژگان و لحن در گزارشگری است. بنابراین، اگر خوانایی کمتر گزارش‌های مالی، توانایی و ارزیابی سرمایه‌گذار را برای ترسیم پیش‌بینی‌های دقیق عملکرد آتی شرکت و در نتیجه، برآورد بازده مورد انتظار تضعیف می‌کند، لحن افشای منفی و بدبینانه (مثبت و خوش‌بینانه) گزارش‌های مالی، به‌عنوان معیاری برای اخبار بد (خوب)، می‌تواند عدم اطمینان بازده مورد انتظار آینده (به‌عبارت دیگر، ریسک اطلاعات) را افزایش (کاهش) دهد و بنابراین، محرک هزینه سرمایه بالاتر (پایین‌تر) شود (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱). به‌طور خلاصه، انتظار می‌رود لحن بدبینانه گزارش‌های مالی بر رابطه بین خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده افزایشی داشته باشد.

مشابه کلمات منفی<sup>۱</sup>، کلمات نامطمئن<sup>۲</sup> نیز ممکن است رابطه بین کیفیت اطلاعات و هزینه سرمایه را تغییر دهند. شواهد تجربی نشان می‌دهند افزایش در ریسک افشا متنی<sup>۳</sup>، ریسک ادراک استفاده‌کنندگان<sup>۴</sup> را افزایش می‌دهد. به‌عنوان مثال، افزایش در ریسک افشا متنی که با شمارش کلمات ریسک و عدم اطمینان اندازه‌گیری می‌شود منجر به سودهای آتی پایین‌تر و بازده‌های ضعیف آتی سهام می‌شود (لی، ۲۰۰۶). همچنین، تغییرات در ریسک افشا متنی به‌طور مثبت با تغییرات در نوسان بازده سهام، تغییرات در حجم معاملات و تغییرات در نوسان تجدیدنظرهای پیش‌بینی تحلیلگران مرتبط است (کراوت و موسلو، ۲۰۱۳). در راستای این دیدگاه که لحن مبهم (یعنی، نامطمئن/وجهی ضعیف)<sup>۵</sup> می‌تواند ریسک اطلاعات درک شده شرکت را افزایش دهد، لوقران و مک دونالد (۲۰۱۱) نشان دادند که بخش بزرگی از کلمات نامطمئن و وجهی ضعیف در گزارش‌های مالی منجر به نوسان بالاتر بازده سهام می‌شود.

<sup>۱</sup> Negative words

<sup>۲</sup> Uncertain

<sup>۳</sup> Textual risk disclosure

<sup>۴</sup> Users' risk perceptions

<sup>۵</sup> Ambiguous (i.e., uncertain/weak modal) tone



در مجموع، پژوهش‌های فوق نشان می‌دهد که استفاده شرکت‌ها از کلمات منفی، نامطمئن یا وجهی ضعیف در افشای اطلاعات شرکت، دامنه پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاران از عملکرد آتی را افزایش و اعتماد سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌هایشان را کاهش می‌دهد. در نتیجه، لحن منفی یا مبهم (نامطمئن/ وجهی ضعیف) افشای شرکت می‌تواند ریسک اطلاعات درک شده شرکت را افزایش و سپس توسط سرمایه‌گذاران قیمت‌گذاری شود. بنابراین، اثر سطح خوانایی کمتر گزارش‌های مالی بر هزینه سرمایه شرکت با میزان کلمات منفی، نامطمئن، یا وجهی ضعیف در گزارش‌های مالی افزایش می‌یابد (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱).

### پیشینه پژوهش‌های خارجی

ارطغرول و همکاران (۲۰۱۷) از فهرست کلمات لوقران و مک دونالد (۲۰۱۱) برای بررسی تأثیر لحن مبهم گزارش‌های سالانه بر هزینه بدهی شرکت‌ها استفاده کردند. آنان دریافتند که استفاده مدیریت از لحن نامطمئن (منعکس‌کننده عدم دقت) و لحن وجهی ضعیف (منعکس‌کننده عدم اطمینان) در گزارش‌های شرکت با شرایط قراردادی سخت‌گیرانه‌تر در وام‌های بانکی و هزینه بالاتر استقراض مرتبط است.

بونسال و میلر (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «تأثیر افشای روایت خوانایی بر رتبه‌بندی اوراق قرضه و هزینه بدهی سرمایه» با استفاده از فرهنگ لغت تحلیل متنی لوقران و مک دونالد (۲۰۱۱) نشان دادند استفاده شرکت‌ها از زبان نامطمئن در افشای تجاری با هزینه بالاتر تأمین مالی اوراق قرضه شرکت، رتبه‌بندی اوراق قرضه با مطلوبیت کمتر و اختلاف نظر بیشتر بین مؤسسات رتبه‌بندی اوراق قرضه همراه است.

گارل و همکاران (۲۰۱۹) و آجینا و همکاران (۲۰۱۶)، تأثیر افشای متنی گزارش‌های سالانه را بر هزینه سرمایه سهام، بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد شرکت‌هایی که گزارش‌های سالانه با خوانایی کمتری منتشر می‌کنند با هزینه بیشتری برای تأمین مالی سهام مواجه هستند. یافته‌های ایرتیسام و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «لحن مدیریت و عدم تقارن اطلاعاتی» نشان می‌دهد استفاده شرکت‌ها از لحن منفی، نامطمئن و وجهی ضعیف در گزارش‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی بین معامله‌گران پیچیده (خبره و ماهر)<sup>۱</sup> و غیرپیچیده (ساده) را کاهش می‌دهد. شواهد آنها بیانگر آن است که استفاده از لحن مبهم، توانایی معامله‌گران پیچیده را برای استخراج اطلاعات مفید از گزارش‌های شرکت کاهش می‌دهد و این مزیت اطلاعاتی آنها را نسبت به معامله‌گران غیرپیچیده پایین می‌آورد.

<sup>۱</sup> Sophisticated

نتایج پژوهش آتاناساکو و همکاران (۲۰۲۰) که به بررسی روایت‌های گزارش سالانه و هزینه سرمایه سهام پرداختند حاکی از رابطه U شکل بین هزینه حقوق صاحبان سهام و سطح افشا در روایت‌های گزارش سالانه است.

رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، رابطه بین خوانایی گزارش‌های سالانه و هزینه سرمایه سهام را بررسی کردند. یافته‌های آنان بیانگر آن است که گزارش‌های متنی پیچیده توانایی سرمایه‌گذاران برای پردازش و تفسیر گزارش‌های سالانه را کاهش می‌دهد که منجر به ریسک اطلاعات بیشتر و در نتیجه هزینه بالاتر تأمین مالی سهام می‌شود. همچنین، اثر پیچیدگی گزارش‌های سالانه بر هزینه سرمایه سهام زمانی بیشتر است که لحن افشا منفی‌تر یا مبهم‌تر باشد.

چن و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان «خوانایی گزارش‌های سالانه و قیمت‌گذاری نادرست سهام» نشان دادند از آنجا که خوانایی کم گزارش‌های سالانه مانع از جذب کارآمد و دقیق اطلاعات به قیمت سهام می‌شود، گزارش‌های سالانه کمتر قابل خواندن با قیمت‌گذاری نادرست بیشتر سهام همراه است. این ارتباط هم به کاهش قیمت سهام و هم به قیمت بیش از حد سهام گسترش می‌یابد. تجزیه و تحلیل مقطعی آنان نشان می‌دهد که ارتباط بین گزارش‌های سالانه کمتر قابل خواندن و قیمت‌گذاری پایین‌تر سهام زمانی برجسته می‌شود که مالکیت سهام سرمایه‌گذاران فردی بالا باشد. در حالی که، ارتباط بین گزارش‌های سالانه کمتر قابل خواندن و قیمت‌گذاری بیش از حد سهام زمانی تضعیف می‌شود که تحلیلگران مالی باتجربه‌تر یک شرکت را دنبال می‌کنند.

### پیشینه پژوهش‌های داخلی

نتایج پژوهش پورکریم و همکاران (۱۳۹۸) با عنوان «تأثیر حاکمیت شرکتی بر لحن گزارشگری مالی» نشان می‌دهد هر قدر حاکمیت شرکتی قوی‌تر باشد، لحن بدبینانه در گزارشگری مالی بیشتر می‌شود. به عبارت دیگر، حاکمیت شرکتی قوی موجب جلوگیری از فرصت‌طلبی مدیرانی می‌شود که از طریق لحن به مدیریت ادراک استفاده‌کنندگان می‌پردازند.

داداشی و نوروزی (۱۳۹۹) به بررسی اثر میانجی خوانایی گزارشگری مالی بر رابطه بین مدیریت سود و هزینه سرمایه پرداختند. یافته‌های آنان حاکی از آن است که خوانایی گزارشگری مالی اثر میانجی کامل بر رابطه بین مدیریت سود و هزینه سرمایه دارد.

دریائی و ایمنی (۱۴۰۲) در پژوهشی تأثیر خوانایی گزارشگری مالی بر هزینه سرمایه بالا را با در نظر گرفتن نقش کیفیت گزارشگری مالی مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از رگرسیون لاجیت نشان می‌دهد که خوانایی گزارشگری مالی رابطه معناداری با هزینه سرمایه بالا ندارد. در حالی که، اثر تعاملی کیفیت گزارشگری مالی و خوانایی می‌تواند هزینه سرمایه بالا

را کاهش دهد. علاوه بر این، نقش اثر تعاملی کیفیت گزارشگری مالی و خوانایی بر هزینه سرمایه بالا در بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا بسیار با اهمیت‌تر از شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین می‌باشد. همچنین، خوانایی گزارشگری مالی رابطه غیرخطی معناداری با هزینه سرمایه بالا ندارد.

مرور مبانی نظری پژوهش نشان می‌دهد اتفاق نظر یکسانی در مورد تأثیر کیفیت اطلاعات بر هزینه سرمایه وجود ندارد و تفاوت‌های محیطی بین بازارها، فرهنگ و ویژگی‌های سازمانی متفاوت، ممکن است منجر به تفاوت‌های معناداری شود. عمده پژوهش‌های انجام شده پیشین صرفاً بر اطلاعات عددی مندرج در گزارش‌های مالی تمرکز کرده‌اند و جنبه‌های نگارشی این گزارش‌ها غالباً نادیده گرفته شده‌اند. مطالعه حاضر با استفاده از معیارهای کیفیت اطلاعات که ریشه در ادبیات رو به رشد افشای متنی دارد به این بحث کمک می‌کند. هرچند مطالعاتی در زمینه خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه در کشورهای دیگر انجام گرفته است اما شواهد مربوط در یک اقتصاد توسعه‌یافته را نمی‌توان به راحتی به بازارهای در حال توسعه مانند ایران که ساختار بازار و مفروضات بازار سرمایه در آنها ممکن است متفاوت باشد؛ تعمیم داد. علاوه بر این، بررسی نقش تعدیلگری لحن گزارشگری مالی بر رابطه بین خوانایی گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه در هیچ‌یک از پژوهش‌های داخلی مورد بررسی قرار نگرفته است. لذا، در پژوهش حاضر به این مهم پرداخته شده است. در خصوص لحن گزارشگری مالی و تأثیر آن بر پیامدهای شرکت در داخل کشور پژوهش‌های بسیار محدودی انجام شده است. لذا، بررسی این موضوع از ضرورت و اهمیت برخوردار است.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

طبق بیانیه مفهومی شماره یک هیئت استانداردهای حسابداری مالی، گزارشگری مالی باید اطلاعات سودمندی فراهم کند که سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه را در انجام تصمیم‌گیری‌های منطقی یاری رساند. اطلاعات زمانی سودمند و مفید خواهند بود که از نظر استفاده‌کنندگان به آسانی قابل درک و فهم باشند. قابل فهم بودن یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری می‌باشد. یکی از عوامل مهم برای دستیابی به اطلاعات قابل فهم این است که شخص هنگام مطالعه، بتواند به درستی آن را بخواند و اطلاعات آن را به راحتی پردازش کند (باقری ازغندی و همکاران، ۱۳۹۷). از این قابلیت در مبانی نظری دهه اخیر، با عنوان «خوانایی» یاد می‌شود. پژوهش‌های اخیر نشان داده است میزان خوانایی گزارش‌های مالی معیاری است که از طریق آن می‌توان کیفیت گزارشگری مالی را اندازه‌گیری کرد (به‌عنوان مثال، رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱؛ عزت، ۲۰۱۹؛ لیو و همکاران، ۲۰۱۸؛ برگر، ۲۰۱۱؛ بیر و همکاران، ۲۰۱۰؛ کور، ۲۰۰۱؛ کمیسیون

بورس و اوراق بهادار آمریکا، ۱۹۹۸؛ دریائی و ایمنی، ۱۴۰۲؛ رمضان احمدی و همکاران، ۱۴۰۱؛ بشیری منش و صمیمی، ۱۴۰۰؛ باغومیان و همکاران، ۱۴۰۰. هرچه خوانایی گزارش‌های مالی بالاتر باشد فهم و درک آنها برای استفاده‌کنندگان راحت‌تر خواهد بود و به بهبود تصمیم‌گیری آنها کمک خواهد کرد. خوانایی کمتر گزارش‌های مالی سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی شده و احتمالاً توانایی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را برای ترسیم پیش‌بینی‌های دقیق عملکرد آتی شرکت تضعیف می‌کند. بنابراین، شرکت‌هایی که خوانایی گزارش‌های مالی آنها کمتر است از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی بالاتر و در نتیجه، هزینه سرمایه بالاتری دارند (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱).

علاوه بر این، رابطه بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه به لحن افشای گزارشگری مالی نیز بستگی دارد. مدیران از گونه‌های زبان‌شناسی همچون لحن خوش‌بینانه/بدبینانه در گزارش‌های کیفی، تشریحی و حتی شفاهی به‌عنوان شکلی از ادراک هدف‌دار، عمدی و آگاهانه، به‌منظور دستکاری و ایجاد انحراف در ادراک استفاده می‌کنند (پورکریم و همکاران، ۱۳۹۷). تفاوت لحن خوش‌بینانه و لحن بدبینانه در گزارشگری مالی شرکت‌ها مبتنی بر عملکردهای مالی است. استفاده شرکت‌ها از لحن بدبینانه در افشای اطلاعات شرکت، دامنه پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاران از عملکرد آتی را افزایش و اعتماد سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌هایشان را کاهش می‌دهد. بنابراین، اگر خوانایی کمتر گزارش‌های مالی شرکت، ارزیابی سرمایه‌گذار را در مورد بازده مورد انتظار تغییر دهد، لحن افشای بدبینانه می‌تواند عدم اطمینان بازده مورد انتظار آینده (به‌عبارت دیگر، ریسک اطلاعات) این شرکت‌ها را افزایش دهد و بنابراین، محرک هزینه سرمایه بالاتر شود (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱).

با توجه به مبانی نظری ذکر شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است.  
**فرضیه اول:** بین خوانایی کمتر گزارش‌های مالی<sup>۱</sup> و هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** لحن بدبینانه گزارش‌های مالی بر شدت رابطه بین خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده افزایشی دارد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

<sup>۱</sup> طبق تعریف عملیاتی متغیر، ارتباط بین شاخص فوگ و سطح خوانایی گزارش‌های مالی معکوس است. هرچه شاخص فوگ بالاتر باشد نمایانگر خوانایی کمتر گزارش‌های مالی است. در نتیجه، در بررسی فرضیه‌ها خوانایی کمتر عنوان شده است.

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع کاربردی است. جامعه آماری پژوهش، همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا پایان سال ۱۴۰۱ است. از آنجا که برای اندازه‌گیری بعضی از متغیرهای پژوهش (رشد فروش، بتا بازار) از اطلاعات چند سال قبل از سال مورد بررسی استفاده شده است، به این اطلاعات از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ نیاز است. مراحل انتخاب شرکت‌های مورد بررسی به روش حذف سیستماتیک در جدول شماره ۱ ارائه شده است. با توجه به محدودیت‌های بیان شده، ۱۰۵ شرکت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند. داده‌های مربوط به قیمت سهام، بازده ماهانه سهام و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (که در صورت‌های مالی شرکت‌ها موجود نیست و اطلاعات بازاری هستند) از سایت بورس و کدال استخراج و با نرم‌افزار رهاورد نوین تطابق داده شدند و بقیه متغیرها از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها و سایر گزارش‌های منتشره در تارنمای شرکت‌ها، کدال و سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. پس از جمع‌آوری داده‌ها، برای جمع‌بندی و محاسبات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است. سپس تجزیه و تحلیل نهایی به وسیله الگوهای رگرسیونی چند متغیره و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز انجام شده است.

جدول ۱: مراحل انتخاب شرکت‌های مورد بررسی

شرکت باقیمانده	شرح
۶۰۰	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۱
۴۸۴	شرکت‌ها حداقل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲۵۸	شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش در بورس فعال بوده باشند.
۱۹۸	سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند بوده و طی دوره مورد نظر سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
۱۴۳	شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ و شرکت‌های صنعت بیمه جزء شرکت‌های مورد بررسی نباشند.
۱۳۲	وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.
۱۱۵	ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها مثبت باشد.
۱۰۵	داده‌های مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشند.

به پیروی از مطالعه رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگو (۱) به شرح ذیل استفاده شده است.

الگو (۱)

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 READ_{it} + \beta_2 Dis\_Tone_{it} + \beta_3 READ_{it} \times Dis\_Tone_{it} + \beta_4 BETA_{it} + \beta_5 BTM_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 BIG\_N_{it} + \beta_9 LOSS_{it} + \varepsilon_{it}$$

در الگوی فوق؛

هزینه سرمایه متغیر وابسته پژوهش است که برای محاسبه آن از میانگین موزون هزینه سرمایه (رابطه ۱) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$WACC_{it} = \left( \frac{V_e}{V_d + V_e} \right) \times R_e + \left( \frac{V_d}{V_d + V_e} \right) \times R_d \times (1 - T)$$

$V_e$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛  $V_d$  ارزش دفتری بدهی‌ها؛  $R_e$  نرخ هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام؛  $R_d$  نرخ هزینه سرمایه بدهی‌ها؛  $T$  نرخ مؤثر مالیات.

جهت محاسبه هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام ( $R_e$ ) از مدل گوردون (رابطه ۲) استفاده شده است.

رابطه (۲)

$$R_e = \frac{D_1}{P} + g$$

$R_e$  نرخ بازده مورد انتظار سهامداران؛  $D_1$  سود سهام مورد انتظار سال آتی که برابر است با  $(1 +$  نرخ رشد مورد انتظار)  $\times [DPS]$ ؛  $P$  قیمت سهام در ابتدای سال؛  $g$  نرخ رشد مورد انتظار که معادل میانگین معمولی رشد فروش طی ۳ سال گذشته است.

جهت محاسبه هزینه بدهی ( $R_d$ ) از نسبت هزینه‌های مالی به تسهیلات کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت استفاده شده است.

### متغیر مستقل

خوانایی گزارشگری مالی (READ) متغیر مستقل پژوهش است که برای محاسبه آن از معیار فوگ (FOG) استفاده شده است. از این معیار در پژوهش‌های اسدیان اوغانی و کریمی شالقونی (۱۴۰۲) و حسین‌پور و همکاران (۱۴۰۰) نیز بهره گرفته شده است. شاخص فوگ با استفاده از رابطه (۳) به شرح ذیل محاسبه شده است.

رابطه (۳)

(میانگین تعداد کلمات در هر جمله + درصد کلمات پیچیده)  $\times 0.4 =$  شاخص فوگ

فرایند و نحوه تعیین سطح خوانایی گزارش‌های مالی در شاخص فوق به‌ترتیب زیر است:

۱) انتخاب یک نمونه یکصد کلمه‌ای از ابتدا، یک نمونه یکصد کلمه‌ای از وسط و یک نمونه یکصد کلمه‌ای از اواخر گزارش به‌صورت تصادفی؛ ۲) شمارش تعداد جملات هر یک از نمونه‌ها؛ ۳) مشخص کردن متوسط طول جملات از طریق تقسیم تعداد کلمات به تعداد جملات کامل هر نمونه یکصد کلمه‌ای؛ ۴) شمارش تعداد کلمات سه‌هجایی و بیش از سه‌هجایی موجود (کلمات پیچیده) در هر کدام از متون یکصد کلمه‌ای؛ ۵) جمع کردن تعداد کلمات پیچیده با تعداد متوسط کلمات در جملات؛ ۶) ضرب کردن حاصل جمع تعداد کلمات دشوار و متوسط کلمات در جملات

با عدد ثابت ۰/۴؛ ۷) انجام محاسبات بندهای ۴، ۵ و ۶ برای دو نمونه یکصد کلمه‌ای دیگر؛ ۸) محاسبه میانگین نتایج هر سه نمونه از طریق جمع کردن و تقسیم به تعداد (فضل‌الهی و ملکی توانا، ۱۳۸۹).

رابطه بین شاخص فوگ و سطح خوانایی بدین شرح است که:  $FOG \geq 18$  یعنی متن قابل خواندن نبوده و بسیار پیچیده است؛ ۱۴-۱۸ (متن سخت)؛ ۱۲-۱۴ (متن مناسب)؛ ۱۰-۱۲ (متن قابل قبول) و ۸-۱۰ (متن آسان) است.

### متغیر تعدیلگر

لحن گزارشگری مالی (Dis\_Tone) متغیر تعدیلگر پژوهش است. برای اندازه‌گیری لحن گزارشگری مالی، گزارش‌های سالانه هیأت مدیره مطالعه و تعداد واژه‌های بدبینانه، خوش‌بینانه و کل واژه‌های هر گزارش به صورت دستی استخراج شدند. سپس تعداد واژه‌های بدبینانه و خوش‌بینانه در هر گزارش به طور جداگانه بر تعداد کل واژه‌ها تقسیم شدند و نسبت‌هایی به دست آمد. طبق روش فلدمن و همکاران (۲۰۱۰) و داویس و تاماسوییت (۲۰۱۲) در گزارش‌های توضیحی حسابداری، هرگاه نسبت واژه‌های بدبینانه بر تعداد کل واژه‌ها، بیشتر از نسبت واژه‌های خوش‌بینانه بر کل واژه‌ها باشد، لحن گزارش بدبینانه است (که ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر گرفته است) و برعکس (پورکریم و همکاران، ۱۳۹۷). نمونه واژه‌های بدبینانه و خوش‌بینانه گزارش‌های سالانه هیأت مدیره که ملاک تشخیص لحن گزارشگری مالی در نظر گرفته شده، در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: فهرست واژه‌های مرتبط با لحن بدبینانه و خوش‌بینانه (منبع: پورکریم و همکاران، ۱۳۹۸)

فهرست واژه‌های مرتبط با لحن بدبینانه
بی‌ثبات (ناپایدار)، سختی، مشکل، ضعف (نقص)، سوءاستفاده، هشدار، ورشکسته‌شدن، تنزل، تهدید، متأسفانه، نمی‌توان، نباید، انجام ندادن، نه، هیچ (صفر)، گران، زیان، سخت (پیچیده).
فهرست واژه‌های مرتبط با لحن خوش‌بینانه
بهبود، سودآور، توانا، مطلوب، خوب، عالی، مثبت، قوی، موفق، تحسین، اعتماد به نفس، خوشحال، راضی، تعهد، فداکاری، وفاداری، بهره‌وری، پیشرفت، کیفیت، بهترین.

### متغیرهای کنترلی

به دنبال مطالعات قبلی (رجیبا و همکاران، ۲۰۲۱؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱؛ دهالیوال و همکاران، ۲۰۰۶؛ هایل و لئوز، ۲۰۰۶)، تعدادی از متغیرهای کنترلی که ممکن است به طور سیستماتیک بر هزینه سرمایه تأثیر قابل توجهی داشته باشند، در تحلیل گنجانده شده‌اند.

بتا بازار (BETA): این متغیر بر مبنای نسبت کوواریانس بین بازده سهام شرکت و بازده پرتفوی بازار به واریانس بازده پرتفوی بازار، بر اساس بازده ماهانه سهام طی ۳۶ ماه گذشته به دست آمده است. لازم به ذکر است که اطلاعات بازده ماهانه سهام بر اساس داده‌های سرور بورس و کدال محاسبه شده و با مقادیر نرم‌افزار رهاورد نوین نیز تطابق داده شده است.

نسبت ارزش دفتری به بازار (BTM): نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی‌های بلندمدت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

کیفیت حسابداری (BIG\_N): متغیر مجازی که اگر حسابرسان شرکت، سازمان حسابداری باشد ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر لحاظ شده است.

زیان خالص (Loss): متغیر مجازی که اگر شرکت برای دوره زمانی  $t$ ، زیان گزارش کند ارزش یک و در غیراینصورت ارزش صفر گرفته است.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه و در جدول شماره ۳ ارائه شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود میانگین شاخص خوانایی فوگ برابر ۱۸/۹۷۲ است که در دسته پیچیده قرار دارد. میانگین لحن گزارشگری مالی با مقدار ۰/۱۲۴ نشان می‌دهد حدود ۱۲ درصد از شرکت‌های بررسی شده از لحن گزارشگری بدبینانه برخوردارند. میانگین بتا بازار با مقدار ۰/۷۶۴ بیانگر آن است که شرکت‌های بررسی شده از ریسک سیستماتیک سهام بالایی برخوردارند. متوسط فرصت‌های رشد شرکت‌ها حدود ۳۵ درصد است. به‌طور متوسط طی یک سال ۱۶ درصد از حسابرسان شرکت‌ها را سازمان حسابداری انجام می‌دهد. میانگین زیان خالص نیز حاکی از آن است که به‌طور متوسط طی یک سال حدود ۶ درصد از شرکت‌های مورد بررسی، زیان خالص گزارش کرده‌اند. با توجه به نتایج، متغیر خوانایی گزارشگری مالی با انحراف معیار ۳/۳۶۸ دارای بیشترین پراکندگی از میانگین و متغیر اهرم مالی با انحراف معیار ۰/۰۵۷ دارای کمترین پراکندگی از میانگین است. همچنین، همه متغیرها چوله به سمت راست هستند. به عبارت دیگر، میانگین متغیرها بیشتر از میانه آنهاست. در بررسی ضریب کشیدگی دیده می‌شود که تمام متغیرهای مورد بررسی، دارای ضریب کشیدگی مثبت یعنی بلندتر از توزیع نرمال می‌باشند.



جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
هزینه سرمایه	۰/۳۳۱	۰/۲۵۳	۶/۷۶۸	-۰/۲۹۰	۰/۳۶۱	۹/۱۸۰	۱۴۶/۴۷۹
خوانایی گزارشگری مالی	۱۸/۹۷۲	۱۸/۶۲۰	۳۱/۵۹۰	۱۱/۷۷۰	۳/۳۶۸	۰/۳۷۲	۲/۵۴۷
لحن گزارشگری مالی	۰/۱۲۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۳۰	۲/۲۸۴	۶/۲۱۸
بنا بازار	۰/۷۶۴	۰/۷۰۳	۳/۰۵۲	-۰/۶۰۳	۰/۵۳۲	۰/۶۵۳	۴/۰۱۶
نسبت ارزش دفتری به بازار	۰/۳۴۸	۰/۲۸۷	۱/۶۶۵	۰/۰۰۸	۰/۲۵۰	۱/۱۰۵	۴/۵۴۷
اندازه شرکت	۱۴/۹۱۸	۱۴/۶۷۶	۲۱/۳۲۸	۱۱/۱۹۸	۱/۵۵۰	۰/۹۱۵	۴/۷۱۴
اهرم مالی	۰/۰۵۴	۰/۰۳۵	۰/۴۱۲	۰/۰۰۰	۰/۰۵۷	۲/۴۹۱	۱۰/۹۹۵
کیفیت حسابداری	۰/۱۵۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۶۶	۱/۸۶۳	۴/۴۷۱
زیان خالص	۰/۰۶۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۳۷	۳/۷۱۱	۱۴/۷۶۸

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبل از تخمین الگوها، بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی، حائز اهمیت اساسی است. در داده‌های ترکیبی زمانی که حجم نمونه آماری بیشتر از ۳۰ مشاهده باشد، توزیع جملات اخلاص به توزیع نرمال نزدیک می‌شود. در این حالت، با توجه به قضیه حد مرکزی، حتی اگر جملات اخلاص دارای توزیع نرمال نباشند ضرایب واریانس، حداقل بوده و کارا هستند. همین دو ویژگی برای تصمیم‌گیری در خصوص فرضیه‌هایی که با استفاده از ضرایب مدل آزمون می‌شوند، کافی است (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹). لذا، با توجه به اینکه تعداد مشاهدات ۷۳۵ سال - شرکت و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار می‌باشد، فرض می‌شود جملات اخلاص از توزیع مناسب برخوردارند. در ادامه، ابتدا فرض همسان بودن واریانس‌ها مورد بررسی قرار گرفت که در این پژوهش از آزمون نسبت درست‌نمایی استفاده شده است. برای بررسی خودهمبستگی از آزمون دوربین-واتسون بهره گرفته شده است. نتیجه آزمون نشان‌دهنده وجود مشکل خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌های الگو است. به منظور رفع مشکل مزبور، از روش خودهمبستگی مرتبه اول استفاده شده است. همچنین، به منظور بررسی هم‌خطی بین متغیرها از معیار عامل تورم واریانس و جهت پایایی متغیرهای پژوهش نیز از آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) استفاده شده است که نتایج به ترتیب نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی بین متغیرها و پایا بودن متغیرهای پژوهش است. از طرف دیگر، به منظور انتخاب روش برآورد الگو به صورت ترکیبی یا تلفیقی از آزمون F لیمر و در صورت تأیید روش داده‌های تابلویی، به منظور انتخاب رویکرد اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن بهره گرفته شده است. نتایج مربوط به آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

در جدول شماره ۴، نتایج آزمون تشخیص نوع الگو و آزمون همسانی واریانس در جدول شماره ۵ و نتایج مربوط به سایر آزمون‌ها نیز در جدول شماره ۶ آورده شده است.

جدول ۴: نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	متغیر
پایا	۰/۰۰۰	-۱۸/۶۸۰	هزینه سرمایه
پایا	۰/۰۰۰	-۲۸/۶۶۰	خوانایی گزارشگری مالی
پایا	۰/۰۰۰	-۵۶/۴۹۱	بتا بازار
پایا	۰/۰۰۰	-۲۴/۲۳۸	نسبت ارزش دفتری به بازار
پایا	۰/۰۰۰	-۱۴/۸۰۷	اندازه شرکت
پایا	۰/۰۰۰	-۲۱/۵۴۹	اهرم مالی

با توجه به نتایج جدول شماره ۵، سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر، ۰/۴۷۸ و بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است. لذا، برای تخمین الگو پژوهش از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است. همچنین، سطح معناداری آزمون نسبت درست‌نمایی برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. لذا، به دلیل ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد الگو استفاده شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون F لیمر و همسانی واریانس

الگو	نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری
۱	F لیمر	۰/۹۲۰	۰/۴۷۸
	همسانی واریانس	۱۱۸۱/۸۹۹	۰/۰۰۰

نتیجه حاصل از تخمین الگوی فرضیه‌های پژوهش در جدول شماره ۶ ارائه شده است. سطح معنی‌داری آماره F فیشر، ۰/۰۰۰ و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. لذا، معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۵۴ درصد از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و کنترلی در این الگو توضیح داده شود. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۶ از برآورد الگو، ضریب خوانایی گزارشگری مالی برابر ۰/۰۰۶ و سطح معناداری آن برابر ۰/۰۰۸ و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. از این‌رو، دلیلی برای رد فرضیه اول پژوهش وجود ندارد. همانطور که پیش‌تر بیان شد، هرچه شاخص فوگ بالاتر باشد نمایانگر خوانایی پایین‌تر گزارش‌های مالی است. بنابراین، با کاهش سطح خوانایی گزارشگری مالی، هزینه سرمایه شرکت افزایش می‌یابد. همچنین، ضریب متغیر تعاملی خوانایی گزارشگری مالی × لحن گزارشگری مالی برابر ۰/۰۱۳ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۲۳ و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. از

این‌رو، دلیلی برای رد فرضیه دوم پژوهش وجود ندارد. به عبارت دیگر، شدت رابطه بین خوانایی کمتر گزارشگری مالی و هزینه سرمایه با لحن بدبینانه گزارش‌های مالی افزایش می‌یابد.

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	-۰/۸۰۹	-۶/۸۹۰	۰/۰۰۰	-
خوانایی گزارشگری مالی	۰/۰۰۶	۲/۶۷۸	۰/۰۰۸	۱/۰۸۴
لحن گزارشگری مالی	-۰/۲۵۴	-۲/۴۱۰	۰/۰۱۶	۲/۹۴۵
خوانایی × لحن گزارشگری مالی	۰/۰۱۳	۲/۲۸۲	۰/۰۲۳	۲/۸۹۶
بنا بازار	۰/۰۴۰	۳/۴۶۰	۰/۰۰۱	۱/۱۲۷
نسبت ارزش دفتری به بازار	-۰/۱۷۳	-۶/۸۶۹	۰/۰۰۰	۱/۰۶۶
اندازه شرکت	۰/۰۷۲	۱۰/۰۱۱	۰/۰۰۰	۱/۲۰۰
اهرم مالی	-۰/۴۷۶	-۴/۰۵۸	۰/۰۰۰	۱/۰۸۷
کیفیت حسابرسی	-۰/۰۷۸	-۳/۰۲۶	۰/۰۰۳	۱/۰۶۵
زیان خالص	-۰/۰۵۰	-۲/۰۳۸	۰/۰۴۲	۱/۰۳۶
جزء رفع‌کننده خودهمبستگی [AR(۱)]	۰/۵۱۸	۱۴/۶۰۹	۰/۰۰۰	۱/۰۷۵
ضریب تعیین (تعدیل‌شده)	۰/۵۴۴ (۰/۵۳۶)			
آماره دوربین واتسون	۲/۰۷			
آماره F فیشر (سطح معناداری)	۷۳/۷۰۰ (۰/۰۰۰)			

## ۶- بحث و نتیجه‌گیری

فعالان بازار سرمایه جهت تخصیص بهینه منابع مالی خود نیازمند شناخت درست واحد تجاری می‌باشند. لذا، آنان همواره در جستجوی اطلاعات مرتبط با واحد تجاری هستند تا بر اساس آن تصمیم مناسب اتخاذ نمایند. خوانایی گزارشگری مالی یکی از منابع اطلاعاتی مورد استفاده در این زمینه است (برای مثال، لیو و همکاران، ۲۰۱۸؛ آجینا و همکاران، ۲۰۱۶؛ حسین‌پور و همکاران، ۱۴۰۲؛ آزادی و همکاران، ۱۴۰۰؛ باقری ازغندی و همکاران، ۱۳۹۷). بنابراین، در این پژوهش به بررسی تأثیر تعدیل‌کننده لحن گزارشگری مالی بر ارتباط بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد با کاهش سطح خوانایی گزارشگری مالی، هزینه سرمایه شرکت افزایش می‌یابد. بدین ترتیب مطابق با مبانی نظری هزینه‌های نمایندگی و مدیریت مبهم، خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و افشای پیچیده‌تر شرکت‌ها سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و نقصان آگاهی سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت می‌گردد و موجب بازماندن توانایی سرمایه‌گذاران از تفسیر گزارش‌های مالی سالانه

می‌شود. لذا، شرکت‌هایی که خوانایی گزارش‌های مالی آنها کمتر است از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی بالاتری دارند. در نتیجه، هزینه سرمایه بالاتری را متحمل می‌شوند. این نتایج با پژوهش رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، گارل و همکاران (۲۰۱۹)، آجینا و همکاران (۲۰۱۶) و داداشی و نوروزی (۱۳۹۹) همراستا و با نتایج دریائی و ایمنی (۱۴۰۲) در تناقض است. از علت‌های احتمالی نتایج مغایر دریائی و ایمنی (۱۴۰۲) با پژوهش حاضر، می‌توان دوره اقتصادی متفاوت، استفاده از روش رگرسیون متفاوت و معیارهای متفاوت متغیرهای پژوهش (به‌خصوص متغیر وابسته) را نام برد.

همچنین، یافته‌های فرضیه دوم پژوهش نشان داد شدت رابطه بین خوانایی کمتر گزارشگری مالی و هزینه سرمایه با لحن بدبینانه گزارش‌های مالی افزایش می‌یابد. نتایج در راستای مبانی نظری تئوری علامت‌دهی، بیانگر آن است که رابطه بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه به لحن گزارش‌های مالی منتشر شده از یک شرکت بستگی دارد. به‌طور خاص، اگر خوانایی کمتر گزارش‌های مالی، ارزیابی سرمایه‌گذار را در مورد بازده مورد انتظار تغییر دهد، لحن گزارشگری مالی بدبینانه می‌تواند عدم اطمینان بازده مورد انتظار آینده (به‌عبارت دیگر، ریسک اطلاعات) این شرکت‌ها را افزایش دهد و بنابراین، محرک هزینه سرمایه بالاتر شود. این نتایج با پژوهش رجیبا و همکاران (۲۰۲۱)، ارطغرول و همکاران (۲۰۱۷)، بونسال و میلر (۲۰۱۷)، جانستون (۲۰۱۶) و مجتهدزاده و اثنی عشری (۱۳۹۴) همراستا است.

با توجه به نتایج فرضیه اول پژوهش به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود سازوکاری اتخاذ کند تا شرکت‌ها را تشویق کند که گزارش‌های سالانه خود را برای خواندن و درک استفاده‌کنندگان اطلاعات آسان‌تر کنند. برای مثال، افشا روایت‌های متنی با ساختار مشخص، کاهش حجم صفحات، استفاده کمتر از جملات و کلمات مبهم و پیچیده. زیرا سواد مالی، درک صورت‌های مالی و توانایی تحلیل همه سرمایه‌گذاران در یک سطح نمی‌باشد و ساده‌نویسی گزارش‌های مالی می‌تواند به آنها در اتخاذ تصمیم‌های درست سرمایه‌گذاری کمک نماید تا از این طریق هزینه سرمایه‌گذاری برای این افراد کاهش پیدا کند. همچنین، از آنجا که خوانایی کمتر گزارشگری مالی از طریق هزینه سرمایه بالا، جریمه سنگینی را برای مدیران در پی خواهد داشت به آنان پیشنهاد می‌شود برای حداقل نمودن میزان مجازات از سوی بازار با راه‌کارهای پیشنهاد شده در راستای افزایش کیفیت گزارشگری مالی گام بردارند.

با توجه به نتایج فرضیه دوم پژوهش به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در تدوین قوانین جدید و نیز در خصوص اصلاح موارد قبلی با آگاهی از نحوه انجام مدیریت ادراک از سوی مدیران، چارچوب مشخصی برای تدوین گزارش‌های توضیحی با واژگان مشخص طراحی کنند. همچنین، پیشنهاد می‌شود در تدوین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، بعد جدیدی در ارتباط

با ویژگی‌های رفتاری مدیران را منظور نمایند. در این راستا، می‌توان سازوکارهای نظارتی بر زبان نگارش گزارش‌های مالی به صورت کیفی چه به لحاظ محتوایی و چه به لحاظ دستور زبان و حقوقی صورت پذیرد تا چارچوب منسجم‌تری از قالب همگون افشا و گزارش‌های مالی برای سهامداران و سرمایه‌گذاران قابل فهم باشد.

در پایان به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی تأثیر تعدیل‌کننده لحن گزارشگری مالی بر ارتباط بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه را به تفکیک صنایع و در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها مورد پژوهش قرار دهند تا دید روشن‌تری از این رابطه حاصل شود. همچنین، به بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی (مانند، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی، کمیته حسابرسی) بر ارتباط بین خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداخته شود.

این پژوهش تحت تأثیر محدودیت‌هایی مانند عدم تعدیل اقلام صورت‌های مالی به واسطه وجود تورم و همچنین، عدم کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات بوده که ممکن است بر روی متغیرهای پژوهش اثر داشته باشد. همچنین، تعدد روش‌های اندازه‌گیری و عدم اجماع نظر در خصوص شیوه اندازه‌گیری متغیرهای خوانایی و لحن گزارشگری مالی و نبود نرم‌افزارهای خاص اندازه‌گیری متغیرهای مذکور ممکن است موجب ارائه نتایج متفاوت در پژوهش‌ها شود که امکان مقایسه نتایج در بازه‌های زمانی متفاوت را با محدودیت مواجه می‌کند.

### فهرست منابع

- آزادی، کیهان؛ عزیز محمدلو، حمید؛ تصدی کاری، محمد جواد؛ خدمتگزار، حمید. (۱۴۰۰)، اثر خوانایی صورت‌های مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام و رفتار سهامداران، دانش حسابداری مالی، سال ۸، شماره ۱، صص ۱۲۱-۱۴۴.
- اسدیان اوغانی، اصغر و کریمی شالقونی، منصوره. (۱۴۰۲)، تحلیل نقش هوش هیجانی، هوش اجتماعی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی حسابرسان بر خوانایی گزارش حسابرسی، حسابداری ارزشی و رفتاری، سال ۸، شماره ۱۵، صص ۲۹۷-۳۳۷.
- افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹)، کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی، تهران: انتشارات ترمه، چاپ اول.
- باغومیان، رافیک؛ رجب‌دری، حسین؛ خانی‌ذلان، امیررضا. (۱۴۰۰)، رابطه خوانایی گزارش‌های مالی و همزمانی قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۸، شماره ۷۱، صص ۵۷-۸۶.

- باقری ازغندی، ابوطالب؛ حصارزاده، رضا؛ عباسزاده، محمدرضا. (۱۳۹۷). خوانایی صورت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاران به استفاده از اطلاعات حسابداری، چشم‌انداز مدیریت مالی، سال ۸، شماره ۲۳، صص ۸۷-۱۰۳.
- بشیری منش، نازنین و صمیمی، امین. (۱۴۰۰). خوانایی متن صورت‌های مالی و استراتژی‌های حساب‌رسان در مواجهه با ریسک حسابرسی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۱۱، شماره ۳۹، صص ۱۶۹-۱۹۱.
- بولو، قاسم؛ مرفوع، محمد؛ قهرمانی زهرائی، محمد آرین. (۱۳۹۹). تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها با توجه به نقش عدم تقارن اطلاعاتی و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۷، شماره ۶۸، صص ۳۳-۶۵.
- پورکریم، محمد؛ جبارزاده کنگرلویی، سعید؛ بحری ثالث، جمال؛ فلاوندی، حسن. (۱۳۹۸). تأثیر حاکمیت شرکتی بر لحن گزارشگری مالی، حسابداری ارزشی و رفتاری، سال ۴، شماره ۸، صص ۳۳-۶۲.
- پورکریم، محمد؛ جبارزاده کنگرلویی، سعید؛ بحری ثالث، جمال؛ فلاوندی، حسن. (۱۳۹۷). تأثیر مدیریت سود بر لحن گزارشگری مالی در نظام حسابداری ایران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۱۰، شماره ۳، صص ۲۱-۴۴.
- حسین‌پور، یعقوب؛ ایزدی‌نیا، ناصر؛ محمدی خشوئی، حمزه. (۱۴۰۰). تأثیر شاخص‌های عملکرد مالی و پیامدهای حسابرسی بر خوانایی گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران، حسابداری ارزشی و رفتاری، سال ۶، شماره ۱۱، صص ۲۵۱-۲۷۵.
- حسین‌پور، یعقوب؛ ایزدی‌نیا، ناصر؛ محمدی خشوئی، حمزه؛ علیمرادی، محمد. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری بر خوانایی گزارشگری مالی مبتنی بر افشای روایی اطلاعات، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۱۳، شماره ۴۷، صص ۲۷-۵۰.
- خالقی مقدم، حمید و خالق، علیرضا. (۱۳۸۸). شفافیت شرکتی در ایران و عوامل مؤثر بر آن، فصلنامه مطالعات حسابداری، سال ۶، شماره ۲۱، صص ۳۱-۶۰.
- خانی معصوم آبادی، ذبیح‌اله و رجب دری، حسین. (۱۳۹۸). رابطه خوانایی گزارش‌های مالی و سیاست متهورانه مالیاتی با استفاده از سیستم معادلات همزمان، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۱۱، شماره ۱، صص ۴۱-۵۴.

داداشی، ایمان و نوروزی، محمد. (۱۳۹۹)، بررسی اثر میانجی خوانایی گزارشگری مالی بر رابطه بین مدیریت سود و هزینه سرمایه، دانش حسابداری، سال ۱۱، شماره ۱، صص ۱۳۵-۱۵۷.

دریائی، عباسعلی و ایمنی، محسن. (۱۴۰۲)، خوانایی گزارشگری مالی و هزینه سرمایه: با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی، دانش حسابداری مالی، سال ۱۰، شماره ۱، صص ۱۳۳-۱۶۱.

رضایی، فرزین و ویسی حصار، ثریا. (۱۳۹۲)، تأثیر ریسک اطلاعات بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت‌ها، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۶، شماره ۱، صص ۲۹-۴۴.

رمضان احمدی، محمد؛ واعظ، سید علی؛ آرمن، سید عزیز؛ درسه، سید صابر. (۱۴۰۱)، بررسی تأثیر سبک حسابرِس بر رابطه بین خوانایی گزارشگری مالی و آگاهی بخشی قیمت سهام، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۲۹، شماره ۲، صص ۳۱۱-۳۳۸.

کازمی علوم، مهدی؛ عبدی، مصطفی؛ زلّقی، حسن؛ جلالوند، حسین. (۱۳۹۹)، تأثیر خوانایی گزارشگری مالی بر معیارهای ریسک پروژه حسابرسی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۲۷، شماره ۲، صص ۲۰۲-۲۳۰.

مجتهدزاده، ویدا و ائنی عشری، حمیده. (۱۳۹۴)، کیفیت سود و ویژگی‌های آن از دو منظر مباشرت و ارزشیابی، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال ۴، شماره ۱۳، صص ۴-۱۹.

میرزائی، سعیده؛ عبدلی، محمدرضا؛ کوشکی جهرمی، علیرضا. (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر لحن بدبینانه گزارشگری مالی بر گزارشگری مالی متهورانه: حفاظت از حقوق سهامداران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۶، شماره ۶۵، صص ۱۰۹-۱۳۸.

ناظمی، امین و نصیری، طاهره. (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال ۳، شماره ۴، صص ۹۷-۱۱۸.

Ajina, A., M. Laouiti, and B. Msolli. ۲۰۱۶. Guiding through the Fog: Does annual report readability reveal earnings management? Research in International Business and Finance, ۳۸: ۵۰۹-۵۱۶.

Ajina, A., S. Danielle, and F. Lakhali. ۲۰۱۶. Corporate disclosures, information asymmetry and stock-market liquidity in France. The Journal of Applied Business Research, ۳۱(۴): ۲۲۳-۲۳۸.

- Aly, D., S. El-Halaby, and K. Hussainey. ۲۰۱۸. Tone disclosure and financial performance: evidence from Egypt". *Accounting Research Journal*, ۳۱(۱): ۶۳-۷۴, <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2016-0123>
- Athanasakou, V., F. Eugster, T. Schleicher, and M. Walker. ۲۰۲۰. Annual report narratives and the cost of equity capital: U.K. evidence of a U-shaped relation. *European Accounting Review*, ۲۹(۱): ۲۷-۵۴.
- Barnett, A., and K. Leoffler. ۱۹۷۹. Readability of accounting and auditing messages. *International Journal of Business Communication*, ۱۶(۳): ۴۹-۵۹.
- Berger, P. ۲۰۱۱. Challenges and opportunities in disclosure research: a discussion of 'the financial reporting environment: review of the recent literature'. *Journal of Accounting and Economics*, ۵۱(۱-۲): ۲۰۴-۲۱۸.
- Beyer, A., D.A. Cohen, T.Z. Lys, and B.R. Walther. ۲۰۱۰. The financial reporting environment: review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, ۵۰(۲-۳): ۲۹۶-۳۴۳.
- Bloomfield, R. J. ۲۰۰۲. The "incomplete revelation hypothesis" and financial reporting. *Accounting Horizons*, ۱۶(۳): ۲۳۳-۲۴۳.
- Bonsall, S.B., and B.P. Miller. ۲۰۱۷. The impact of narrative disclosure readability on bond ratings and the cost of debt capital. *Review of Accounting Studies*, ۲۲(۴): ۶۰۸-۶۴۳.
- Chen, C., D. Hanlon, M. Khedmati, and J. Wake. ۲۰۲۳. Annual report readability and equity mispricing. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, ۱۹(۳): ۱۰۰۳۶۸.
- Chen, K.C., Z. Chen, and K. Wei. ۲۰۱۱. Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۴۶(۱): ۱۷۱-۲۰۷.
- Clatworthy, M., and M.J. Jones. ۲۰۰۳. Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research*, ۳۳(۳): ۱۷۱-۱۸۵.
- Core, J.E. ۲۰۰۱. A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*, ۳۱(۱-۳): ۴۴۱-۴۵۶.
- Davis, A.K., and I. Tama-Sweet. ۲۰۱۲. Managers' Use of Language across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, ۲۹(۳): ۸۰۴-۸۳۷.
- Davison, A., and R.N. Kantor. ۱۹۸۲. On the failure of readability formulas to define readable texts: A case study from adaptations. *Reading Research Quarterly*, ۱۷(۲): ۱۸۷-۲۰۹.
- Dhaliwal, D.A.N., S. Heitzman, and O. Zhen Li. ۲۰۰۶. Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, ۴۴(۴): ۶۹۱-۷۲۳.



- Du Toit, E. ۲۰۱۷. The readability of integrated reports. *Meditari Accountancy Research*, ۲۵(۴): ۶۲۹-۶۵۳.
- DuBay, W. ۲۰۰۷. *Unlocking Language*. Charleston, South Carolina: BookSurge Publishing.
- Ertugrul, M., J. Lei, J. Qiu, and C. Wan. ۲۰۱۷. Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۵۲(۲): ۸۱۱-۸۳۶.
- Ezat, A. N. ۲۰۱۹. The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital: evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, ۹(۳): ۳۶۶-۳۸۵.
- Feldman, R., S. Govindaraj, J. Livnat, and B. Segal. ۲۰۱۰. Managements Tone Change, Post Earnings Announcement Drift and Accruals. *Review of Accounting Studies*, ۱۵(۴): ۹۱۵-۹۵۳.
- Garel, A., A.B. Gilbert, and A. Scott. ۲۰۱۹. Linguistic Complexity and Cost of Equity Capital. Working Paper. Available at: <https://ssrn.com/abstract=۳۲۴۰۲۹۲>.
- Hail, L., and C. Leuz. ۲۰۰۶. International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research*, ۴۴(۳): ۴۸۵-۵۳۱.
- Healy, P.M., and J.M. Wahlen. ۱۹۹۹. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, ۱۳(۴): ۳۶۵-۳۸۳.
- Hooghiemstra, R. ۲۰۰۰. Corporate communication and impression management: new perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics*, ۲۷(۲): ۵۵-۶۸.
- Irtisam, R., J. Black, and P.K. Jain. ۲۰۲۰. Management Tone and Information Asymmetry. University of Memphis, Working paper.
- Johnstone, D. ۲۰۱۵. Information and the cost of capital in a mean-variance efficient market. *Journal of Business Finance & Accounting*, ۴۲(۱-۲): ۷۹-۱۰۰.
- Johnstone, D. ۲۰۱۶. The effect of information on uncertainty and the cost of capital. *Contemporary Accounting Research*, ۳۳(۲): ۷۵۲-۷۷۴.
- Klare, G.R. ۱۹۶۳. *The Measurement of Readability*. Iowa State University Press, Ames, Iowa.
- Kravet, T., and V. Muslu. ۲۰۱۳. Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, ۱۸(۴): ۱۰۸۸-۱۱۲۲.
- Larson, C.R., and R.J. Resutek. ۲۰۱۷. Types of investor uncertainty and the cost of equity capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, ۴۴(۹): ۱۱۶۹-۱۱۹۳.
- Li, F. ۲۰۰۶. Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports. University of Michigan, Working Paper.

- Li, F. ۲۰۰۸. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, ۴۵(۲): ۲۲۱-۲۴۷.
- Li, F. ۲۰۱۰. Textual analysis of corporate disclosures: a survey of the literature. *Journal of Accounting Literature*, ۲۹, ۱۴۳-۱۶۵.
- Lo, K., F. Ramos, and R. Rogo. ۲۰۱۷. Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, ۶۳(۱): ۱-۲۵.
- Loughran, T., and B. McDonald. ۲۰۱۱. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and ۱۰-Ks. *The Journal of Finance*, ۶۶(۱): ۳۵-۶۵.
- Loughran, T., and B. McDonald. ۲۰۱۴. Measuring readability in financial disclosures. *Journal of Finance*, ۶۹(۴): ۱۶۴۳-۱۶۷۱.
- Luo, J. H., X. Li, and H. Chen. ۲۰۱۸. Annual report readability and corporate agency costs. *China Journal of Accounting Research*, ۱۱(۳): ۱۸۷-۲۱۲.
- Merkel-Davies, D.M., and N.M. Brennan. ۲۰۰۷. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature*, ۲۷(۱): ۱۱۶-۱۹۶.
- Rennekamp, K. ۲۰۱۲. Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *Journal of Accounting Research*, ۵۰(۵): ۱۳۱۹-۱۳۵۴.
- Rjiba, H., S. Saadi, S. Boubaker, and X. Ding. ۲۰۲۱. Annual report readability and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, ۶۷, ۱۰۱۹۰۲.
- Securities and Exchange Commission. ۱۹۹۸. A plain English handbook: How to create clear SEC disclosure. SEC Office of Investor Education and Assistance.