

## تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی

سیدحسین سجادی<sup>۱</sup>، سعید حاجی‌زاده<sup>۲</sup>، جواد نیک‌کار<sup>۳</sup>

**چکیده:** هدف این پژوهش بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۲۰ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ به بررسی این موضوع پرداخته شد. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج نشان داد، هزینه‌های نمایندگی تأثیر مثبت و معنادار اما، کیفیت گزارشگری مالی تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

تکامل جامع‌علوم انسانی

واژه‌های کلیدی: ریسک سرمایه‌گذاری، هزینه‌های نمایندگی، کیفیت گزارشگری مالی، کیفیت اقلام تعهدی

۱. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران
۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران
۳. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۳/۰۶

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۰۶/۰۵

نویسنده مسئول مقاله: سید حسین سجادی

E-mail: sajadi@scu.ac.ir

**مقدمه**

حفظ و توان اقتصادی هر جامعه‌ای در آینده در گرو سرمایه‌گذاری بهینه‌ی امروز آن جامعه است؛ سرمایه‌گذاری مطلوب موتور محرکه‌ی توسعه‌ی اقتصادی و اجتماعی است. این رهیافتی است که هیچ مکتب و نظام اقتصادی در آن شک ندارد. بنابراین، باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلندمدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم موجود در محیط سرمایه‌گذار، که بر آن تأثیر می‌گذارد، امکان‌پذیر نیست. یکی از عوامل مهم و اثرگذار بر تصمیم‌گیری در ارتباط با سرمایه‌گذاری در داخل یک کشور، میزان ریسک آن است. بنابراین، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به میزان ریسک توجه زیادی دارند. ریسک را می‌توان نتیجه‌ی نبود اطلاعات کامل تلقی کرد به طوری که در صورت نبود اطمینان کامل از موفقیت، ریسک وجود دارد. از سوی دیگر، شفافیت باعث کاهش عدم‌اطمینان بازار درباره‌ی تصمیم‌های آینده قانون‌گذاران می‌شود. در نتیجه، قابلیت پیش‌بینی سیاست‌های پولی و کارایی بازارهای مالی را افزایش می‌دهد. نبود شفافیت در تصمیم‌گیری و عدم‌ارائه‌ی منظم اطلاعات مربوط برای پاسخگویی به انتظارات منطقی، بنگاه‌های خصوصی را مجبور می‌کند تا با بررسی بیشتر انتظارات خود، قابلیت تغییرپذیری ارزش‌داری‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش دهند. در نتیجه، ریسک بیشتری را برای سرمایه‌گذاری‌های خود متصور شوند (خالقی مقدم و خالقی، ۱۳۸۸).

افزون بر این، شناخت عوامل عمده‌ای که بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، نیز دارای اهمیت است تا از این طریق سرمایه‌گذاران بتوانند با در نظر گرفتن آن عوامل و میزان تأثیر آنها، در ارتباط با سرمایه‌گذاری خود برنامه‌ریزی کنند و به یک ریسک سرمایه‌گذاری مطلوب دست یابند. هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌ی نمایندگی بر ریسک سرمایه‌گذاری است. این عوامل با توجه به تأثیری که بر شفافیت و عدم-اطمینان بازار دارند، بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیرگذار هستند. نتایج این پژوهش نیز مؤید تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌ی نمایندگی بر ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است.

این پژوهش به این دلیل دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که تفاوت در هر یک از شاخص‌های فوق به‌واسطه نقشی که می‌تواند در نظارت و کنترل مدیریت، شفافیت محیط تصمیم‌گیری و عدم‌اطمینان بازار داشته باشد، باید در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و مالی مورد توجه قرار گیرد. در ادامه با بیان ادبیات پژوهش به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است.

## مبانی نظری پژوهش

### مفهوم ریسک سرمایه‌گذاری

بررسی ریسک در مدیریت مالی از مباحث محوری و اساسی است و ضرورت مطالعه این پدیده مهم از اهمیت لازم برخوردار است. گالیتز<sup>۱</sup> (۱۹۹۶)، ریسک را هرگونه نوسان در هر گونه عایدی می‌داند. تعریف مزبور این مطلب را روشن می‌سازد که تغییرات احتمالی آینده برای یک شاخص خاص چه مثبت و چه منفی سرمایه‌گذار را با ریسک مواجه می‌سازد. بنابراین، امکان دارد این تغییرات او را منتفع یا متضرر سازد. به هر حال، اولین بار هری مارکویتز<sup>۲</sup> (۱۹۵۲) بر اساس تعاریف کمی ارائه‌شده، شاخص عددی برای ریسک معرفی کرد. وی ریسک را انحراف معیار چند دوره‌ای یک متغیر تعریف کرد. البته دیدگاه‌های دیگری نیز درباره‌ی ریسک وجود دارد که تنها به جنبه‌ی منفی نوسان‌ها توجه دارد. برای مثال، هیوب (۱۹۹۸) ریسک را احتمال کاهش درآمد یا از دست دادن سرمایه تعریف می‌کند. اما به‌طور کلی، ریسک یک دارایی تغییر احتمالی بازده آینده ناشی از آن دارایی است؛ بنابراین، هرچه تغییرپذیری بازده‌های آینده یک دارایی (سرمایه‌گذاری) بیشتر باشد، آن دارایی (سرمایه‌گذاری) دارای ریسک بیشتر است (Hube, 1998).

### مفهوم کیفیت گزارشگری مالی

در بسیاری از مطالعات حسابداری و مالی، کیفیت گزارشگری مالی میزان صداقت مدیران در ارائه‌ی اطلاعات منصفانه و حقیقی برای تصمیم‌گیرندگان تعریف شده است. به بیان دیگر، هرگاه مدیران در ارائه‌ی اقلام مندرج در صورت‌های مالی دو واژه‌ی بی‌طرفی و عینیت را رعایت کرده باشند، می‌توان گفت کیفیت گزارشگری مالی وجود دارد (Brandt & et al, 2010). کیفیت گزارشگری مالی سبب ارتقای سودمندی اطلاعات مالی می‌شود. بنابراین، واضح است که قانون-گذاران و سرمایه‌گذاران برای داشتن گزارشگری مالی با کیفیت بیشتر هم‌عقیده هستند؛ زیرا اعتقاد نهایی این است که کیفیت گزارشگری مالی به‌طور مستقیم روی بازارهای سرمایه<sup>۳</sup> اثرگذار است (Levitt, 1998). بنابراین، با توجه به این که کیفیت گزارشگری مالی تأثیر با اهمیتی بر بازارهای سرمایه دارد، می‌توان نتیجه گرفت که در سطح کلان، کیفیت گزارشگری مالی دارای اثرات اقتصادی است.

1. Galitz

2. Markowitz

3. Capital Markets

### تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری

کاهش کیفیت گزارشگری مالی، سبب افزایش عدم‌تقارن اطلاعاتی می‌شود (Lambert, Christian & Verrecchia, 2007). زمانی که عدم‌تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار برای سهام موردنظر قائل می‌شوند، متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش موردانتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت. طبق همین استدلال، هامیلتون<sup>۱</sup> (۱۹۷۸) معتقد است، عدم‌تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی مثبت معناداری با ریسک کل دارد. از سوی دیگر، تصمیم‌گیری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است. هر چه اطلاعات دوره‌ای شرکت به‌صورت منظم‌تر و شفاف‌تر منتشر شود، اثر آن در قیمت سریع‌تر بوده، سهم از نقدینگی و گردش مناسب‌تری برخوردار خواهد شد و به‌دنبال آن ریسک سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد (ابزری، صمدی و تیموری، ۱۳۸۶).

به‌طورکلی، در ارتباط با تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری استدلال می‌شود که افزایش کیفیت گزارشگری مالی سبب افزایش شفافیت و کیفیت افشای اطلاعات در سطح محیط اطلاعاتی شرکت می‌شود. افزایش شفافیت اطلاعاتی سبب کاهش عدم‌قطعیت در ارتباط با سهام شرکت شده، در نتیجه سبب کاهش نوسان‌های بازده سهام می‌شود و در نهایت منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود (Pastor & Veronesi, 2003). از سوی دیگر، افزایش کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی سبب شفافیت بیشتر محیط اطلاعاتی و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی در ارتباط با سهام شرکت در بازار می‌شود (Tao, 2012). کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی) سبب می‌شود تا فعالان بازار از ارزش واقعی دارایی مورد معامله آگاه شوند (کاهش انتخاب نامطلوب<sup>۲</sup>)؛ این موضوع منجر به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود. در نتیجه ریسک سرمایه‌گذاری در ارتباط با عدم-نقدشوندگی سهام شرکت کاهش می‌یابد (Pastor & Stambaugh, 2003).

### مفهوم هزینه‌ی نمایندگی

رابطه‌ی نمایندگی نوعی قرارداد است که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (نماینده یا مدیر) را مأمور اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا اختیار گرفتن برخی تصمیم‌ها را نیز به وی واگذار می‌کنند (Jensen & Meckling, 1976). در تئوری نمایندگی

1. Hamilton  
2. Adverse Selection

مشکل تضاد منافع با مدیران، دغدغه‌ای دائمی برای مالکان است. بر این اساس، همواره مالک به دنبال راهی برای حل این مشکل بوده تا به گونه‌ای مدیران را به اقدام در جهت هدف اصلی هر شرکت یعنی حداکثرسازی منافع مالکان آن، تحریک کنند. بنابراین، مالکان باید مخارجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع مدیر را با خود همسو نمایند یا حداقل از اقدام‌های آنان در جهت منافع خودشان کسب اطمینان کنند. به دلیل این که چنین مخارجی به واسطه‌ی انعقاد قرارداد میان مالکان و مدیران و شکل‌گیری رابطه‌ی نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌ی نمایندگی نامیده می‌شود (تقوی، جبارزاده کنگرلویی و خدایاریگانه، ۱۳۸۹).

### تأثیر هزینه‌ی نمایندگی بر ریسک سرمایه‌گذاری

وجود رابطه‌ی نمایندگی مشکلاتی را برای شرکت ایجاد می‌کند که سبب افزایش ریسک سرمایه‌گذاری سهامداران در شرکت می‌شود. رابطه‌ی نمایندگی سبب می‌شود که اقدام‌های مدیریت کمتر قابل مشاهده باشد و شرکت در معرض یک محیط نامطمئن‌تر قرار گیرد (Denis & Denis, 1994). در نتیجه، آزادی عمل مدیریت با توجه به تنوع روش‌های پذیرفته‌شده حسابداری سبب کاهش شفافیت در محیط اطلاعاتی شرکت شده، محیطی نامطمئن برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. افزایش بی‌اطمینانی در محیط اطلاعاتی شرکت سبب می‌شود، ارزش ذاتی شرکت با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار برای سهام موردنظر قائل می‌شوند، متفاوت باشد. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت با ارزش موردانتظار تفاوت داشته، منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در ارتباط با سهام آن شرکت می‌شود (Leuz & Verrecchia, 2000).

افزون بر این، رابطه‌ی نمایندگی سبب می‌شود، مدیران دسترسی بهتری به اطلاعات داخلی داشته باشند که این موضوع سبب ایجاد عدم‌تقارن اطلاعاتی در بازار می‌شود (نمازی و مرادی، ۱۳۸۴) و (Jensen, 1998). افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (عدم‌تقارن اطلاعاتی) در بازار سبب می‌شود که خریداران هیچ‌گاه از ارزش واقعی دارایی مالی مورد معامله آگاه نباشند (افزایش انتخاب نامطلوب) و در نتیجه سهام در قیمتی دور از ارزش ذاتی معامله شود. این موضوع منجر به کاهش نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود؛ در نتیجه ریسک سرمایه‌گذاری در ارتباط با عدم‌نقدشوندگی سهام شرکت افزایش می‌یابد (Pastor & Stambaugh, 2003).

همچنین، رابطه‌ی نمایندگی موجب می‌شود قرارداد بین سهامدار و مدیر، در شرایط بی‌اطمینان نسبت به حالات طبیعی آینده منعقد شود؛ یعنی قرارداد به‌طور معمول در زمان یک در جهت اجرای عملیاتی تنظیم می‌شود؛ اما نتیجه‌ی نهایی که ممکن است محصول یا سود باشد،

دست کم نیاز به گذشت یک دوره‌ی مالی دارد. طی زمان یک و دو اتفاق‌های زیادی ممکن است رخ دهد که روی محصول نهایی یا سود اثر می‌گذارند. در متن تئوری نمایندگی، این اتفاق‌ها به دو گروه «عوامل غیرقابل کنترل» و «عوامل قابل کنترل» طبقه‌بندی می‌شوند. بنابراین، دسترسی به محصول یا سود نهایی، همیشه بر اساس احتمالات است و در حقیقت، مبنای قرارداد «ارزش مورد انتظار» سود است، نه سود مطلق. نظر به این که مدیر ریسک‌گریز است، به‌طور طبیعی تمایل دارد، دست کم قسمتی از ریسک عوامل غیرقابل کنترل را به مالک انتقال دهد (نمازی و مرادی، ۱۳۸۴)؛ در نتیجه، سبب افزایش ریسک مالک (سهامدار) می‌شود.

### پیشینه‌ی پژوهش

جفری و فانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، رابطه‌ی کیفیت اطلاعات حسابداری و ریسک نقدینگی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد، کیفیت اطلاعات حسابداری منجر به کاهش ریسک نقدینگی و هزینه‌ی سرمایه می‌شود. همچنین، راجگوپال و نکاتاچالام<sup>۲</sup> (۲۰۱۱)، رابطه‌ی کیفیت گزارشگری مالی و پراکندگی بازده غیرعادی سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد، کاهش در کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش پراکندگی بازده غیرعادی سهام (ریسک سرمایه‌گذاری) شرکت‌ها می‌شود.

پاستور و رونسی (۲۰۰۳) معتقدند، کاهش کیفیت گزارشگری مالی سبب افزایش عدم قطعیت قابل‌ملاحظه در ارتباط با سود آوری آینده‌ی شرکت می‌شود؛ این موضوع سبب افزایش نوسان‌های بازده سهام و کاهش نقدینگی سهام می‌شود. آنان استدلال می‌کنند، مدیریت سود دقت سیگنال درآمد را در ارتباط با جریان‌های نقدی آینده کاهش داده، سبب افزایش نوسان‌های بازده سهام می‌شود. همچنین، هاتن و مارکوس<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، رابطه‌ی عدم شفافیت گزارشگری مالی و توزیع بازده سهام را بررسی کردند. آنان از مدیریت سود به‌عنوان معیار عدم شفافیت استفاده کردند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد، عدم شفافیت در گزارشگری مالی رابطه‌ی مستقیم معناداری با ریسک سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط بازده سهام دارد.

آشبوگ<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۴)، هزینه‌ی نمایندگی را کلیه هزینه‌های انجام شده برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و همسوسازی منافع مدیران و مالکان، تعریف کرده‌اند. آنان نشان دادند، شرکت‌های دارای هزینه‌ی نمایندگی بیشتر نسبت به سایر شرکت‌ها، در معرض ریسک

- 
1. Jeffrey and Fang
  2. Rajgopal and Venkatachalam
  3. Hutton and Marcus
  4. Ashbaugh

سرمایه‌گذاری بیشتری هستند. همچنین، میسرا و ویشنانی<sup>۱</sup> (۲۰۱۲)، رابطه‌ی حاکمیت شرکتی و ریسک بازار را بررسی کردند. نتایج یافته‌های آنان نشان داد، افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی قوی سبب کاهش هزینه‌ی نمایندگی شده، در نهایت سبب کاهش ریسک بازار می‌شود. ساکاوا و واتانابیل<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) معتقدند، در کوتاه‌مدت امکان دارد مدیران در جهت منافع شرکت عمل کنند؛ از این‌رو، در بلندمدت مدیران در جهت منافع خود عمل می‌کنند و در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بازده کمتری نسبت به ریسک تقبل شده عاید شرکت شده، باعث افزایش ریسک شرکت می‌شود.

مانسن<sup>۳</sup> و همکاران (۱۹۶۸) معتقدند، مدیران به دنبال برنامه‌های شخصی که در آن پاداش، قدرت و امنیت وجود دارد، هستند که در تعیین استراتژی شرکت توسط مدیریت تأثیرگذار است و در نهایت ریسک شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین، بارتون و گوردون<sup>۴</sup> (۱۹۸۷) معتقدند، مدیران بیشتر ترجیح می‌دهند نیازهای مالی شرکت را از منابع داخلی تأمین کنند تا از طریق منابع خارجی (بستانکاران)، آنان استدلال می‌کنند، چنین رفتاری از سوی مدیران بر ریسک عملیاتی و ریسک مالی تأثیرگذار است.

عرب‌مازار یزدی و طالبیان (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و ریسک اطلاعاتی بر هزینه سرمایه طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ پرداختند. یافته‌های پژوهش آنان حاکی از آن است که هزینه سرمایه شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی پایین از هزینه سرمایه شرکت‌های با کیفیت اقلام تعهدی بالا بیشتر است. همچنین یافته‌های پژوهش آنها نشان داد، اقلام تعهدی اختیاری بیشتر از اقلام تعهدی غیر اختیاری هزینه سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵)، در پژوهش خود، سودمندی اطلاعات مالی را در توضیح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، اثبات کردند. شواهد ارائه‌شده در این پژوهش بیانگر این موضوع است که داده‌های صورت‌های مالی، اطلاعاتی را فراهم می‌کند که سبب کاهش عدم-تقارن اطلاعاتی در بازار می‌شود و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران باید این اطلاعات را در ارزیابی ریسک بالقوه<sup>۵</sup> و در نتیجه در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود به‌طور کامل به‌کار گیرند.

قائم‌ی و وطن پرست (۱۳۸۴) معتقدند، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته، این امر در دوره‌های قبل اعلام سود به‌مراتب بیشتر از دوره‌های پس

---

1. Misra and Vishnani  
2. Sakawa & Watanabel  
3. Monsen  
4. Barton and Gordon  
5. Potential risk

از اعلام سود است. همچنین بیان می‌دارند، عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است؛ به طوری که در دوره قبل از اعلان سود حجم مبادلات افزایش یافته، قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان می‌شود.

نمازی و مرادی (۱۳۸۴)، سازه‌های مؤثر در تعیین پاداش هیئت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از رابطه‌ی معنادار بین نسبت بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، تمرکز مالکیت و ریسک مالی با پاداش هیئت مدیره بوده است.

### **فرضیه‌های پژوهش**

با توجه به مبانی نظری مطرح شده و پژوهش‌های پیشین فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

**فرضیه اول:** سطح کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** هزینه‌ی نمایندگی بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت معناداری دارد.

### **روش پژوهش**

این پژوهش با توجه به عدم امکان کنترل کلیه متغیرهای مربوط نمی‌تواند از نوع پژوهش‌های تجربی محض باشد اما با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، این پژوهش از نوع پژوهش‌های شبه تجربی است. همچنین، با توجه به این که نتایج به دست آمده از پژوهش به حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌پردازد، از نظر هدف کاربردی و از مظهر روش نیز از نوع تجزیه و تحلیل همبستگی با رویکرد رگرسیونی است.

### **جامعه و نمونه‌ی آماری**

جامعه‌ی آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ بوده است. در این پژوهش برای تعیین نمونه‌ی آماری از روش نمونه‌گیری به صورت حذف سیستماتیک استفاده شد؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در پایان سال ۱۳۸۲، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند حذف شده، شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند:

۱. شرکت‌ها باید در طول دوره‌ی بررسی تداوم فعالیت داشته باشند.

۲. نمونه‌ی آماری شامل شرکت‌های تولیدی و صنعتی باشد.



۳. شرکت‌هایی که سال مالی آنها به انتهای اسفندماه ختم می‌شود. که در پایان پس از طی مراحل یادشده، تعداد ۱۲۰ شرکت برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند.

### روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش گردآوری اطلاعات در دو مرحله انجام شده است. در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های موردنظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. سپس برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است؛ به این ترتیب که پس از استخراج اطلاعات متغیرهای موردبررسی از منابع یادشده، این اطلاعات در کاربرگ‌های ایجاد شده در محیط این نرم‌افزار وارد شده، سپس محاسبات لازم برای دستیابی به متغیرهای موردبررسی انجام شده است و در پایان نیز برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویز نسخه هفت استفاده شد.

### تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی مانند میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی<sup>۱</sup> و الگوی داده‌های تابلویی<sup>۲</sup> از آزمون F لیمر استفاده شده است. به این معنی که اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی انتخاب شد، لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. قبل از برآزش الگو و با توجه به این که شرکت‌های مورد استفاده در این پژوهش مربوط به صنایع مختلف بوده، در این پژوهش از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است؛ در نتیجه، امکان وجود ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل از روش رگرسیون کمترین مربعات تعمیم‌یافته برای برآزش الگو استفاده شد. همچنین، پس از برآزش الگو برای بررسی عدم وجود خودهمبستگی در باقی‌مانده‌های الگو از آماره‌ی دوربین واتسون استفاده شده است.

1. Pooled Data  
2. Panel Data

## الگوی پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندمتغیره است؛ بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون انتخاب شده است.

الگوی (۱)

$$Investment\ Risk = a_0 + a_1 AgencyCost_{i,t} + a_2 ReportingQuality_{i,t} + a_3 RET_{i,t} + a_4 Leverage_{i,t} + a_5 Size_{i,t} + a_6 DPR_{i,t} + a_7 LIQ_{i,t} + \varepsilon_{j,t}$$

در فرمول یادشده؛ Investment Risk، ریسک سرمایه‌گذاری؛ Agency Costs، هزینه‌های نمایندگی؛ Reporting Quality، کیفیت گزارشگری مالی؛ RET، بازده سهام؛ Leverage، اهرم مالی؛ Size، اندازه شرکت؛ DPR، نسبت سود تقسیمی؛ LIQ، نقدینگی شرکت.  $i$ ، نماد شرکت موردنظر و  $t$ ، سال موردنظر تعریف شده است. در ادامه نیز متغیرهای مورد استفاده توضیح داده شده است.

## متغیرهای پژوهش

### الف) متغیر وابسته

در این پژوهش متغیر وابسته، ریسک سرمایه‌گذاری است. در یک تعریف کلی، وستون و بریگام ریسک را نوسان‌پذیری بازده سرمایه‌گذاری می‌نامند. ریسک توسط مارکوویتز (۱۹۵۲)، به شرح زیر بیان شده است:

$$Investment\ Risk = \sqrt{\frac{\sum (R_i - E(R_i))^2}{n-1}} \quad \text{الگوی (۲)}$$

در فرمول بالا؛  $R_i$ ، بازده روزانه واقعی سهام  $i$ ؛  $E(R_i)$ ، بازده مورد انتظار سهام  $i$  و  $n$  تعداد دوره‌ها تعریف شده است. لازم به توضیح است که در فرمول بالا برای محاسبه ریسک از اطلاعات روزانه استفاده شده است.

**بازده واقعی سهام:** نسبت کل عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین نسبت به سرمایه‌گذاری است که طی آن دوره مصرف شده است. به‌طورکلی، بازده سهام به‌صورت زیر محاسبه شده است.

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS_t}{P_{t-1}} \quad \text{الگوی (۳)}$$

در فرمول بالا؛  $R_t$ ، بازده سهام عادی در دوره  $t$ ؛  $P_t$ ، قیمت سهام عادی در دوره  $t$ ؛  $P_{t-1}$ ، قیمت سهام در دوره  $t-1$  و  $DPS_t$ ، سود نقدی سهام عادی در دوره  $t$  تعریف شده است. اگر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات یا اندوخته (سهام جایزه) باشد، به دلیل تفاوت در تعداد سهام قبل و پس از افزایش سرمایه،  $P_t$  با  $P_{t-1}$  قابل مقایسه نیست. بنابراین،  $P_t$  باید تعدیل شود. در نهایت، بازده سهام عادی یک شرکت به صورت زیر محاسبه شده است:

$$R_t = \frac{(1+a)P_t + DPS_t - P_{t-1} - C}{P_{t-1}} \quad \text{الگوی (۴)}$$

در فرمول بالا؛  $a$ ، درصد افزایش سرمایه (از محل اندوخته یا آورده نقدی و مطالبات) و  $C$ ، آورده نقدی به هنگام افزایش سرمایه تعریف شده است (خدادادی و کارگرپور، ۱۳۸۸). لازم به توضیح است که بازده به صورت روزانه محاسبه شده است.

**بازده مورد انتظار:** بازده انتظاری یک سرمایه‌گذاری، میانگین هندسی بازده چند دوره قبل آن سرمایه‌گذاری است (طالب‌نیا و برزیگر، ۱۳۸۷). که به روش زیر محاسبه شده است:

$$E(R_t) = \sqrt[n]{x_1 \times x_2 \times \dots \times x_n} \quad \text{الگوی (۵)}$$

گفتنی است، بازده موردانتظار با استفاده از اطلاعات روزانه محاسبه شده است.

### ب) متغیرهای مستقل پژوهش

در این پژوهش متغیرهای مستقل به شرح زیر هستند:

**کیفیت گزارشگری مالی:** توان صورت‌های مالی در انتقال اطلاعات عملیات شرکت و به طور خاص پیش‌بینی جریان‌های نقدی موردانتظار آن توسط سرمایه‌گذاران است. بر مبنای این نظر، اقلام تعهدی ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثر نوسان‌های ناپایدار در جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد (Dechow & Dichev, 2002). در این پژوهش، از کیفیت اقلام تعهدی به عنوان جانشین کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده است (Francis & et al, 2005).

کیفیت اقلام تعهدی، قرینه‌ی اندازه‌ی انحراف اقلام تعهدی سرمایه در گردش از جریان‌های وجه نقد عملیاتی است؛ زیرا هرچه اندازه‌ی، انحراف کوچک‌تر باشد، اقلام تعهدی، با کیفیت‌تر تلقی می‌شود. در این پژوهش برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی (کیفیت اقلام تعهدی) از مدل فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵)، به شرح زیر استفاده شده است.

$$TCA_{j,t} = a_0 + a_1 CFO_{j,t-1} + a_2 CFO_{j,t} + a_3 CFO_{j,t+1} + a_4 \Delta REV_{j,t} + a_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad \text{الگوی (۶)}$$

در فرمول بالا؛  $TCA_{j,t}$ ، کل اقلام تعهدی شرکت  $j$  در سال  $t$ ؛  $CFO_{j,t}$ ، جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت  $j$  در سال  $t$ ؛  $\Delta REV_{j,t}$ ، تغییر در درآمد فروش شرکت  $j$  بین سال‌های  $t$  و  $t-1$ ؛  $PPE_{j,t}$ ، خالص دارایی‌های ثابت مشهود شرکت  $j$  در سال  $t$  و  $\mathcal{E}_{j,t}$ ، نشان‌دهنده‌ی خطای برآورد اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی است. بنابراین، هرچه اندازه‌ی مقادیر باقی‌مانده‌ی حاصل  $\mathcal{E}_{j,t}$  (||) از این مدل کمتر باشد، کیفیت اقلام تعهدی و در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی بیشتر خواهد بود. چون مقادیر خطا شاخصی برای محاسبه عدم کیفیت گزارشگری مالی فراهم می‌آورد، بدیهی است که می‌توان با ضرب کردن مقادیر مثبت خطاها در منفی یک  $(-||)\mathcal{E}_{j,t}$  از آن به شاخصی برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی استفاده کرد. برای اندازه‌گیری کل اقلام تعهدی از مدل دی‌چاو و دیچو (۲۰۰۲)، به شرح زیر استفاده شده است:

$$E_{j,t} = CFO_{j,t} + TCA_{j,t} \quad \text{الگوی (۷)}$$

در فرمول بالا؛  $E_{j,t}$ ، سود عملیاتی شرکت  $j$  در سال  $t$  و  $CFO_{j,t}$ ، جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت  $j$  در سال  $t$  تعریف شده است. در هر دو مدل کیفیت گزارشگری مالی برای حذف اثر اندازه‌ی شرکت‌ها، همه متغیرها برحسب کل دارایی‌های شرکت طی سال  $t$  استاندارد شده‌اند. **هزینه‌ی نمایندگی**؛ برای اندازه‌گیری هزینه‌ی نمایندگی طبق پژوهش آنگ، کل و لین<sup>۱</sup> (۲۰۰۰)، از نسبت هزینه‌ی عملیاتی به فروش خالص استفاده شده است. این نسبت چگونگی کنترل هزینه عملیاتی شرکت توسط مدیریت را اندازه‌گیری کرده، به‌عنوان معیار مستقیم هزینه‌ی نمایندگی به کار می‌رود. به بیان دیگر، هرچه این نسبت بیشتر باشد، هزینه نمایندگی نیز بیشتر خواهد بود.

### ج) متغیرهای کنترل پژوهش

متغیرهای کنترل پژوهش به شرح زیر هستند.

**اهرم مالی**؛ اهرم مالی شرکت نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های آنان تعریف شده است. همواره با افزایش سهم بدهی‌ها در ساختار سرمایه جریان سود سهامداران عادی نوسان‌پذیرتر می‌شود. در نتیجه، افزایش نوسان سود سهامداران عادی سبب افزایش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود (Modigliani & Miller, 1958).

**اندازه شرکت**؛ لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت تعریف شده است. همواره شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ‌تر هستند، به‌علت دسترسی به بازارهای محصول بیشتر

1. Ang, Cole & Lin

و صرفه‌جویی در مقیاس در تأثیر عوامل تولید از ریسک تجاری کمتری برخوردارند و در ناملایمات تجاری مقاومت بیشتری از خود نشان می‌دهند؛ بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های بزرگ‌تر ریسک پایین‌تری داشته باشند (Beaver, Scholes & Kattler, 1970).

**نسبت سود تقسیمی؛** درصدی از سود هر سهم شرکت تعریف شده است. سهامداران جزو یک شرکت دو منفعت از سرمایه‌گذاری خود می‌برند؛ یکی تفاوت بین قیمت فروش و قیمت خرید سهم و دیگری سود نقدی سهام. جزء اول از منافع سرمایه‌گذاری معمولاً ارتباط زیادی با متغیرهای مالی مثل نرخ بهره و به‌طور کلی متغیرهای کلان مؤثر بر بازار سرمایه دارد. اما سود نقدی سهام بیشتر تحت تأثیر سودآوری شرکت و سیاست شرکت در زمینه تقسیم سود است. سهامدارانی که نمی‌خواهند برای کسب منفعت سرمایه‌گذاری خیلی به افزایش قیمت سهام در آینده، متکی باشند، چشم به سود نقدی سهام می‌دوزند و در نتیجه برای شرکت‌هایی که درصد کمتری از سود خود را توزیع می‌کنند، ریسک بالاتری ارزیابی می‌کنند (نمازی و خواجه‌وی، ۱۳۸۳).

**بازده؛** نسبت کل عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین نسبت به سرمایه‌گذاری است که طی آن دوره مصرف شده است (خدادادی و کارگرپور، ۱۳۸۸).

**نقدینگی شرکت؛** نسبت‌های نقدینگی توانایی شرکت را برای انجام تعهدات کوتاه‌مدت در سررسید نشان می‌دهد. با توجه به این که توان بالقوه شرکت در دستیابی به منابع تولیدی مورد نیاز و ایجاد فرصت‌های رشد تا حدود زیادی به نقدینگی شرکت بستگی دارد، انتظار می‌رود، با بالا رفتن نقدینگی، دسترسی شرکت به منابع موردنیاز، انجام به موقع تعهدات نسبت به مشتریان و اعتباردهندگان افزایش یابد. در نتیجه به‌نظر می‌رسد، نقدینگی در شرکت ریسک را کاهش می‌دهد. برای محاسبه نقدینگی از نسبت سریع به‌شرح زیر استفاده شده است (نمازی و خواجه‌وی، ۱۳۸۳).

$$\text{الگوی (۸)} = \frac{\text{موجودی کالا - دارایی‌های جاری}}{\text{بدهی‌های جاری}} = \text{نسبت سریع (آنی)}$$

## نتایج پژوهش

### آمار توصیفی

همان‌طور که مشاهده می‌شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۱) نشان داده شده است.

جدول ۱. آماره های توصیفی متغیرهای الگو\*

متغیر	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار
ریسک سرمایه گذاری	۱/۰۷۷	۰/۹۹۷	۳/۸۵	-۰/۰۵۲	۰/۵۷
کیفیت گزارشگری مالی	-۰/۰۵	-۰/۰۳	-۰/۰۰۰۰۱	-۰/۳۵	۰/۰۴۶
هزینه های نمایندگی	۰/۰۷۲	۰/۰۶۴	۰/۴۵	-۰/۰۰۶	۰/۰۴۳
نسبت سود تقسیمی	۰/۶۴	۰/۷۰۹	۱/۹۰۵	۰	-۰/۴۲
اندازه شرکت	۱۲/۶۳	۱۲/۵	۱۷/۵۱	۷/۴۶	۱/۴۹
اهرم مالی	۰/۶۵	۰/۶۶	۰/۹۷	۰/۱۰	۰/۱۷۳
بازده سهام	۰/۲۳۲	۰/۱۰	۱/۸۶	-۰/۷۹۵	۰/۵۳
نسبت نقدینگی	۰/۷۴۲	۰/۶۸۴	۳/۷۹	-۰/۰۷۱	۰/۴۳

\* منبع: یافته های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده از آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش و این که میانگین و میانه در بیشتر متغیرهای پژوهش نزدیک به هم هستند، می توان بیان کرد، کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

### آمار استنباطی

گفتنی است، برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی از معیار کیفیت اقلام تعهدی شرکتها استفاده شده است. برای محاسبه این معیار از الگوی شماره (۶)، ارائه شده توسط فرانسویس و همکاران (۲۰۰۵) استفاده می شود.

قبل از تخمین این الگو ابتدا لازم است، آزمون های تشخیصی F لیمر و در صورت لزوم آزمون هاسمن برای تعیین نوع روش برآورد الگو انجام شوند که نتایج آنها در زیر ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون های تشخیصی\*

نوع آزمون	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
آزمون F لیمر	۱/۸۰۷	۰/۰۰۰	روش داده های تابلویی
آزمون هاسمن	۱۳۲/۷	۰/۰۰۰	روش داده های تابلویی با اثرات ثابت

\* منبع: یافته های پژوهش

نتایج آزمون‌های تشخیصی در کل مؤید روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای تخمین الگو هستند که در ادامه نتایج تخمین الگوی شماره (۶) براساس روش پذیرفته‌شده ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج تخمین الگوی پژوهش\*

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	۹۲۶۰۹/۳۵	۴/۳	۰/۰۰۰
جریان وجه نقد دوره قبل	۰/۱۰	۳/۳	۰/۰۰۱
جریان وجه نقد دوره جاری	-۰/۹۹	-۲۹/۱	۰/۰۰۰
جریان وجه نقد دوره آتی	-۰/۱۸	۵/۷	۰/۰۰۰
تغییرات درآمد فروش	۱۲۵۳۳۴/۱	۲/۹	۰/۰۰۳
خالص دارایی‌های ثابت	۰/۲۲۵	۶/۹	۰/۰۰۰
F-statistic (P-Value)	۱۰/۲۳ (۰/۰۰۰)		
Adjusted R- Squared	۰/۵۸		
Durbin – Watson Stat.	۲/۰۱۷		

\* منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول شماره (۳) و با توجه آماره‌ی F به دست آمده (۱۰/۲۳) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. در ادامه همان‌طور که در قبل نیز بیان شد، برای محاسبه معیار کیفیت گزارشگری مالی از شاخص کیفیت اقلام تعهدی استفاده شده است. مقادیر خطا در تخمین الگوی شماره (۶) شاخصی برای محاسبه عدم کیفیت گزارشگری مالی فراهم می‌آورد. بدیهی است، می‌توان با ضرب مقادیر مثبت خطاها در منفی یک  $E_{j,t}$  از آن به شاخصی برای محاسبه کیفیت گزارشگری مالی استفاده کرد. حال به بررسی و آزمون الگوی اصلی پژوهش (الگوی شماره (۱)) پرداخته شده است. قبل از تخمین این الگو ابتدا لازم است، آزمون‌های تشخیصی F لیمر و در صورت لزوم آزمون هاسمن برای تعیین نوع روش برآورد الگو انجام شوند که نتایج آنها در زیر ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون‌های تشخیصی\*

نوع آزمون	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
آزمون F لیمر	۵/۱۴	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۳۰/۲۵	۰/۰۰۰	روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

\* منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون های تشخیصی در کل مؤید روش داده های تابلویی با اثرات ثابت برای تخمین الگو هستند که در ادامه نتایج تخمین الگوی شماره (۱) بر اساس روش پذیرفته شده ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج تخمین الگوی پژوهش\*

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	۱/۴۷	۴/۹۹	۰/۰۰۰
هزینه های نمایندگی	۲/۱۹	۴/۸۳	۰/۰۰۰
کیفیت گزارشگری مالی	-۰/۰۰۰۰۰۲	-۳/۴۵	۰/۰۰۰۶
نسبت سود تقسیمی	۰/۰۰۰۱۴	۰/۴۲	۰/۶۷
اندازه شرکت	-۰/۰۵۴	-۲/۳۸	۰/۰۱۷
اهرم مالی	۰/۱۶۷	۱/۳۱۶	۰/۱۸۸
بازده سهام	۰/۰۰۲۴	۱۰/۳۷	۰/۰۰۰
نسبت نقدینگی	-۰/۰۸۳	-۱/۲۰۹	۰/۰۲۷
<i>F-statistic (P-Value)</i>		۱۰/۳ (۰/۰۰۰)	
<i>R-Squared</i>		۰/۶۴۵	
<i>Adjusted R-Squared</i>		۰/۵۸۲	
<i>Durbin – Watson Stat.</i>		۱/۹۲	

\* منبع: یافته های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول شماره (۵) و با توجه آماره  $F$  به دست آمده (۱۰/۳) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می توان ادعا کرد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۵۸ درصد است، می توان بیان کرد، در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۵۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره  $F$  دوربین واتسون که برابر ۱/۹۲ است، می توان ادعا کرد، خودهمبستگی مرتبه اول میان باقی مانده های الگو وجود ندارد. همچنین، نتایج نشان می دهد، متغیر بازده سهام (۰/۰۰۲۴) ارتباط مثبت و معنادار و متغیرهای اندازه شرکت (-۰/۰۵۴) و متغیر نقدینگی (-۰/۰۸۳) ارتباط معکوس و معناداری با ریسک سرمایه گذاری دارند. در ادامه به بررسی نتایج به دست آمده مربوط به فرضیه های پژوهش پرداخته شده است.



### آزمون فرضیه اول

در این فرضیه به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج به‌دست آمده در جدول شماره (۵) از تخمین الگوی پژوهش و ضریب متغیر کیفیت گزارشگری مالی  $(-0/000002)$  و سطح خطای آن  $(0/0006)$  می‌توان ادعا کرد، در سطح خطای قابل‌پذیرش پنج درصد، متغیر کیفیت گزارشگری مالی تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. نتیجه‌ی آزمون این فرضیه منطبق با مبانی نظری پژوهش و با پژوهش‌های جفری و فانگ (۲۰۱۱) و راجگوپال و نکاتاجالام (۲۰۱۱) مطابقت دارد.

### آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج به‌دست آمده در جدول شماره (۵) از تخمین الگوی پژوهش و ضریب متغیر هزینه‌های نمایندگی  $(2/19)$  و سطح خطای آن  $(0/000)$  می‌توان ادعا کرد، در سطح خطای قابل‌پذیرش پنج درصد، متغیر هزینه‌های نمایندگی تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری پژوهش و با پژوهش‌های میسرا و ویشنانی (۲۰۱۲) و آشبوگ و همکاران (۲۰۰۴) مطابقت دارد.

### نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. بدین‌منظور دو فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و با استفاده از اطلاعات در دسترس به تجزیه و تحلیل آنها پرداخته شد. نتایج پژوهش نشان داد، هزینه‌های نمایندگی تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها دارند و کیفیت اقلام تعهدی که به‌عنوان معیار کیفیت گزارشگری مالی در نظر گرفته شد، تأثیر منفی و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. در راستای نتایج به‌دست آمده می‌توان ادعا کرد، مسائل و مشکلات نمایندگی موجود در شرکت‌ها از عوامل بسیار مهم در تصمیم‌گیری‌های موجود در شرکت‌ها محسوب می‌شود و می‌تواند عوامل بسیاری را تحت تأثیر قرار دهد. از جمله این عوامل می‌توان به ریسک سرمایه‌گذاری اشاره کرد و با توجه به این که هزینه‌ی نمایندگی اثر معکوس بر ارزش شرکت دارد؛ یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین

هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش می‌یابد، در نتیجه کاهش ارزش شرکت (ثروت سهامداران) و قیمت سهام سبب افزایش ریسک سهامداران می‌شود و لزوم توجه و کاهش آن در شرکت‌ها امری مهم و کاملاً ضروری محسوب می‌شود. درباره‌ی تأثیر منفی کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری لازم به توضیح است، هنگامی که کیفیت گزارشگری مالی افزایش می‌یابد، این موضوع نشانه‌ای مثبت در راستای ایفای وظیفه پاسخگویی و شفافیت در گزارشگری مالی از سوی شرکت‌ها محسوب شده، در این راستا سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت کرده، این موضوع می‌تواند منجر به کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی میان افراد درون‌سازمانی و برون‌سازمانی شده، در نهایت ریسک سرمایه‌گذاری در این‌گونه شرکت‌ها به‌مراتب از سایر شرکت‌ها کمتر است.

### پیشنهاد‌های پژوهش

- با توجه به نتایج به‌دست آمده پیشنهاد‌های زیر ارائه می‌شود:
- به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، هنگام خرید سهام شرکت‌ها به هزینه‌های نمایندگی و همچنین کیفیت ارائه اطلاعات آنها توجه جدی شود؛ زیرا یکی از عوامل موثر در مطلوبیت ارائه گزارش‌های مالی شرکت‌ها به بازار، وجود مسائل و مشکلات نمایندگی است که می‌تواند بر بسیاری از عوامل تأثیرگذار باشد.
  - افزون‌بر این، به مالکان و مدیران که نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های انجام‌شده در شرکت‌های بورسی دارند، توصیه می‌شود تا در راستای ارائه گزارش‌های مالی با کیفیت‌تر به بازار گام بردارند؛ زیرا هرچه کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها افزایش یابد و سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت داشته باشند، آن شرکت راحت‌تر می‌تواند در جهت تأمین نیازهای مالی خود اقدام به تأمین مالی از طریق بازار سهام نماید.
  - همچنین، به پژوهشگران توصیه می‌شود، در جهت شفاف‌تر شدن تأثیر سایر معیارهای کیفیت گزارشگری مالی بر کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های زیر را انجام دهند.
  - بررسی ارتباط میان کیفیت افشا از جنبه‌های به‌موقع بودن و قابلیت‌اتکا بودن با ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌ها.
  - استفاده از سایر معیارهای محاسبه ریسک شرکت‌ها و همچنین هزینه‌های نمایندگی.

## منابع

۱. ابزری، م.، صمدی، س.، و تیموری، ه. (۱۳۸۶). بررسی عوامل موثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصول مالی. *فصلنامه روند*، ۵۴ و ۵۵، ۱۲۳-۱۵۲.
۲. احمد پور، ا.، و رسائیان، ا. (۱۳۸۵). رابطه معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۴۶، ۳۷-۶۰.
۳. تقوی، م.، جبارزاده کنگرلویی، س.، و خدایاریگانه، س. (۱۳۸۹). تبیین رابطه هزینه‌های نمایندگی و ارزش شرکت با مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله مهندسی مالی و پرتفوی*، ۳، ۱۰۹-۱۳۳.
۴. خالقی مقدم، ح.، و خالقی، ع. (۱۳۸۸). شفافیت شرکتی در ایران و عوامل موثر بر آن. *مطالعات حسابداری*، ۲۱، ۳۱-۶۰.
۵. خدادادی، و.، و کارگرپور، خ. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین جریان نقد عملیاتی و نسبت‌های نقدینگی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱، ۶۰-۷۵.
۶. طالب‌نیا، ق.، و برزیگر، ج. (۱۳۸۷). ارزیابی ریسک‌های شرکت‌های دارویی در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱(۳)، ۵-۳۱.
۷. عرب‌مازار یزدی، م.، و طالبیان، م. (۱۳۸۸). کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه. *فصلنامه مطالعات حسابداری*، ۲۱، ص ۱-۲۷.
۸. قائمی، م.، و وطن پرست، م. (۱۳۸۴). بررسی اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴۱)، ۸۵-۱۰۳.
۹. نمازی، م. (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت. *مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز*، ۲۲(۲)، پیاپی ۴۳، ۱۴۷-۱۶۴.

۱۰. نمازی، م.، و خواجوی، ش. (۱۳۸۳). سودمندی متغیرهای حسابداری در پیش‌بینی ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۳۸)، ۹۳-۱۱۹.

۱۱. نمازی، م.، و مرادی، ج. (۱۳۸۴). بررسی تجربی سازه‌های موثر در تعیین پاداش هیأت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات حسابداری، ۱۰ و ۱۱، ۷۳-۱۰۳.

12. Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of finance*, 55, 81-106.
13. Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. (Working Paper Series).
14. Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1987). Corporate strategy: Useful perspective for the study of capital structure? *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75.
15. Beaver, W., Kattler, P., & Scholes, M. (1970). the association between market determined and accounting determined risk measures. *The Accounting Review*, 45, 645-682.
16. Brandt, M., Brav, A., Graham, J., & Kumar, A. (2010). The diosyncratic volatility puzzle: time trend or speculative episodes?. *Review of Financial Studies*, 23 (2), 863-899.
17. Dechow, P., & Dichev, I. (2002). the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, Supplement, 35-59.
18. Denis, D. J., & Denis, D. K. (1994). Majority owner-managers and organizational efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 1, 91-118.
19. Francis, j., and et al. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39.64-79
20. Hamilton, J. (1978). Marketplace organization and marketability: NASDAQ, the stock exchange and the national market system. *Journal of Finance*, 33, 487-503.
21. Hube, K. (1998). Time for investing's four-letter word. *Wall Street Journal*, January 23, 115-131

22. Hutton, A, P., Marcus, A, J., & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R 2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
23. Jeffrey, L, C., & Fang, X. (2011). Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?. [www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1804697](http://www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1804697)
24. Jensen, M, C. (1998). Self-Interest, Altruism, Incentives of Agency Theory: Foundation of Organizational Strategy. *Harvard University Press*.
25. Jensen, M, C., Meckling, W. (1976). heory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
26. Lambert, R., Christian L., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420.
27. Leuz, C., & Verrecchia, R. (2000). Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
28. Levitt, A. (1998). The Importance of High-Quality Accounting Standards. *Accounting Horizons*, 12, 79–82
29. Markowitz, H, M. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
30. Misra, D., & Vishnani, S. (2012). Impact of Corporate Governance Regulation on Market Risk. [www.vikalpa.com/pdf](http://www.vikalpa.com/pdf).
31. Modigliani, F., & Miller, M, H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
32. Monsen, R, J., & Chiu, D, C. (1968). The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm. *Quarterly Journal of Economics*, 82 (August 1968), 435-451.
33. Pastor, L., & Stambaugh, R. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111, 642-685.
34. Pastor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *Journal of Finance*, 58: 1749-1789.

35. Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial Reporting Quality and Idiosyncratic Return Volatility. *The Journal of Accounting and Economics*, 51, PP 1-20.
36. Sakawa, H., & Watanabel, N. (2008). Relationship between managerial compensation and business performance in Japan: New evidence using micro data. *Asian Economic Journal*, 22(4), 431-455.
37. Tao, M. (2012). Financial Reporting Quality and Information Asymmetry: Evidence from the Chinese Stock Market. [iaf.shufe.edu.cn/upload/\\_info/.../101333\\_1205170907012.pdf](http://iaf.shufe.edu.cn/upload/_info/.../101333_1205170907012.pdf).

