





پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی

رابطه خوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی


استادیار حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

رافیک باغومیان 

دکتری حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس،
ایران

حسین رجب‌دری *

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی،
بندرعباس، ایران

امیررضا خانی‌ذلان 

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه خوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و دوره زمانی آن نیز شامل سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ و نمونه برگزیده متشکل از ۱۷۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با روش حذف سیستماتیک است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از طریق داده‌های پانلی از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی در نرم‌افزار Eviews استفاده شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بین ناخوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، مالکیت نهادی به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر، رابطه ناخوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام را به گونه منفی تعدیل می‌کند. افزون بر آن، اثر تعدیل‌گر متغیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه ناخوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام، مثبت و معنادار است. با توجه به یافته‌های پژوهش، لازم است از یک‌سو بررسی شود که خوانایی گزارش مالی بر چه مواردی اثرگذار است. از سوی دیگر در راستای بهبود بازار، به موارد اثرگذار بر هم‌زمانی قیمت سهام توجه بیشتری نمود.

کلیدواژه‌ها: خوانایی گزارش‌های مالی، هم‌زمانی قیمت سهام، مالکیت نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی.

* نویسنده مسئول: حسین رجب‌دری: Hosrado@gmail.com

مقدمه

خوانایی در حوزه برقراری ارتباط، روانشناسی و آموزش به‌عنوان سهولت ادراک و همچنین، پیام‌های مربوط به سبک نوشتن تعریف شده است (بارنت و لئوفلر^۱، ۱۹۷۹). افشای اطلاعات شرکت‌ها نیز شامل مطالب ارائه شده در گزارش‌های سالیانه و حاوی اطلاعات متنی است (لی^۲، ۲۰۱۰). افشای اطلاعات به گونه معمول از سه بخش محتوا، زمان‌بندی و نحوه ارائه اطلاعات تشکیل شده است که سودمندی هر یک از آن‌ها به خوانایی و قابلیت فهم گزارش‌های مالی بستگی دارد (کورتیس^۳، ۲۰۰۴). پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که ناخوانایی گزارش‌های مالی، برای سرمایه‌گذاران مشکل‌آفرین است (لی و توئیدی^۴، ۱۹۷۵؛ بارتلت و چاندلر^۵، ۱۹۹۷؛ کورتیس، ۱۹۸۲). در این راستا، دیویس و تام سوئیت^۶ (۲۰۱۲) بیان می‌کنند که مدیران در مورد میزان جزئیات، محتوا و همچنین، واژه‌های استفاده شده در گزارش‌های مالی و اطلاعات افشاشده، قدرت و اختیار دارند. برای نمونه، یافته‌های بیاتای^۷ (۲۰۱۴) نشان داد اگرچه می‌توان شفافیت گزارش‌های افشایی را بهبود بخشید و نیاز اطلاعاتی سهامداران را برآورده کرد، اما این نگرانی وجود دارد که گزارش‌های افشاشده ممکن است با ابهام، سبک نوشتار و ناخوانایی، سودمندی خود را از دست بدهد و همچنین، استفاده‌کنندگان را سردرگم و از اهداف اصلی منحرف کند (روسرفورد^۸، ۲۰۰۳).

با توجه به پژوهش‌های صورت گرفته، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعاتی که پردازش آن‌ها سخت‌تر است، واکنشی کند و ناقص نشان می‌دهند (بلومفیلد^۹، ۲۰۰۲)، زیرا اطلاعات پیچیده سرمایه‌گذاران را وادار می‌سازد تا تلاش‌های شناختی بیشتری انجام دهند و این

1 Barnett and Leoffler

2 Li

3 Curtis

4 Lee and Tweedie

5 Bartlett and Chandler

6 Davis and Tama-Sweet

7 Beattie

8 Rutherford

9 Bloomfield

مسئله باعث کاهش درک و توانایی ارزیابی چشم‌انداز شرکت بر اساس اطلاعات می‌شود و می‌تواند تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (لی، ۲۰۱۲)

در هنگام تهیه گزارش‌های سالانه، مدیران می‌توانند در مورد محتوا، زبان و سبک نوشتن گزارش‌ها تصمیم بگیرند (هنری و لئون،^۱ ۲۰۱۶). لی (۲۰۱۰) بیان می‌کند که موارد مبهم در گزارش‌های مالی، بی‌نظمی و فرصت‌طلبی مدیریت را نشان می‌دهد. از آنجا که سرمایه‌گذاران به اطلاعات ارائه‌شده برای تصمیم‌گیری در امور تجاری تکیه می‌کنند (کازیر و پفیفر،^۲ ۲۰۱۶) و گزارش‌های مالی که خوانایی کمتری دارد، می‌تواند توانایی پردازش اطلاعات کاربران را ضعیف کند؛ از این رو، ابهام در ارائه اطلاعات بر قضاوت و تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیرگذار است (یو و ژانگ،^۳ ۲۰۰۹؛ میلر،^۴ ۲۰۱۰). در نتیجه، مدیران و فعالان مختلف در بازار سرمایه، به گونه فزاینده‌ای نگران خوانایی گزارش‌های مالی هستند، زیرا قابلیت درک و اخذ تصمیم‌های سودمند توسط سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان به اطلاعات گزارش‌های مالی و خوانایی آن بستگی دارد (لیما، چالمرز و هانلون،^۵ ۲۰۱۸).

هم‌زمانی قیمت سهام، نشان‌دهنده درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود (جانستون،^۶ ۲۰۰۹). دورنو، مورک، یونگ و زاروین^۸ (۲۰۰۳) و پیتروسکی و رولستون^۹ (۲۰۰۴) نیز معتقدند هم‌زمانی بازده قیمت دامنه‌ای است که در آن بازدهی صنعت و بازار، تفاوت موجود در بازدهی سهام در سطح شرکت را توضیح می‌دهد. در واقع، هم‌زمانی قیمت را به‌عنوان مقیاسی برای اندازه‌گیری مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت که در قیمت منعکس شده است، تعریف می‌کنند. همچنین، آن‌ها عنوان می‌کنند که قدرت تبیینی شاخص‌های صنعت و بازار، بیانگر میزان نسبی اطلاعات خاص شرکت، صنعت و بازار است. افزون بر آن، خوانا نبودن گزارش‌های مالی موجب

1 Henry and Leone

2 Cazier and Pfeiffer

3 You and Zhang

4 Miller

5 Lima, Chalmersb and Hanlon

6 Stock Price Synchronicity

7 Johnston

8 Durnev, Morck, Yeung and Zarowin

9 Piotroski and Roulstone

افزایش هزینه‌های پردازش اطلاعات برای استفاده‌کنندگان می‌شود (لیهاوی، لی و مرکلی^۱، مرکلی^۱، ۲۰۱۱).

هنگام بالا بودن هزینه‌های تهیه و پردازش اطلاعات، برخی استفاده‌کنندگان می‌توانند اطلاعات را با هزینه کمتری به دست آورند (گراسمن و استیگلیتز^۲، ۱۹۸۰). این موضوع نشان می‌دهد در چنین مواردی بازارها از حیث اطلاعات نمی‌توانند به گونه کامل اثربخش و کارآمد باشند؛ بنابراین، در مواقعی که خوانایی گزارش‌های مالی شرکت‌ها پایین‌تر باشد، امکان استفاده از اطلاعات خاص شرکتی آن‌ها نیز کمتر خواهد بود (بای، دانگ و هو^۳، ۲۰۱۹). همچنین، استفاده‌کنندگان تقاضای فزاینده‌ای برای کسب اطلاعات ارزان خواهند داشت و به احتمال فراوان نیز این گونه اطلاعات را کسب می‌کنند و به کار خواهند بست (مواردی مانند اطلاعات سطح بازار یا صنعت در چارچوب قیمت‌های سهام)؛ بنابراین، گزارش‌های مالی دارای خوانایی بیشتر با ارائه اطلاعات کامل‌تر، هزینه‌های پردازش اطلاعات را کم می‌کند و در نتیجه، از هم‌زمانی قیمت سهام می‌کاهد و با کاهش خوانایی نیز موجب هم‌زمانی بیشتر خواهد شد (بای و همکاران، ۲۰۱۹). همچنین، رابطه ناخوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام برای شرکت‌های دارای مالکیت نهادی بالاتر تقلیل خواهد یافت، زیرا مالکان نهادی میزان قابل توجهی از اطلاعات را دارا هستند. افزون بر آن، عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، منجر به افزایش تقاضا برای اطلاعات از سوی استفاده‌کنندگان می‌شود و در نتیجه، تأثیر ناخوانایی گزارش مالی بر هم‌زمانی قیمت سهام در چنین شرایطی قدرتمندتر خواهند بود (بای و همکاران، ۲۰۱۹).

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه خوانایی گزارشگری مالی و هم‌زمانی قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی است. همچنین، با توجه به عدم ورود پژوهشگران و نبود پژوهش مشابه در کشور، ضروری است که این مسئله مورد بررسی تجربی قرار گیرد تا بتوان بر اساس یافته‌ها، برنامه‌ریزی‌های بهتری انجام داد.

1 Lehavy, Li, and Merkley

2 Grossman and Stiglitz

3 Bai, Dong and Hu

پژوهش حاضر از لحاظ گسترش ادبیات متغیرهای پژوهش دارای دانش‌افزایی است و به ادبیات خوانایی گزارشگری مالی و پیامدهای اقتصادی آنکه به‌تازگی در ایران مورد توجه قرار گرفته است، کمک می‌کند و می‌تواند مرجع مفیدی برای پژوهش‌های آینده در زمینه خوانایی گزارشگری مالی در ایران باشد. افزون بر آن، این پژوهش مزیت خواناتر ساختن گزارش‌های مالی را مورد تأکید قرار می‌دهد و تحت شرایطی که این‌گونه مزایا برجسته‌تر باشد، بر آن بیشتر تأکید می‌نماید. مزیت حاصل از به‌کارگیری اطلاعات خاص شرکتی (برای نمونه گزارش‌های مالی خواناتر) در چارچوب قیمت‌های سهام با تلاش برای درک راحت‌تر گزارش‌های مالی همسو و متجانس است. در نتیجه، مدیران شرکت‌ها نیز باید نسبت به این‌گونه مزایا مطلع بوده و گزارش‌های مالی را خواناتر سازند. در ادامه، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده و سپس، روش پژوهش، یافته‌ها و بحث و نتیجه‌گیری آورده می‌شود.

مبانی نظری

چگونگی تأثیرگذاری گزارش‌های مالی به‌ویژه خوانایی بر رفتار استفاده‌کنندگان، به‌تازگی در تعداد زیادی از پژوهش‌ها مورد توجه قرار گرفته است. یافته‌های لی (۲۰۰۸) نشان داد که شرکت‌های دارای سودهای پایین‌تر، به احتمال کمتری گزارش‌های پیچیده‌تر منتشر خواهند کرد. بیدل، هیلاری و وردی^۱ (۲۰۰۹) نیز دریافته‌اند که بین کارایی سرمایه‌گذاری و پیچیدگی گزارش‌های مالی، رابطه معناداری وجود دارد. میلر (۲۰۱۰) نیز در پژوهش خود مشاهده نمود که استفاده‌کنندگان تمایل کمتری برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای گزارش‌های مالی پیچیده‌تر هستند، دارند.

افزون بر آن، مجموعه دیگری از پژوهش‌های صورت گرفته متمرکز بر چگونگی واکنش بازار نسبت به اطلاعات پیچیده بوده است. فرضیه بازار کارا مدعی می‌شود که قیمت‌های سهام به گونه کامل از اطلاعات موجود و در دسترس عموم تأثیر می‌پذیرد (فاما^۲، ۱۹۷۰). بر اساس فرضیه بازار کارا، بدون توجه به خوانایی گزارش‌های مالی،

1 Biddle, Hilary and Verdi

2 Fama

همواره شرکت‌ها باید به‌طور کامل و پیوسته اطلاعات گنجانده‌شده در گزارش‌های مالی را انعکاس دهند. باوجوداین، تتلوک، سار- تسچنسکی و مکسکسی^۱ (۲۰۰۸) دریافتند که قیمت‌های سهام واکنش کمی نسبت به اخبار منتشرشده در گزارش‌های مالی از خود نشان می‌دهند. فلمان، گوویندرج، لونت و سگال^۲ (۲۰۱۰) نیز دریافتند که واکنش‌های بازار در طول دوره‌های زمانی کوتاه‌مدت به‌صورت معناداری با تغییر لحن و گفتمان مدیریت در گزارش‌های مالی، رابطه داشته است. همچنین، یو و ژانگ^۳ (۲۰۰۹) دریافتند که پیچیدگی گزارش‌های مالی منجر به ضعف توانایی‌های استفاده‌کنندگان می‌شود. یافته‌های لی (۲۰۱۲) نیز نشان داد که گزارش‌هایی که خواندن و درک آن‌ها دشوار است، دارای اطلاعات مخفی و پنهان بوده و منجر به کاهش عکس‌العمل بازار نسبت به این‌گونه اطلاعات می‌شود. مطالب بیان‌شده نشان از آن دارد اطلاعاتی که استخراج آن‌ها از افشای عمومی هزینه بیشتری دارد، در قیمت‌های سهام بازار کمتر نمود می‌یابند که با فرضیه افشای ناقص^۴ (بلومفیلد، ۲۰۰۲) همسو و متجانس است.

رابطه خوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام

هم‌زمانی قیمت سهام، مقیاسی برای اندازه‌گیری مقدار نسبی اطلاعات خاص شرکت است که در قیمت انعکاس یافته است؛ به عبارت دیگر، هم‌زمانی قیمت سهام دامنه‌ای است که در آن، بازده بازار و صنعت، تفاوت بازده سهام را در سطح شرکت توضیح می‌دهد (میرعسکری، محفوظی و شعبانی‌نژاد، ۱۳۹۷). قیمت سهام شرکت‌ها در دل خود اطلاعات خاص شرکتی و همچنین، اطلاعات عمومی شناخته‌شده از قبیل بازدهی بازار و بازدهی صنعت را به همراه دارد (بای و همکاران، ۲۰۱۹). همان‌گونه که در مطالعه رول^۵ (۱۹۸۸) بیان شده است، بازدهی سهام شرکت‌ها هم‌زمان با بازدهی‌های صنعت و بازار تا حد معینی تحریک خواهد داشت و بخش بیشتری از نوسان بازدهی که نمی‌توان از طریق اطلاعات

1 Tetlock, Saar-Tschansky and Macskassy

2 Feldman, Govindaraj, Livnat and Segal

3 You and Zhang

4 Incomplete Revelation Hypothesis

5 Roll

رایج صنعتی و سطح بازار آن را تشریح نمود، به گونه چشم‌گیری به اطلاعات خاص شرکتی نسبت داده می‌شود. شماری از پژوهش‌های تجربی این دیدگاه را تأیید نموده و نشان داده‌اند که یکپارچه‌سازی اطلاعات خاص شرکتی در بازار، منجر به کاهش هم‌زمانی قیمت سهام شرکت‌ها خواهد شد (گل، کیم و کیو^۱، ۲۰۱۰؛ کیم و شی^۲، ۲۰۱۲؛ دانگ، لی، لین و نی^۳، ۲۰۱۶). به‌عنوان نمونه، کیم و شی^۴ (۲۰۱۲) دریافتند که گزارشگری بهتر تحت استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، موجب تسهیل به‌کارگیری اطلاعات خاص شرکتی در قیمت‌های سهام می‌شود و به دنبال آن، هم‌زمانی سهام کاهش می‌یابد.

در مقابل، گزارش‌های مالی که خواندن آن‌ها سخت و دشوار است، منجر به افزایش هزینه‌های پردازش اطلاعات می‌شود که در نتیجه، موجب می‌شود تا استفاده‌کنندگان تمایلی به معامله آن سهام نداشته باشند (میلر، ۲۰۱۰). افزون بر آن، کیم، وانگ و ژانگ^۵ (۲۰۱۹) دریافتند که مدیران در گزارش‌های مالی، برخی اطلاعات را از استفاده‌کنندگان پنهان می‌کنند که نشان می‌دهد نمی‌توان انتظار داشت اطلاعات گزارش‌های مالی به گونه کامل در قیمت‌های سهام متبلور شود. در مواجهه با هزینه‌های بالای پردازش اطلاعات مرتبط با گزارش‌های سالیانه‌ای که خواندن و درک آن‌ها دشوار است، استفاده‌کنندگان آن سهام را بر مبنای اطلاعات بازار (و صنعت و کمتر با توجه به اطلاعات خاص شرکتی) دادوستد می‌کنند که پیامد آن افزایش هم‌زمانی قیمت سهام است. از سوی دیگر، گزارش مالی خواناتر موجب تسهیل کسب و درک اطلاعات خاص شرکتی می‌شود و اطلاعات پرباری از شرکت را به بازار عرضه می‌کند که به دنبال آن، هم‌زمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد (بای و همکاران، ۲۰۱۹). در نتیجه، می‌توان انتظار داشت که با افزایش پیچیدگی و ناخوانایی در گزارش‌های مالی، هم‌زمانی قیمت سهام افزایش یابد.

1 Gul, Kim and Qiu

2 Kim, and Shi

3 Dong, Li, Lin and Ni

4 Kim, and Shi

5 Kim, Wang and Zhang

فرضیه اصلی اول: بین ناخوانایی گزارش‌های مالی^۱ و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نقش تعدیل‌گر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام

به مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری یا سایر شرکت‌ها که سهام عادی دیگر شرکت‌ها را در اختیار دارند، سهامداران نهادی گفته می‌شود. در اغلب موارد این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود که این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشئت می‌گیرد. استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌های خود برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها است. هرچه سطح سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود که این یک ارتباط مستقیم است (ماوگ^۲، ۱۹۹۸). رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند. حرکت بازار متأثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی و... خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به سود شرکت وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به سود شرکت وابستگی زیادی به اطلاعات خاص شرکتی دارد و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (هم‌زمانی قیمت) پایین باشد، نشان‌دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است (پیتروسکی و رولستون، ۲۰۰۴)؛ بنابراین، می‌توان گفت پایین بودن هم‌زمانی بازده سهام شرکت‌ها، در واقع بیانگر این موضوع است که قیمت آن‌ها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد، چون مقدار بیشتری

۱. با توجه به اطلاعات مندرج در جدول ۱، با افزایش میزان شاخص فوگ، ناخوانایی گزارشگری مالی کمتر می‌شود. در نتیجه، در بررسی فرضیه‌ها ناخوانایی عنوان شده است.

از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان می‌کنند (کامیابی و پرهیزگار، ۱۳۹۵).

مزیت اطلاعاتی و مهارتی سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان استفاده‌کنندگان حرفه‌ای، به آن‌ها کمک می‌کند تا اطلاعات خاص شرکتی گنجانده‌شده در گزارش‌های مالی را بدون توجه به سطح خوانایی آن درک و پردازش کنند. افزون بر آن، سرمایه‌گذاران نهادی پا را از کانال‌های اطلاعاتی عمومی فراتر گذاشته و مزیت اطلاعاتی را از طریق ارتباطات خصوصی با مدیران نیز به دست می‌آورند (پتروسکی و رولستون، ۲۰۰۴). از آنجاکه سرمایه‌گذاران نهادی هم اطلاعات خصوصی و هم اطلاعات عمومی را در معاملات خود به کار می‌بندند، واکنش بازار نسبت به انتشار سود برای شرکت‌های دارای میزان بالاتر مالکیت نهادی، کمتر است (الگازار^۱، ۱۹۹۸). بر همین اساس، با توجه به اینکه گزارش‌های مالی خوانا به استفاده‌کنندگان کمک می‌کند تا اطلاعات خاص شرکتی را پردازش نمایند، ناخوانایی و پیچیدگی گزارش‌های مالی نمی‌تواند عامل تعیین‌کننده و اثرگذاری بر هزینه‌های پردازش اطلاعات خاص شرکتی برای شرکت‌های دارای مالکیت نهادی بالاتر باشد؛ در نتیجه، این انتظار وجود دارد که اگر اثر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین ناخوانایی و هم‌زمانی قیمت سهام وارد شود، از شدت مثبت آن کاهش یابد (بای و همکاران، ۲۰۱۹).

فرضیه اصلی دوم: رابطه مثبت بین ناخوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام با مالکیت نهادی به‌صورت منفی تعدیل می‌شود.

نقش تعدیل‌گر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین خوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام

یکی از عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورت نامتقارن بین افراد توزیع شود، می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود (کرمی و فرج‌زاده، ۱۳۹۴). اغلب چنین

استدلال می‌شود که جریان شفاف و با کیفیت اطلاعات، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی خواهد شد (ملکی افوسی و کیقبادی، ۱۳۹۶). عدم تقارن اطلاعاتی، به وضعیتی اطلاق می‌شود که آگاهی مدیران از فعالیت‌های شرکت نسبت به سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه و سایر ذینفعان بیشتر است. چنین عدم تقارن اطلاعاتی، موجب بروز مشکل‌هایی مانند مخاطره اخلاقی و انتخاب نادرست می‌شود؛ بنابراین، به منظور حفظ منافع سهامداران و سایر افراد ذینفع، افشای عمومی و با کیفیت اطلاعات ضروری است. (حساس‌یگانه و نادقمی، ۱۳۸۵). عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر منجر به افزایش تقاضای استفاده‌کنندگان نسبت به اطلاعات گزارش‌های مالی می‌شود و در نتیجه، تأثیر پیچیدگی گزارش بر هم‌زمانی قیمت سهام در این شرایط قوی‌تر خواهد بود، زیرا منجر به پیچیده‌تر شدن شرایط برای استفاده‌کنندگان خواهد شد. استفاده‌کنندگان در راستای جستجو برای اطلاعات خاص شرکتی در شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعات بالاتر است، فعالیت بیشتری را از خود نشان می‌دهند؛ بنابراین، خوانایی گزارش‌های مالی این‌گونه شرکت‌ها، عاملی مهم و حیاتی از حیث تعیین اثربخشی و راندمان هزینه‌های پردازش و کسب اطلاعات خاص شرکتی است (بای و همکاران، ۲۰۱۹). در نتیجه، می‌توان انتظار داشت که با افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه مثبت بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام، بیشتر شود.

فرضیه اصلی سوم: رابطه مثبت بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام با عدم تقارن اطلاعاتی به صورت مثبت تعدیل می‌شود.

پیشینه پژوهش

بررسی پیشینه پژوهش نشان داد که در میان پژوهشگران داخلی برای نمونه، کامیابی و پرهیزگار (۱۳۹۵) در پژوهش خود دریافتند شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران نهادی پایدار هستند، هم‌زمانی قیمت سهام کمتری دارند. افزون بر آن، ابراهیمی‌کردلر و جوانی‌قلندری (۱۳۹۵) در پژوهشی دریافتند که بین هم‌زمانی قیمت سهام و کیفیت سود رابطه منفی برقرار است. صفری‌گرایلی، رضایی و نوروزی (۱۳۹۶) دریافتند که با افزایش

مدیریت سود، خوانایی گزارشگری مالی کاهش می‌یابد. خانی، رجب‌دردی و معتمد (۱۳۹۷) نیز دریافتند که رابطه بین مالکیت مدیریتی و هم‌زمانی قیمت سهام به صورت: مالکیت مدیریتی بالا (منفی و معنادار)، مالکیت مدیریتی متوسط (منفی و معنادار)، سهام شناور آزاد (منفی و معنادار) است. در پژوهشی دیگر نیز صفری گرایلی و رضایی (۱۳۹۷) دریافتند که توانایی مدیریت، موجب افزایش خوانایی گزارشگری مالی می‌شود. یافته‌های خانی و رجب‌دردی (۱۳۹۸) نیز نشان داد که بین خوانایی گزارش‌های مالی و سیاست مالیاتی متهورانه رابطه دوسویه و معناداری وجود دارد. یافته‌ها نشان داد که با افزایش خوانایی گزارش‌های مالی، سیاست مالیاتی متهورانه کاهش می‌یابد. فغفورمغربی، سجادی، اثنی‌عشری و رضاییان (۱۳۹۹) نیز در پژوهش خود دریافتند که احساس زبانی مثبت و خوانایی ضعیف اطلاعیه اعلام سود بر قضاوت سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت دارد.

در میان پژوهشگران خارجی نیز برای نمونه، آجینا، لویتی و مسولی^۱ (۲۰۱۶) دریافتند شرکت‌هایی که درآمد خود را دست‌کاری می‌کنند، گزارش سالیانه آن‌ها خوانایی کمتری دارد تا دست‌کاری آن‌ها را پنهان کند. لو، راموس و روگو^۲ (۲۰۱۷) نیز بیان می‌کنند که در شرکت‌هایی که مدیریت سود وجود دارد، خوانایی گزارشگری مالی کمتر است. افزون بر آن، لیما و همکاران (۲۰۱۸) دریافتند که شرکت‌هایی که استراتژی تجاری آینده‌نگر را دنبال می‌کنند، نسبت به شرکت‌هایی که استراتژی تدافعی را دنبال می‌کنند، خوانایی گزارشگری کمتری دارند. پای و همکاران (۲۰۱۹) نیز دریافتند که بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، این رابطه به وسیله مالکیت نهادی به صورت مثبت و با عدم تقارن اطلاعاتی به گونه منفی تعدیل می‌شود. به‌تازگی نیز می^۳ (۲۰۲۰) دریافت که با کاهش روش‌های تشویقی مدیران، لحن گزارش‌های مالی منفی‌تر می‌شود و خوانایی آن‌ها نیز کاهش می‌یابد.

1 Ajina, Laouiti and Msolli

2 Lo, Ramos and Rogo

3 Mi

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده می‌کند و بر اساس فرضیه‌ها و طرح‌های پژوهش از قبل تعیین شده انجام می‌شود. از این دسته پژوهش‌ها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازه‌گیری داده‌ها کمی است و برای استخراج نتیجه‌ها از فن‌های آماری استفاده می‌شود.

در این پژوهش از چهار دسته متغیرهای وابسته (هم‌زمانی قیمت سهام)، مستقل (خوانایی گزارش مالی)، تعدیل‌گر (مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی) و کنترلی (اهرم مالی، اندازه شرکت، نوسان بازده سهام و عمر شرکت) استفاده شد که به شرح زیر قابل اندازه‌گیری است.

هم‌زمانی قیمت سهام

متغیر وابسته این پژوهش، هم‌زمانی قیمت سهام است. معیار سنجش میزان هم‌زمانی قیمت سهام، بر اساس الگوی پیتروسکی و رولستون (۲۰۰۴) و آماره R^2 است که از رابطه ۱ استخراج می‌شود:

$$R_i = \alpha + \beta R_M + \gamma R_I + e \quad \text{رابطه ۱}$$

که در آن:

R_i بازده سهام شرکت t در ماه t

R_M بازده بازار شرکت t در ماه t

R_I میزان بازده صنعت شرکت t در ماه t است. با توجه به رابطه فوق می‌توان هم‌زمانی قیمت را به صورت رابطه ۲ محاسبه کرد:

$$\text{Synch} = \text{Log} \left(\frac{R^2}{1 - R^2} \right) \quad \text{رابطه ۲}$$

که R^2 در آن بیانگر ضریب تعیین حاصل از الگوی پیتروسکی و رولستون (۲۰۰۴) است که مربوط به شرکت t در سال t است. مقدار Synch نیز نشان‌دهنده هم‌زمانی قیمت

شرکت i در سال t است که برای هر شرکت، بر اساس بازده ماهانه در یک سال تعیین می‌شود که در کل، ۱۲ ماه در هر سال را شامل می‌شود.

خوانایی گزارشگری مالی

متغیر مستقل پژوهش حاضر، خوانایی گزارشگری مالی است که برای اندازه‌گیری آن همسو با پژوهش‌های حسن (۲۰۱۷)، آجینا و همکاران (۲۰۱۶)، صفری گرایلی و رضایی (۱۳۹۷) و صفری گرایلی و همکاران (۱۳۹۶) از شاخص زیر که روایی و اعتبار آن برای سنجش خوانایی متون فارسی توسط برخی پژوهشگران داخلی مانند فضل‌الهی و ملکی-توانا (۱۳۸۹) و دیانی (۱۳۷۹) مورد تأیید قرار گرفته است، استفاده شد. شاخص خوانایی گزارشگری مالی به صورت رابطه ۳ محاسبه می‌شود:

$$\text{رابطه ۳} \quad (\text{میانگین تعداد کلمات در هر جمله} + \text{درصد کلمات پیچیده}) \times 0.4 = \text{شاخص فوگ}$$

فرایند و نحوه تعیین سطح خوانایی گزارشگری مالی در شاخص فوق به ترتیب زیر است:

- ۱- انتخاب نمونه صد کلمه‌ای از ابتدا، یک نمونه صد کلمه‌ای از وسط و یک نمونه صد کلمه‌ای از اواخر گزارش به صورت 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 صد کلمه‌ای.
- ۴- شمارش تعداد کلمات سه‌هجایی و بیش از سه‌هجایی موجود (کلمات پیچیده) در هر کدام از متون صد 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 صد کلمه‌ای دیگر.
- ۸- محاسبه میانگین نتایج هر سه نمونه از طریق جمع کردن و تقسیم به تعداد (فضل الهی و ملکی توانا، ۱۳۸۹).
- رابطه بین شاخص فوگ و خوانایی گزارشگری مالی به شرح جدول ۱ است:

جدول ۱. رابطه بین شاخص فوگ و خوانایی گزارشگری مالی

شاخص فوگ	بالاتر از ۱۸	۱۴-۱۸	۱۲-۱۴	۱۰-۱۲	۸-۱۰
خوانایی	پیچیده	سخت	مناسب	قابل قبول	آسان

مالکیت نهادی

مالکیت نهادی به معنای درصد مالکیت اشخاص حقوقی مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات و صندوق بازنشستگی و شرکت‌های بیمه است. میزان مالکیت نهادی از طریق تقسیم سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی یک شرکت به کل سهام آن شرکت، محاسبه می‌شود (میترا و بیکی جاگی، ۲۰۱۷).

عدم تقارن اطلاعاتی

برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از الگوی ونکاتش و چیانگ^۲ (۱۹۸۶) بر اساس رابطه ۴ استفاده شده است.

$$Spread_{it} = \frac{AP - BP}{AP + BP/2}$$

که در این رابطه:

AP = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت t در دوره t

BP = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت t در دوره t .

این الگو توسط ونکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت. بزرگی معیار Spread برای تفکیک

1 Mitra and Bikki Jaggi

2 Venkatesh and Chiang

سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه به کار می رود و هرچه عدد محاسبه شده بزرگ تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه بیشتر است.

اهرم مالی

اهرم مالی به وسیله تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها محاسبه می شود. مطالعات قبلی صورت گرفته مانند هی، لی، شن و ژانگ^۱ (۲۰۱۳) و ننگ، وو، یو و ژانگ^۲ (۲۰۱۱) بیان داشته اند که اهرم مالی نقش مهمی در هم زمانی قیمت سهام دارد. آنان بیان می کنند که اهرم مالی بالاتر، تمایل به تغییر ریسک از نقدینگی به بدهی را موجب می شود که ریسک بیشتری را برای شرکت به همراه دارد و منجر به افزایش هم زمانی قیمت سهام می شود.

اندازه شرکت

اندازه شرکت از طریق لگاریتم فروش به دست می آید. اندازه شرکت به گونه مستقیم به هم زمانی قیمت سهام مربوط می شود، زیرا بازده سهام شرکت های بزرگ، همگام با بازار است (رول، ۱۹۸۸). افزون بر آن، فرناندز و فریا^۳ (۲۰۰۹) استدلال می کنند که اعلامیه های عمومی شرکت های با اندازه بزرگ تر ممکن است به عنوان شاخص های کلان اقتصادی برای شرکت های کوچک عمل کند که موجب افزایش هم زمانی قیمت سهام شود.

نوسان بازده سهام

بر اساس دیدگاه بیچوک، کراکمن و تراپانتیس^۴ (۲۰۰۰) از آنجا که نوسان بازده سهام معیاری از ریسک، آسیب پذیری بازار سهام و وجود رابطه نامتقارن است، می توان انتظار داشت که با افزایش نوسان، هم زمانی قیمت سهام افزایش یابد. این متغیر نیز با استفاده از انحراف معیار بازده روزانه سهام به صورت رابطه ۵ تهیه می شود (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹):

1 He, Li, Shen and Zhang

2 Ng, Wu, Yu and Zhang

3 Fernandes and Ferreira

4 Bebchuk, Kraakman and Triantis

$$var = \sqrt{\frac{1}{D_{it-1}} \sum_1^{D_{it}} (R_i - \bar{R})^2}$$

که در آن:

R_i بازده روزانه سهام شرکت i است به گونه‌ای که اگر P_t قیمت پایانی روز t ام باشد، رابطه ۶ را خواهیم داشت:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

که D_{it} تعداد روزهایی از سال t است که برای آن بازده روزانه سهام شرکت i محاسبه شده است.

سن شرکت

از دیدگاه داسگوپتا، گان و گائو^۱ (۲۰۱۰) وقتی شرکت‌ها پیرتر می‌شوند، سرمایه‌گذاران در بازار اطلاعات بیشتری در مورد ویژگی‌های اصلی بنگاه کسب می‌کنند که به‌عنوان اطلاعات مشخص و غیرمستقیم نامیده می‌شود و موجب افزایش هم‌زمانی قیمت سهام می‌شود (خاتاک^۲، ۲۰۱۷). این متغیر به‌وسیله تفاوت سال تأسیس شرکت و سال پژوهش محاسبه می‌شود.

همچنین، جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ تشکیل می‌دهد. برای انتخاب نمونه نیز شرایط زیر در نظر گرفته شد: شرکت قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده و تا انتهای سال ۱۳۹۸ فعال باشد.

۲- به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳- در سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.

۴- با توجه به تفاوت شرکت‌های واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری، جزء شرکت‌های ذکر شده نباشد.

1 Dasgupta, Gan and Gao

2 Khattak

۵- وقفه معاملاتی در شرکت بیش از ۶ ماه نباشد.

۶- اطلاعات موردنیاز در دسترس باشد.

با توجه به موارد ذکرشده، ۱۷۱ شرکت (۸۵۵ سال- شرکت) به عنوان نمونه انتخاب شد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۲ آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد مطالعه را نشان می‌دهد.

جدول ۲. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
هم‌زمانی قیمت سهام	۰/۶۷۲۴	۱/۴۶۱۹	۰/۱۷۰۲	۰/۲۲۱۹
خوانایی گزارشگری مالی	۱۰/۴۵۱۲	۱۴/۱۵۳۸	۸/۳۱۹۹	۱/۳۲۵۵
مالکیت نهادی	۰/۳۷۱۸	۰/۴۲۰۷	۰/۲۲۶۶	۰/۱۳۶۱
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۰۲۸۴	۰/۰۵۲۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۳۱
اهرم مالی	۰/۷۶۸۹	۰/۹۳۴۸	۰/۰۶۰۸	۰/۴۵۳۴
اندازه شرکت	۷/۵۴۹۵	۸/۸۶۳۷	۴/۶۳۱۶	۰/۶۳۲۸
نوسان بازده سهام	۰/۰۴۰۵	۰/۰۹۸۴	۰/۰۰۶۹	۰/۰۵۱۱
عمر شرکت	۳۸/۵۲۴۶	۶۱	۱۲	۱۴/۶۶۸۱

در میان متغیرهای پژوهش عمر شرکت دارای بیشترین میانگین و انحراف معیار است. میانگین خوانایی گزارش مالی نیز نشان می‌دهد که عموم گزارش‌های مالی در سطح قابل قبول قرار دارند (با استناد به جدول ۱) که به درک بهتر گزارش‌ها از سوی استفاده‌کنندگان کمک می‌کند. میانگین اهرم مالی (۰/۷۶) نیز نشان می‌دهد بدهی شرکت‌ها به گونه متوسط بیش از نصف دارایی‌های آن‌ها بوده که بیان‌گر میزان به نسبت بالای اهرم مالی در شرکت‌های نمونه است.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

جهت بررسی فرضیه‌ها، ابتدا باید الگوی مناسب انتخاب شود. جدول ۳ یافته‌های آزمون‌های انتخاب الگو را نشان می‌دهد.

جدول ۳. یافته‌های مربوط به انتخاب الگوی آزمون هر فرضیه

فرضیه	آزمون	آماره آزمون	معناداری	الگوی انتخابی
فرضیه اول	آزمون چاو	۳/۳۵۴۱	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
	آزمون هاسمن	۲۴/۵۸۵۳	۰/۰۰۰۰	
فرضیه دوم	آزمون چاو	۶/۱۲۴۸	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
	آزمون هاسمن	۳۱/۶۱۵۷	۰/۰۰۰۰	
فرضیه سوم	آزمون چاو	۵/۰۸۹۱	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
	آزمون هاسمن	۳۰/۹۵۶۴	۰/۰۰۰۰	

برای بررسی وجود یا نبود خودهمبستگی بین جملات خطا از آزمون خودهمبستگی ولدریج در نرم‌افزار STATA استفاده شده است. جدول ۴ یافته‌های حاصل از آزمون خودهمبستگی بین جملات خطا را نشان می‌دهد.

جدول ۴. آزمون خودهمبستگی بین جملات خطا

فرضیه	آماره ولدریج	معناداری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۸۳/۲۲	۰/۰۰۰۰	خودهمبستگی وجود ندارد
فرضیه دوم	۱۰۱/۹۸	۰/۰۰۰۰	خودهمبستگی وجود ندارد
فرضیه سوم	۹۹/۵۱	۰/۰۰۰۰	خودهمبستگی وجود ندارد

برای بررسی ناهمسانی واریانس نیز از آزمون والد تعدیل شده استفاده شد. جدول ۵ یافته‌های این بخش را نشان می‌دهد.

جدول ۵. آزمون بررسی ناهمسانی واریانس

فرضیه	آماره لاگرانژ	معناداری	نتیجه آزمون
فرضیه اول	۷۲/۱۳	۰/۸۳	ناهمسانی واریانس وجود ندارد
فرضیه دوم	۷۶/۲۱	۰/۷۴	ناهمسانی واریانس وجود ندارد
فرضیه سوم	۸۱/۳۵	۰/۶۹	ناهمسانی واریانس وجود ندارد

در ادامه نیز جدول‌های ۶ یافته‌های آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۶. یافته‌های تخمین الگوی رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: هم‌زمانی قیمت سهام					
$Synch_{it} = B_0 + B_1 Read_{it} + B_2 Lev_{it} + B_3 Size_{it} + B_4 Volatility_{it} + B_5 Age_{it} + \epsilon_t$					
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری		
ناخوانایی	۳/۳۷۰۵	۴/۶۷۴۱	۰/۰۰۳۸	ضریب تعیین ۰/۵۴۲۷	
اهرم مالی	۳/۰۵۶۸	۴/۱۱۴۳	۰/۰۰۹۶	ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۹۳۱	
اندازه شرکت	۰/۹۷۸۷	۱/۳۵۶۱	۰/۳۵۱۱	دوربین - واتسون ۲/۲۴۳۸	
نوسان بازده سهام	۱/۱۲۳۵	۱/۵۱۲۲	۰/۲۸۳۵	آماره F ۱۹/۲۸۱۵	
سن شرکت	۱/۸۵۸۶	۲/۷۹۳۵	۰/۰۷۳۸	معناداری آماره F ۰/۰۰۰۰	
مقدار ثابت	-۰/۶۲۷۱	-۰/۷۷۱۲	۱/۶۵۸۴		

یافته‌های این بخش از پژوهش نشان می‌دهد که هرچه ناخوانایی در گزارش‌ها بیشتر باشد، هم‌زمانی قیمت سهام نیز بیشتر خواهد بود. این فرضیه را نمی‌توان رد کرد و شدت رابطه مشاهده شده نیز در سطح ۴۹ درصد است. در میان متغیرهای کنترلی نیز بین اهرم مالی و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری در سطح ۹۵ درصد و بین سن شرکت و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری در سطح ۹۰ درصد وجود دارد. در ادامه، جدول ۷ یافته‌های فرضیه فرعی دوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۷. یافته‌های تخمین الگوی رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: هم‌زمانی قیمت سهام					
$Synch_{it} = B_0 + B_1 SO_{it} * Read_{it} + B_2 Lev_{it} + B_3 Size_{it} + B_4 Volatility_{it} + B_5 Age_{it} + \epsilon_t$					
		معناداری	آماره t	ضریب	متغیرها
۰/۵۰۲۱	ضریب تعیین	۰/۰۰۱۲	-۵/۳۱۷۲	-۰/۹۸۲۴	ناخوانایی * مالکیت نهادی
۰/۴۴۶۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۳۸۳	۲/۹۴۵۲	۰/۶۰۳۷	ناخوانایی
۲/۲۰۸۶	دوربین-واتسون	۰/۵۴۱۳	۰/۹۳۷۶	۰/۳۵۱۱	مالکیت نهادی
۱۶/۸۲۵۹	آماره F	۰/۰۱۲۶	۳/۸۰۴۵	۰/۷۶۱۵	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰	معناداری آماره F	۰/۲۸۶۴	۱/۱۱۷۳	۰/۴۱۲۹	اندازه شرکت
		۰/۰۵۱۶	۱/۸۵۳۷	۰/۵۱۳۴	نوسان بازده
		۰/۲۱۹۴	۱/۳۱۹۵	۰/۴۴۳۸	سن شرکت
		۰/۷۰۱۳	-۰/۶۰۲۲	۰/۲۶۴۵	مقدار ثابت

یافته‌های این بخش نشان داد که مالکیت نهادی، رابطه ناخوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام را به صورت منفی تعدیل می‌کند و با افزایش مالکیت نهادی، رابطه ناخوانایی و هم‌زمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد. در نتیجه، فرضیه دوم پژوهش را نمی‌توان رد کرد. جدول ۸ نیز یافته‌های فرضیه سوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۸. یافته‌های تخمین الگوی رگرسیون مربوط به آزمون فرضیه سوم

متغیر وابسته: هم‌زمانی قیمت سهام					
$Synch_{it} = B_0 + B_1 IA_{it} * Read_{it} + B_2 Lev_{it} + B_3 Size_{it} + B_4 Volatility_{it} + B_5 Age_{it} + \epsilon_t$					
		معناداری	آماره t	ضریب	متغیرها
۰/۴۰۲۱	ضریب تعیین	۰/۰۰۸۴	۳/۴۸۳۶	۱/۰۵۷۸	ناخوانایی * عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۳۸۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۲۷۸	۳/۲۴۸۲	۰/۹۷۳۱	ناخوانایی
۲/۱۲۳۸	دوربین-واتسون	۰/۱۳۹۲	۱/۵۸۶۱	۰/۵۱۲۸	عدم تقارن اطلاعاتی

۱۱/۰۶۹۴	آماره F	۰/۰۰۰۸	۴/۵۴۶۱	۱/۶۹۵۸	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰	معناداری آماره F	۰/۳۱۲۸	۰/۹۶۱۹	۰/۳۵۵۴	اندازه شرکت
		۰/۱۱۸۵	۱/۷۳۸۴	۰/۷۱۶۶	نوسان بازده
		۰/۰۰۶۷	۳/۵۳۲۹	۱/۲۶۸۴	سن شرکت
		۰/۷۱۸۲	-۰/۴۶۶۸	-۰/۱۱۵۸	مقدار ثابت

یافته‌های این بخش از پژوهش نیز نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی رابطه بین ناخوانایی گزارشگری مالی و هم‌زمانی قیمت سهام را به صورت مثبت تعدیل می‌کند. بدین معنا که در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه ناخوانایی گزارشگری مالی و هم‌زمانی قیمت سهام افزایش می‌یابد. در نتیجه، فرضیه سوم پژوهش را نمی‌توان رد نمود.

بحث و نتیجه‌گیری

در فرضیه اول پژوهش مشاهده شد که بین ناخوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از آنجا که پنهان کردن اطلاعات توسط مدیران مانع از تبلور کامل اطلاعات در قیمت سهام می‌شود، وقتی گزارش‌های مالی ناخواناتر باشد و هزینه‌های پردازش بیشتری را به استفاده‌کنندگان تحمیل کند، استفاده‌کنندگان سهام را بر مبنای اطلاعات بازار دادوستد می‌کنند که موجب افزایش هم‌زمانی قیمت سهام می‌شود. یافته‌های این بخش از پژوهش همسو با یافته‌های بای و همکاران (۲۰۱۹) است. افزون بر آن مشاهده شد که با افزایش اهرم مالی، تمایل به تغییر ریسک از نقدینگی به بدهی به وجود می‌آید که موجب به وجود آمدن ریسک بیشتر برای شرکت است. این یافته‌ها نیز همسو با هی و همکاران (۲۰۱۳)، نگ و همکاران (۲۰۱۱) و خانی و همکاران (۱۳۹۷) است. افزون بر آن، رابطه مثبت و معناداری بین نوسان بازده سهام و هم‌زمانی قیمت سهام مشاهده شد. از آنجا که نوسان بازده سهام معیاری از ریسک، آسیب‌پذیری بازار سهام و وجود رابطه نامتقارن است، می‌توان انتظار داشت که با افزایش نوسان، هم‌زمانی قیمت سهام افزایش یابد. این یافته‌ها نیز همسو با بیچوک و همکاران (۲۰۰۰) و خانی و همکاران

(۱۳۹۷) است. دیگر یافته‌ها نیز نشان داد که در شرکت‌های قدیمی‌تر، سرمایه‌گذاران در بازار اطلاعات بیشتری در مورد ویژگی‌های اصلی بنگاه کسب می‌کنند که به‌عنوان اطلاعات مشخص و غیرمستقیم نامیده می‌شود و موجب افزایش هم‌زمانی قیمت سهام می‌شود. این یافته‌ها نیز همسو با یافته‌های داسگوپتا و همکاران (۲۰۱۰)، خاتاکی (۲۰۱۷) و خانی و همکاران (۱۳۹۷) است.

در فرضیه دوم پژوهش نیز مشاهده شد که سرمایه‌گذاری نهادی، رابطه ناخوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام را به‌صورت منفی تعدیل می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به دارا بودن مزایای اطلاعاتی و مهارتی، قادر هستند تا اطلاعات خاص شرکتی گنجانده‌شده در گزارش‌های مالی را بدون توجه به خوانایی آن درک و پردازش کنند. افزون بر آن، با به‌کارگیری ارتباطات خصوصی توانایی بیشتری برای معاملات خواهند داشت. در نتیجه، واکنش بازار نسبت به انتشار سود برای شرکت‌های دارای میزان بالاتر مالکیت نهادی کمتر خواهد بود. بر همین اساس، با توجه به اینکه گزارش‌های مالی خوانا به استفاده‌کنندگان کمک می‌کند تا اطلاعات خاص شرکتی را بهتر پردازش نمایند، ناخوانایی گزارش‌های مالی نمی‌تواند عامل تعیین‌کننده و اثرگذاری بر هزینه‌های پردازش اطلاعات خاص شرکتی برای شرکت‌های دارای مالکیت نهادی بالاتر باشد، زیرا توانایی و دسترسی این گروه به اطلاعات بالاتر است. یافته‌های این بخش نیز همسو با یافته‌های بای و همکاران (۲۰۱۹) است.

فرضیه سوم پژوهش نیز نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی، موجب تقویت رابطه ناخوانایی گزارش مالی و هم‌زمانی قیمت سهام می‌شود. عدم توازن در استفاده از اطلاعات منجر به افزایش تقاضای استفاده‌کنندگان نسبت به اطلاعات گزارش‌های مالی می‌شود و در نتیجه، تأثیر پیچیدگی گزارش بر هم‌زمانی قیمت سهام در این شرایط قوی‌تر خواهد بود و استفاده‌کنندگان در راستای جستجو برای اطلاعات خاص شرکتی در شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعات بالاتری هستند، تلاش بیشتری می‌کنند. این بخش از یافته‌ها نیز همسو با یافته‌های بای و همکاران (۲۰۱۹) است.

با توجه به یافته‌های پژوهش پیشنهاد می‌شود که برنامه‌ریزان کلان مانند سازمان بورس و اوراق بهادار و نهادهای تضمین‌کننده کیفیت مانند سازمان حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی توجه بیشتری به خوانایی گزارشگری نمایند تا بتوان بر اساس آن، به کیفیت و کارایی بازار تأثیر مثبت گذاشت. توجه به خوانایی گزارش‌ها و همچنین، ارائه امتیاز خوانایی گزارش‌های مالی در صورت‌های مالی نیز از دیگر موارد قابل توجه است. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود تا به بررسی مواردی مانند احتیاط مدیریت، بیش اعتمادی مدیران و حضور زنان در هیئت‌مدیره و خوانایی گزارشگری مالی بپردازند تا جنبه‌های مختلف این مسئله روشن شود.

همچنین، این پژوهش با محدودیت‌هایی مانند حذف شرکت‌های واسطه‌گری و هلدینگ و محدود بودن دوره پژوهش به ۵ سال روبرو بوده است که در تعمیم یافته‌ها باید به آن توجه نمود.

ORCID

Rafik Baghoomian



<http://orcid.org/orcid0000-0002-8238-3505>

Hossein Rajabdorri



<http://orcid.org/orcid0000-0002-9064-658X>

Amirreza Khanizalan



<https://orcid.org/orcid0000-0001-6027-7296>

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

منابع

- ابراهیمی کردلر، علی و موسی جوانی قلندری. (۱۳۹۵). تأثیر تخصص حسابرس بر کیفیت سود و هم‌زمانی قیمت سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۲۳ (۲): ۱۳۷-۱۵۴.
- خانی، ذبیح‌الله و حسین رجب‌دری. (۱۳۹۸). رابطه ناخوانایی گزارش‌های مالی و سیاست متهورانه مالیاتی با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان. پژوهش‌های حسابداری مالی. ۱۱ (۱): ۴۱-۵۴.
- خانی، ذبیح‌الله و حسین رجب‌دری و سارا معتمد. (۱۳۹۷). رابطه سطوح مختلف مالکیت مدیریتی، سهام شناور آزاد، نوسان‌پذیری بازده سهام و سن شرکت با هم‌زمانی قیمت سهام. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. ۹ (۳۷): ۲۹۹-۳۲۰.
- دیانی، محمدحسین. (۱۳۷۹). سنجش خوانایی نوشته‌های فارسی، خوانانویسی برای کودکان، نوسوآدان و نوجوانان. انتشارات کتابخانه رایانه‌ای، مشهد.
- صفری‌گرایلی، مهدی و یاسر رضایی و محمد نوروزی. (۱۳۹۶). مدیریت سود و خوانایی گزارشگری مالی: آزمون تجربی رویکرد فرصت‌طلبانه. دانش حسابرسی. ۱۷ (۶۹): ۲۱۷-۲۳۰.
- صفری‌گرایلی، مهدی و یاسر رضایی. (۱۳۹۷). توانایی مدیریت و خوانایی گزارشگری مالی: آزمون نظریه علامت‌دهی. دانش حسابداری. ۹ (۲): ۱۹۱-۲۱۸.
- فخاری، حسین و عصمت‌السادات طاهری. (۱۳۸۹). بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان-پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی. ۲ (۴): ۱۵۹-۱۷۲.
- فضل‌اللهی، سیف‌الله و منصوره ملکی‌توانا. (۱۳۸۹). روش‌شناسی تحلیل محتوا با تأکید بر تکنیک-های خوانایی سنجی و تعیین ضریب درگیری متون. پژوهش. ۲ (۱): ۷۱-۹۴.
- فغفورمغربی، یگانه و سید حسین سجادی و حمیده اثنی‌عشری و علی رضاییان. (۱۳۹۹). تأثیر احساس زبانی، خوانایی و سبک پردازش اطلاعات (خبرگی) بر قضاوت سرمایه‌گذاران: شواهد آزمایشی. مطالعات تجربی حسابداری مالی. ۱۶ (۶۵): ۱-۳۴.
- کامیابی، یحیی و بتول پرهیزگار. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری. ۵ (۱۷): ۱۶۵-۱۸۶.

- کرمی، غلامرضا و مریم فرج‌زاده. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*. ۱۲ (۴۸): ۷۷-۱۰۴.
- میرعسکری، سید رضا و غلامرضا محفوظی و متین شعبانی‌نژاد. (۱۳۹۷). بررسی رابطه هم‌زمانی قیمت سهام و توزیع بازده. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*. ۶ (۳): ۵۱-۶۶.
- Ajina, A., Laouti, M., & Msolli, B. (2016). Guiding through the fog: Does annual report readability reveal earnings management? *Research in International Business and Finance*, 38, 509-516.
- Bai, X., Dong, Y., & Hu, N. (2019). Financial report readability and stock return synchronicity. *Applied Economics*, 51 (1), 1- 18.
- Barnett, A., & Leoffler, K. (1979). Readability of accounting and auditing messages. *Journal of Business Communication*, 16: 49-59.
- Bartlett, S., & Chandler, R. (1997). The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on. *The British Accounting Review*, 29, 245-261.
- Beattie, V. (2014). Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: issues, theory, methodology, methods and a research framework. *The British Accounting Review*, 46: 111-134.
- Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control. *Concentrated Corporate Ownership*, 231, 445- 460.
- Biddle, G. C., G. Hilary, & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Bloomfield, R. (2002). The incomplete revelation hypotheses and financial reporting. *Accounting Horizons*, 16, 233-243.
- Bloomfield, R. J. (2002). The 'Incomplete Revelation Hypothesis' and Financial Reporting. *Accounting Horizons*, 16 (3), 233- 243.
- Cazier, R.A., & Pfeiffer, R. (2016). Why are 10-K filings so long? *Accounting Horizons*, 30: 1-21.
- Courtis, J. (1982). Private shareholders' response to corporate annual reports. *Accounting and Finance*, 22, 53-72.
- Courtis, J. (2004). Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon? *The British Accounting Review*, 36, 291-312.
- Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45 (5), 1189-1220.
- Davis, A., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press release versus MD & A. *Contemporary Accounting Research*, 29: 804-837.

- Dong, Y., Zhen, Li. O., Lin, Y., & Ni, C. (2016). Information processing cost and stock return synchronicity – Evidence from XBRL adoption. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51 (2), 435- 462.
- Durnev, A., R. Morck, B. Yeung, & Zarowin, P. (2003). Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of Accounting Research*, 41 (5), 797–836.
- El-Gazzar, S. M. (1998). Predisclosure information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *The Accounting Review*, 73 (1), 119–129.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2), 383–417.
- Feldman, R., S. Govindaraj, J. Livnat, & Segal, B. (2010). Management’s tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15 (4), 915–953.
- Fernandes, N., & Ferreira, M. (2009). Insider trading laws and stock price informativeness. *Review of Financial Studies*, 22 (5), 1845-1887.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70 (3), 393–408.
- Gul, F. A., J. B. Kim, & Qiu, A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 95 (3), 425–442.
- Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, annual report readability and disclosure tone. (April 23, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2957135>.
- He, W., Li, D., Shen, J., & Zhang, B. (2013). Large foreign ownership and stock price informativeness around the world. *Journal of International Money and Finance*, 36, 211-230.
- Henry, E., & Leone, A. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *Accounting Review*, 91: 153–178.
- Johnston, J. A. (2009). *Accruals Quality and Price Synchronicity*. Working paper, Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College.
- Khattak, M. (2017). *Ownership Structures and Stock Price Synchronicity in Brazil and Russia*. A thesis submitted to Auckland University of Technology.
- Kim, C., K. Wang, & Zhang, L. (2019). Readability of 10-K reports and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 36 (2), 1184-1216.

- Kim, J. B., & Shi, H. (2012). IFRS reporting, firm- specific information flows, and institutional environments: international evidence. *Review of Accounting Studies*, 17 (3), 474–517.
- Lee, T., & Tweedie, D. (1975). Accounting information: an investigation of private shareholder usage. *Accounting and Business Research*, 6: 280–291.
- Lee, Y. J. (2012). The effect of quarterly report readability on information efficiency of stock prices. *Contemporary Accounting Research*, 29 (4), 1137–1170.
- Lehavy, R., F. Li, & Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *The Accounting Review*, 86 (3), 1087–1115.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 221–247.
- Li, F. (2010). Textual analysis of corporate disclosures. A survey of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 29, 143–164.
- Lim, E., Chalmers, H., & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37 (1), 65- 81.
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63, 1-25.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66, 35–65.
- Mi, X. (2020). Executive compensation incentives impact on the tone and readability of financial reports. *All Graduate Plan B and other Reports*, 1455, 1-21.
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85 (6), 2107–2143.
- Mitra, S., & Bikki Jaggi, T. (2017). The effect of managerial stock ownership on the relationship between material internal control weaknesses and audit Fees. *Review of Accounting and Finance*, 16 (2), 239-259.
- Ng, L., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2011). The role of foreign block holders in stock liquidity: A cross-country Analysis. Working Paper. Retrieved from.
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79 (4), 1119–1151.
- Roll, R. (1988). The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: implications for the mixture of distributions hypothesis. *The Journal of Finance*, 43(3), 541-566.

- Rutherford, B. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 7, 187–210.
- Tetlock, P. C., M. Saar-Tsechansky, & Macskassy, S. (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. *The Journal of Finance*, 63 (3), 1437–1467
- Venkatesh, P. C., & Chiang, R. (1986). Information asymmetry and the dealers bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements. *The Journal of Finance*, 41 (5), 1089-1102.
- You, H., & Zhang, X. (2009). Financial reporting complexity and investor under reaction to 10-K information. *Review of Accounting Studies*, 14 (4), 559–586.
- Dayani, M. (2000). *Assessing the Readability of Persian Writings, Reading for Children, New Literate and Adolescents*. Computer Library Publications, Mashhad. [In Persian]
- Ebrahimi Kordlar, A., & Javani, M. (2016). The effect of auditor expertise on earnings quality and stock price synchronicity. *Accounting and Auditing Review*, 23 (2), 137-154. [In Persian]
- Faghfour Maghrebi, Y., Sajadi, S., Esnaashari, H., & Rezaeian, A. (2020). The effect of language sentiment, readability and information processing style (sophistication) on investors' judgment: experimental evidence. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 16 (65), 1-34. [In Persian]
- Fakhari, H., & Taheri, E. (2011). The study of relationship between institutional investors and stock returns volatility. *Journal of Financial Accounting Research*, 2 (4), 159-172. [In Persian]
- Fazlollahi, S., & Malekitavana, M. (2009). Content analysis methodology with emphasis on readability techniques and determining the coefficient of conflict of texts. *Research*, 2 (1), 71- 94. [In Persian]
- Kamyabi, Y., & Parhizgar, B. (2016). The study of the relationship between institutional investors and stock price synchronicity in listed companies in Tehran stock exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 5 (17), 165-186. [In Persian]
- Karami, G., & Farajzadeh, M. (2015). Examining relationship between information asymmetry and mispricing of accruals. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 12 (48), 77-104. [In Persian]
- Khani, Z., & Rajabdorri, H. (2019). The relationship between the unreadability of financial reports and tax aggressiveness via simultaneous equation system. *Journal of Financial Accounting Research*, 11 (1), 41-54. [In Persian]
- Khani, Z., Rajabdorri, H., & Motamed, S. (2018). The relationship between different levels of management ownership, free floatation, stock return volatility and age of the company with stock prices synchronization.

Financial Engineering and Securities Management, 9 (37), 299-320. [In Persian]

MirAskari, S., Mahfoozi, G., & Shabaninazhad, M. (2018). Investigating the relationship between stock price synchronicity and return distribution. *Journal of Asset Management and Financing*, 6 (3), 51-66. [In Persian]

Safari Graili, M., & Rezaei, Y. (2018). Financial reporting management and readability: signaling theory test. *Accounting knowledge*, 9 (2), 191- 218. [In Persian]

Safari Graili, M., Rezaei, T., & Norouzi, N. (2017). Earnings management and financial reporting: An empirical test of the opportunistic approach. *Auditing knowledge*, 17 (69), 217- 230. [In Persian]



استناد به این مقاله: باغومیان، رافیک، رجب دری، حسین. خانی ذلان، امیررضا. (۱۴۰۰). رابطه خوانایی گزارش‌های مالی و هم‌زمانی قیمت سهام با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، (۱۸)، ۷۱: ۵۷-۸۶.



<https://dx.doi.org/10.22054/qjma.2021.41277.1996>

Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-Noncommercial 4.0 International License.