

## اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابداری بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام

مهدی بهارمقدم  
حسین جوکار

### چکیده

مطالعات متعددی در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تاثیر کیفیت حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار پرداخته‌اند؛ اما سمت و سوی بیشتر این مطالعات صرفاً بر اصل عقلایی بودن عامل‌های اقتصادی و مستندسازی رابطه بین کیفیت حسابداری و قیمت سهام متمرکز بوده است و واکنش مستقیم بازار به معیارهای کیفیت حسابداری را نشانه‌هایی از تاثیر حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران بیان کرده‌اند و به ندرت نقش حسابداری مستقل را بر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران در بازار بررسی نموده‌اند؛ از اینرو هدف اصلی این پژوهش، بررسی اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابداری بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام است. کیفیت حسابداری بوسیله متغیرهای مشاهده‌پذیر نوع گزارشات و اندازه حسابداری اندازه‌گیری می‌شود و برای سنجش تمایلات سرمایه‌گذاران از یک شاخص ترکیبی، متشکل از پنج معیار خرد و دو معیار کلان اقتصادی استفاده شده است تا بتوان اثرات کلان اقتصادی را نیز کاهش داد. بدین منظور، نمونه‌ای متشکل از ۵۶۰ سال - شرکت طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۴ با استفاده از رگرسیون چند متغیره تعدیل‌شده بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد گزارشات حسابداری اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری را تقویت می‌کند و بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام تاثیر می‌گذارد؛ اما اندازه حسابداری دارای اثر تعدیل‌کنندگی نمی‌باشد و تاثیری بر تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ندارد.

واژگان کلیدی: کیفیت حسابداری، تمایلات سرمایه‌گذاران، قیمت سهام

دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، (نویسنده مسئول) abas.jokar1388@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۲/۰۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۵/۰۱

## مقدمه

یکی از دغدغه‌ها و نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران در تضمین اینکه تغییرات و تفسیرهای گزارشات مالی در ارزیابی‌ها و تصمیم‌گیری‌ها قابل اطمینان باشد، این است که گزارش‌های مالی حاوی اطلاعاتی شفاف و قابل اتکا باشد تا نقش مهمی در پیش‌بینی، قضاوت و تصمیم‌گیری آگاهانه استفاده‌کنندگان داشته باشد. در این زمینه شواهد نشان می‌دهد حسابرسی سالیانه صورت‌های مالی به عنوان یک ساز و کار نظارتی و یک مکانیزیم کشف‌کننده تحریفات با اهمیت ابزاری است که از طریق بهبود کیفیت اطلاعات مالی می‌تواند قدرت پیش‌بینی‌کنندگی اطلاعات مالی را افزایش و منجر به کاهش دغدغه‌ها و مخاطره‌های سرمایه‌گذاران در استفاده از گزارشات مالی شود. در حقیقت شواهد نشان می‌دهد حسابرسی مستقل و باکیفیت به دلیل برخورداری از تخصص و مهارت کافی، ارزش افزوده‌ی مضاعف ایجاد می‌کند که موجب بهبود و انعکاس بیشتر اطلاعات خاص شرکت در تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌شود (ابراهیمی کردلر و قلندری، ۱۳۹۵). به گونه‌ای که تاثیر قابل توجهی بر رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه دارد. اینکه سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به حسابرسی دارند و در نتیجه بازار سرمایه، واکنش بیشتری به حسابرسی مستقل و باکیفیت‌تر نشان دهد می‌تواند منطقی و درست باشد؛ چرا که در اغلب موارد سرمایه‌گذاران دانش کافی در مورد کل فعالیت یک شرکت ندارند و خدمات حسابرسی را اطمینان بخش تلقی می‌کنند. در همین راستا، مطالعات متعددی تلاش کرده‌اند تا به صورت تجربی نقش حسابرسی مستقل را در روند ارتباطات میان تغییرات قیمت سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاران بررسی کنند (مانند رایبو و رایبو، ۲۰۱۵؛ ملکیان و همکاران، ۱۳۹۰؛ حاجیها و ابراهیمی، ۱۳۹۵). با این وجود اغلب این مطالعات تنها از طریق تجزیه و تحلیل واکنش بازار به مستندسازی رابطه بین کیفیت حسابرسی و قیمت سهام پرداخته‌اند و واکنش مستقیم بازار سرمایه را نشانه‌هایی از تاثیر حسابرسی مستقل بر تصمیمات سرمایه‌گذاران بیان نموده‌اند. در عین حال توضیحات اندکی در زمینه تاثیر کیفیت حسابرسی بر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام صورت گرفته است و نشان نداده‌اند که چگونه تفاوت در کیفیت حسابرسی می‌تواند بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام تاثیر بگذارد. این در حالی است که ارتباط اطلاعات ارائه شده از خدمت حسابرسی از طریق تاثیر آن بر تمایلات سرمایه‌گذاران در فرایند تصمیم‌گیری در بازار سرمایه تعریف می‌شود؛ بنابراین شکاف قابل توجهی در ادبیات

موجود وجود دارد که این پژوهش به دنبال پرکردن آن است؛ لذا در این پژوهش تلاش شده با توجه به محیط اقتصادی ایران از یک شاخص ترکیبی که متشکل از متغیرهای خرد و کلان اقتصادی است، برای اندازه‌گیری شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران استفاده شود و به پرسش ذیل پاسخ داده شود. آیا کیفیت حسابرسی دارای اثر تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام است؟

### مبانی نظری پژوهش

اطلاعات حسابداری همواره به عنوان مبنایی برای اتخاذ تصمیمات آگاهانه و تخصیص بهینه منابع در بازارهای مالی مورد استفاده سرمایه‌گذاران قرار گرفته است (ثقفی و همکاران، ۱۳۹۴). اتخاذ تصمیمات بهینه نیازمند اطلاعاتی قابل اتکا است و در این زمینه حسابرسی به دلیل نقش اعتباردهندگی به اطلاعات و یکی از حلقه‌های نظارتی زنجیره عرضه اطلاعات همواره مورد توجه مشارکت‌کنندگان و تحلیل‌گران بازار بوده است، به گونه‌ای که تاکنون پژوهش‌های متعددی به صورت تجربی به بررسی این نقش حسابرسی مستقل و تاثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پرداخته‌اند، پژوهش‌هایی که می‌توان آنها را به دو گروه تقسیم نمود. مطالعاتی که نشان دهنده تاثیر حسابرسی بر قیمت سهام هستند و حسابرسی مستقل و باکیفیت را عاملی سودمند در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاران بر می‌شمارند (مانند ایتونز، ۲۰۱۲؛ رایبو و رایبو، ۲۰۱۵) و پژوهش‌هایی که بر عدم تاثیر حسابرسی بر قیمت سهام تاکید می‌ورزند و آن را به عنوان یک نتیجه از غیرمربوط بودن حسابرسی در تصمیمات سرمایه‌گذاران بیان می‌کنند (مانند پوشتا و همکاران، ۲۰۰۴؛ بنیش و همکاران، ۲۰۰۸).

مروری بر پژوهش‌های پیشین در حوزه حسابرسی نشان می‌دهد که از یک سو، تمرکز پژوهش‌ها بیشتر بر تجزیه و تحلیل واکنش مستقیم بازار به نحوه افشاء سازی اطلاعات بوسیله حسابرسی مستقل بوده است و از سوی دیگر، روند پژوهش‌ها اغلب بر اساس دو اصل عقلایی بودن سرمایه‌گذاران و فرضیه بازار کارا شکل گرفته است (ماء و همکاران، ۲۰۱۷). بر اساس فرضیه بازار کارا قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و بر مبنای اصل عقلایی بودن عامل‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران در مواجهه با رویدادهای اقتصادی به صورت منطقی رفتار می‌کنند و تمامی اطلاعات موجود را در فرایند تصمیم‌گیری در نظر می‌گیرند (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۵). این در حالی است

که طی چند دهه اخیر ظهور برخی استثنائات و پدیده‌های غیرعادی در بازار که توسط نظریه‌های مالی سنتی قابل تبیین نبودند، چالش‌های جدی را در برابر اصل عقلایی بودن عامل‌های اقتصادی و فرضیه بازار کارا قرار داده است. چالش‌هایی که منجر به شکل‌گیری پارادایم جدید مالی رفتاری شده است.

دیدگاه مالی رفتاری یک رویکرد جدید در پاسخ به پدیده‌های غیرعادی در بازار است که بیان می‌کند تغییرات قیمت سهام تنها به ارزش‌های بنیادی ارائه شده بوسیله اطلاعات حسابداری (ارزش‌های منطقی) متکی نیست؛ بلکه به تمایلات سرمایه‌گذاران نیز بستگی دارد (باگر و ورگلر، ۲۰۰۶؛ ژو و نیو، ۲۰۱۶). تمایلات سرمایه‌گذاران غالباً از باورهای ذهنی نگه داشته شده یا اطلاعات مالی غیرمرتبط با ارزش سهام سرچشمه می‌گیرد و می‌تواند باعث خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذاران و ایجاد واکنش‌های افراطی یا واکنش‌های کم به اخبار خوب یا بد نسبت به ارزش واقعی سهام شود (براون و کلیف، ۲۰۰۴؛ باریرز و همکاران، ۱۹۹۸). در همین راستا، اگر چه دیدگاه مالی رفتاری بیان می‌کند عواملی مانند قدرت محدود در محاسبات، پیچیده بودن مسائل تصمیم‌گیری و وجود برخی خطاهای سیستماتیک در قضاوت‌ها منتج به رفتارهای احساسی در سرمایه‌گذاران می‌شود (راعی و فلاح‌پور، ۱۳۸۳)؛ اما با در نظر گرفتن سه بعد نظارتی، اطلاعاتی و اعتباردهندگی حسابرس مستقل، می‌توان دلایلی را برشمرد که نشان می‌دهد حسابرسی مستقل و باکیفیت توانایی تاثیر بر تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار را دارد.

در نقش نظارتی، حسابرس نقش مهمی را در نظارت بر قراردادهای ایفا می‌کند و فعالیت‌های نظارتی بوسیله حسابرس می‌تواند منجر به کاهش تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی شود (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۳). در نقش اطلاعاتی، حسابرس مستقل با بررسی میزان انطباق اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی با ویژگی‌های کیفی اطلاعات می‌تواند منجر به بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری، افزایش شفافیت و کاهش ریسک اطلاعاتی شود (فاما و لافر، ۱۹۷۱) و از دیدگاه اعتباردهندگی، حسابرس مستقل را می‌توان به عنوان فراهم‌کننده اطمینان به اطلاعات مالی ارائه شده به سرمایه‌گذاران توصیف کرد. با در نظر گرفتن ابعاد سه‌گانه حسابرسی، منطقی است که علی‌رغم پیچیدگی سیگنال‌هایی که اطلاعات مالی ارسال می‌کنند استنباط شود که حسابرسی به عنوان یک ابزار سودمند می‌تواند با تمایلات سرمایه‌گذاران رابطه داشته باشد و بخشی از رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل کند.

علاوه بر آنچه بیان شد، تاثیر کیفیت حسابرسی بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام به صورت شهودی نیز قابل استنباط است. تمایلات سرمایه‌گذاران، انتظارات سرمایه‌گذار نسبت به جریان‌های نقدی آتی و مقدار ریسک سرمایه‌گذاری را تغییر می‌دهد و بر قیمت سهام تاثیر می‌گذارد (باکر و ورگلر، ۲۰۰۷). تمایلات سرمایه‌گذاران اغلب از عوامل روانشناختی و نارسایی‌های سیستم حسابداری ناشی می‌شود که پایه و اساس آن در بیشتر مواقع اطلاعاتی است که در فرایند گزارشگری تولید شده است (ماء و همکاران، ۲۰۱۷). به بیان دیگر، رفتارها و احساسات سرمایه‌گذاران بیشتر مبتنی بر اطلاعات مندرج در صورت مالی است که توسط حسابرس مستقل گواهی می‌شود؛ از اینرو حسابرسی مستقل و باکیفیت به عنوان یک ابزار نظارتی کارآمد می‌تواند به افراد برون سازمانی که با شک و تردید و عدم اطمینان مواجه هستند، اطمینان خاطر نسبی دهد که صورت مالی و اطلاعات حسابداری مندرج در آنها از اطمینانی معقول برخوردار است و از این طریق منجر به ایجاد ثبات در رفتار احساسی سرمایه‌گذاران شود. به طور کلی، اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر این ایده مطرح است که حسابرسی از طریق ارزش افزوده‌ای که به ابلاغ اولیه اطلاعات مالی از واحد گزارشگر اضافه می‌کند می‌تواند درک افراد در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری را تحت تاثیر قرار دهد و بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام تاثیر بگذارد.

### پیشینه پژوهش

در راستای بررسی پیشینه پژوهش، مطالعات متعددی تلاش کرده‌اند تا نقش حسابرسی مستقل و باکیفیت را در روند ارتباط میان قیمت سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاران بررسی کنند (به عنوان مثال منون و ویلیامز، ۲۰۱۰؛ رایبو و رایبو، ۲۰۱۵؛ قاسمی و همکاران، ۲۰۱۷). در این محیط روند پژوهش‌ها اغلب بر این پرسش بوده که چگونه کیفیت حسابرسی درک افراد در موقعیت‌های مختلف را تحت تاثیر قرار می‌دهد و بر قیمت سهام تاثیر می‌گذارد. با این وجود اغلب پژوهش‌های پیشین در بررسی و پاسخ به این پرسش تنها به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی با قیمت سهام پرداختند و واکنش مستقیم بازار به معیارهایی مانند اندازه، نوع اظهارنظر و دوره تصدی حسابرسان را نشانه‌هایی از تاثیر کیفیت حسابرسی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران بیان نموده‌اند. مطابق با دیدگاه فوق، بون و همکاران (۲۰۱۰) واکنش سرمایه‌گذاران در بازار را به نوع موسسات حسابرسی بررسی کردند و این چنین

بیان می‌کنند که موسسات حسابداری بزرگتر، دارای سطح انگیزه بیشتری برای حفظ استقلال حسابرس هستند؛ لذا سرمایه‌گذاران در تصمیمات‌شان اندازه موسسه حسابداری را به عنوان یکی از عوامل کیفیت خدمات حسابداری در نظر می‌گیرند و در بازار به آن واکنش نشان می‌دهند. منون و ویلیامز (۲۰۱۰) به بررسی واکنش بازار به انتشار گزارش‌های حسابداری تداوم فعالیت پرداختند و به این نتیجه رسیدند گزارش‌های حسابداری تداوم فعالیت حاوی اطلاعات جدیدی برای سرمایه‌گذاران است و منجر به واکنش آنها در بازار می‌شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران گزارشات حسابرس را به عنوان یک نتیجه از ارزیابی عینی شرایط مالی و اوضاع شرکت تفسیر می‌کنند؛ از این رو عوارض جانبی احتمالی این گزارش‌ها بر تصمیمات آنها تاثیر می‌گذارد. هسی و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند در تاریخ‌های نزدیک به انتشار گزارش‌های حسابداری غیرمقبول، سرمایه‌گذاران واکنش منفی به قیمت سهام نشان می‌دهند. ایانیو و کالوپو (۲۰۱۵) دریافتند نوع گزارش‌های حسابداری حاوی بار و محتوای اطلاعاتی است و بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در قیمت سهام تاثیر می‌گذارد. بدین ترتیب که اظهارنظرهای مشروط حسابداری دارای یک اثر منفی و گزارش‌های حسابداری مقبول با تاکید بر مطلب خاص ناشی از تداوم فعالیت دارای یک اثر مثبت بر قیمت سهام است، اگر چه واکنش سرمایه‌گذاران به شدت به این بستگی دارد که نوع گزارش حسابداری حاوی اطلاعات جدید باشد، نه اطلاعاتی که در حال حاضر در دسترس هستند. رایبو و رایبو (۲۰۱۵) و قاسمی و همکاران (۲۰۱۷) این چنین بیان می‌کنند که تغییرات قیمت سهام بطور مستقیم و مثبت تحت تاثیر نوع گزارش‌های مقبول و عضویت حسابرس در موسسات حسابداری بزرگتر قرار دارد. ماء و همکاران (۲۰۱۷) در مدل نظری خود تاثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر کیفیت حسابداری را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند هنگامی که کیفیت حسابداری پایین‌تر باشد، تمایلات سرمایه‌گذاران بیشتر است. همچنین نتایج تحلیل بیشتر آنها نشان داد در مواقعی که سرمایه‌گذاران نسبت به روند رشد شرکت در بازار دارای احساسات بالا باشند، حسابرسان با احتمال کمتری نظرات تعدیل شده حسابداری را منتشر می‌کنند. در همین راستا، دیدگاهی که از جانب ژو (۲۰۱۷) ارائه شد نیز نشان می‌دهد در زمانی‌هایی که تمایلات سرمایه‌گذاران بالاتر باشد، حسابرسان احتمال کمتری دارد که نظرات حسابداری ناپایدارتر منتشر کنند. همچنین آنها بیان می‌کنند تمایلات بالاتر سرمایه‌گذاران منجر به انجام تعدیلات کمتری در گزارش‌های حسابداری توسط حسابرس می‌شود. حساس یگانه و یعقوبی منش (۱۳۸۲) به بررسی تاثیر انواع

گزارشات حسابرس بر قیمت سهام پرداختند و نشان دادند بین انواع اظهارنظرهای حسابرس و قیمت سهام رابطه‌ای معنادار وجود دارد. بنی‌مهد و احمدی (۱۳۹۲) طی پژوهش به بررسی و تحلیل سودمندی حسابرسی در بازار سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد سودمندی حسابرسی را می‌توان از طریق بررسی واکنش بازار به گزارش حسابرس و همچنین بررسی مربوط بودن این گزارش‌ها در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان مورد تحلیل قرار داد. بادآور و تقی‌زاده (۱۳۹۲) دریافتند کیفیت حسابرسی با بهبود محیط اطلاعاتی و کاهش انتخاب‌های نادرست و خطر اخلاقی بر اثر بخشی تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران و در نهایت بر کارایی سرمایه‌گذاری موثر است. علوی طبری و بشیری منش (۱۳۹۲) این چنین بیان می‌کنند که تغییر در نوع موسسات حسابرسی‌کننده توسط شرکت‌ها نوعی علامت‌دهی به بازار تلقی می‌شود. آنها در توضیح یافته‌های خود چنین بیان می‌کنند که تغییر به حسابرس بزرگتر کیفیت بالای سود را نشان می‌دهد و حتی علی‌رغم وجود برخی اخبار بد در سود، منجر به واکنش بیشتر سرمایه‌گذاران به تغییرات مثبت سود و افزایش قیمت سهام می‌شود؛ اما اسدی و اشکانی (۱۳۹۶) بیان می‌کنند بازار واکنشی به تغییر حسابرس (دوره تصدی حسابرس) نشان نمی‌دهد. به عبارتی دیگر، یافته‌های آنها نشان داد تغییر حسابرس فاقد محتوای اطلاعاتی است و تاثیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام ندارد. ابراهیمی کردلر و قلندری (۱۳۹۵) نشان دادند حسابرسی با کیفیت، منجر به افزایش اطلاعات خاص شرکت با جزئیات و بهبود کیفیت گزارش‌های مالی می‌شود و این اطمینان سرمایه‌گذاران به حسابرسی را به عنوان یکی از منابع قابل اتکای اطلاعات خاص شرکت افزایش می‌دهد و موجب کاهش همزمانی قیمت سهام می‌شود. حاجیها و ابراهیمی (۱۳۹۵) واکنش بازار به بهبود اظهارنظر حسابرس را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند گزارش‌های حسابرسی دارای محتوای اطلاعاتی است و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود به نوع اظهارنظر حسابرس توجه می‌کنند.

### فرضیه پژوهش

پس از شکل‌گیری نظریه مالی رفتاری و طرح این موضوع که تمایلات سرمایه‌گذاران تاثیر قابل توجهی بر تغییرات قیمت سهام دارد، یک ایراد اصلی به نظریه مالی رفتاری وارد شد. ایراد اصلی این است که مالی رفتاری بنیان‌های نظریه‌های مالی سنتی را از هم پاشیده و تنها به شناسایی خطاهای ادراکی و رفتاری سرمایه‌گذاران پرداخته است؛ اما این موضوع که چه

عواملی بر خطاهای رفتاری سرمایه‌گذاران موثر است و چگونه می‌توان بر این خطاها غلبه نمود یا آن‌ها را تعدیل کرد، بحثی صورت نگرفته است و بیشتر به نقش روانشناسی و جامعه‌شناسی و کاهش نقش اطلاعات حسابداری پرداخته است. این در حالی که در سطح خرد، حسابرسی مستقل و با کیفیت می‌تواند تاثیر شایانی بر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بگذارد (ماء و همکاران، ۲۰۱۷؛ ژو، ۲۰۱۷). بدین ترتیب که حسابرسی از طریق تقویت نظام راهبری شرکتی می‌تواند کیفیت اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. بهبود کیفیت اطلاعات مالی، سبب شفافیت بیشتر و کاهش ریسک اطلاعاتی می‌شود (لمبرت و همکاران، ۲۰۰۷؛ تائو، ۲۰۱۲). کاهش ریسک اطلاعاتی منجر به کاهش عدم قطعیت در ارتباط با قیمت سهام و نزدیک شدن ارزش ذاتی سهام با ارزش بازار آن و در نتیجه کاهش رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران می‌شود (ژو و نیو، ۲۰۱۶)؛ لذا می‌توان انتظار داشت حسابرسی مستقل و باکیفیت به دلیل بهبود کیفیت اطلاعات مالی، ابهامات و خطای قیمت‌گذاری مرتبط با سهام را کاهش دهد و بر تمایل سرمایه‌گذاران به خرید و فروش سهام تأثیر بگذارد؛ از اینرو بر مبنای سوالات و مبانی نظری، فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

فرضیه پژوهش: کیفیت حسابرسی بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت بازار سهام اثر تعدیل‌کنندگی دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و بر مبنای روش از نوع همبستگی با رویکرد رگرسیونی است که در آن برای آزمون مدل‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون چند متغیره تعدیل شده مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط ذیل را دارا باشند. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ به دلیل ماهیت متفاوت جزء موسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند؛ اطلاعات مالی مورد نیاز شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ در دسترس باشد؛ از اینرو پس از جمع‌آوری، تعداد ۷۰ شرکت از جامعه مورد نظر باقی مانده‌اند که در طی ۸ سال مورد بررسی جمعا ۵۶۰ سال-شرکت را دربر گرفت.



### مدل و تعریف مفهومی متغیرهای پژوهش

مدل‌های دارای متغیر تعدیل‌گر برخلاف بسیاری از پژوهش‌های حسابداری که صرفاً به گنجاندن متغیر تعدیل‌گر در مدل به صورت ساده اکتفا می‌کنند، یکی از پیچیده‌ترین روابط و الگوهای مورد استفاده است، برای بررسی مدل‌های دارای متغیر تعدیل‌گر دو روش رگرسیون چند متغیره تعدیل‌شده و روش زیر گروه وجود دارد (عزیزی، ۱۳۹۲). در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه پژوهش از روش رگرسیون چند متغیره تعدیل‌شده استفاده شده است. مراحل انجام این روش به شرح ذیل است؛ اول، متمرکزسازی و تولید جمله تعاملی. دوم، استفاده از رگرسیون سلسله مراتبی و سوم، شناسایی وجود یا عدم وجود متغیر تعدیل‌گر.

متمرکزسازی. در این روش ابتدا برای بررسی تاثیر متغیر تعدیل‌گر بر متغیر وابسته، اثر متغیر تعاملی برآورد می‌شود؛ زیرا چنانچه مقادیر متغیرهای تعاملی به صورت ساده در یکدیگر ضرب شوند، هنگام برآورد رگرسیون مشکل چند خطی بودن رخ می‌دهد. اثر متغیر تعاملی با استفاده از متمرکزسازی به ترتیب مراحل زیر برآورد می‌شود. الف) محاسبه میانگین برای هر یک از متغیرها (ب) محاسبه جمله تعاملی. متغیر تعاملی در این پژوهش حاصل ضرب دو متغیر تمایلات سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابرسی است که نحوه اندازه‌گیری اثر تعاملی آن به شرح رابطه (۱) است.

$$\text{رابطه (۱)} \quad \text{SEN}_{t-1} \text{ AU}_{i,t} = \left( \text{SEN}_{t-1} - \overline{\text{SEN}_{t-1}} \right) \left( \text{AU}_{i,t} - \overline{\text{AU}_{i,t}} \right)$$

در رابطه فوق  $\text{SEN}_{t-1}$  شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران در ابتدای سال جاری،  $\text{AU}_{i,t}$  متغیر کیفیت حسابرسی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $\overline{\text{SEN}_{t-1}}$  میانگین متغیر شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران در ابتدای سال جاری و  $\overline{\text{AU}_{i,t}}$  میانگین متغیر کیفیت حسابرسی شرکت  $i$  در سال  $t$  است. از سوی دیگر، از آنجا که در این پژوهش از دو متغیر نوع گزارشات حسابرسان و اندازه حسابرسان برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسان استفاده شده است؛ لذا با جایگزینی این دو متغیر به جای کیفیت حسابرسان، رابطه (۱) تبدیل به رابطه (۲) و (۳) به شرح زیر می‌شود.

$$\text{رابطه (۲)} \quad \text{SEN}_{t-1} \quad \text{DU}_{i,t} = \left( \text{SEN}_{t-1} - \overline{\text{SEN}_{t-1}} \right) \quad (\text{DU}_{i,t} - \overline{\text{DU}_{i,t}})$$

$$\text{رابطه (۳)} \quad \text{SEN}_{t-1} \quad \text{DB}_{i,t} = \left( \text{SEN}_{t-1} - \overline{\text{SEN}_{t-1}} \right) \quad (\text{DB}_{i,t} - \overline{\text{DB}_{i,t}})$$

در رابطه‌های فوق  $\text{DU}$  نوع گزارشات حسابرس،  $\text{DB}$  اندازه حسابرس،  $\overline{\text{DU}}$  میانگین متغیر نوع گزارشات حسابرس و  $\overline{\text{DB}}$  میانگین متغیر اندازه حسابرس است. دلایل اصلی استفاده از نوع گزارش حسابرس به عنوان متغیر تعدیل‌گر به شرح ذیل است، دلیل اول این که گزارش حسابرسی می‌تواند حاوی اطلاعاتی باشد که برآوردها و مخاطرات جریان‌های نقدی آینده را تحت تاثیر قرار دهد؛ دلیل دوم این که گزارش حسابرسی می‌تواند شامل اطلاعات قابل توجهی در مورد تداوم و ادامه فعالیت شرکت باشد و سوم، نوع گزارشات حسابرس به عنوان یک خبر خوب یا بد می‌تواند تاثیر روان شناختی بر سرمایه‌گذاران داشته باشد و منجر به انتظارات خوش‌بینانه یا بد بینانه شود (رایبو و رایبو، ۲۰۱۵)؛ همچنین، استدلال اصلی در خصوص تعدیل‌گر بودن نوع موسسه حسابرسی این است که هزینه‌های سنگینی که برای ساخت نام‌های تجاری معتبر پرداخته می‌شود، می‌تواند باعث شود سرمایه‌گذاران کیفیت خدمات حسابرسی را بر حسب تصور خود، از شهرت و اندازه موسسه حسابرسی درک کنند و این امر به صورت‌های مالی با کیفیت بالاتر برای مشتریان حسابرسان بزرگتر تفسیر شود (بون و همکاران، ۲۰۱۰).

استفاده از رگرسیون سلسله مراتبی. پس از محاسبه اثر متغیر تعاملی، برای انجام رگرسیون چند متغیره تعدیل شده باید از نوع خاصی از رگرسیون به نام رگرسیون سلسله مراتبی استفاده نمود. در این نوع از رگرسیون ابتدا متغیر مستقل، سپس متغیر تعدیل‌گر و در نهایت متغیر اثرات تعاملی به ترتیب به الگوی پژوهش اضافه می‌شوند تا بتوان فرضیه پژوهش را آزمون نمود (عزیزی، ۱۳۹۲). از اینرو مدل‌های استفاده شده بر مبنای رگرسیون سلسله مراتبی برای آزمون فرضیه پژوهش به شرح زیر است.

$$\text{مدل (۱)} \quad P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SEN}_{t-1} + \beta_{i,t}$$

$$\text{مدل (۲)} \quad P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SEN}_{t-1} + \beta_2 \text{AU}_{i,t} + \beta_{i,t}$$

$$\text{مدل (۳)} \quad P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SEN}_{t-1} + \beta_2 \text{AU}_{i,t} + \beta_3 \text{SEN}_{t-1} \quad \text{AU}_{i,t} + \beta_{i,t}$$

در مدل‌های فوق P قیمت سهام، SEN تمایلات سرمایه‌گذاران، AU کیفیت حسابرسی و  $SEN \times AU$  اثرات تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابرسی است که ضریب آن نشان دهنده تعدیل‌گر بودن کیفیت حسابرسی است. همچنین از آنجا که در این پژوهش برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی از دو متغیر نوع گزارشات و اندازه حسابرسی استفاده شده است؛ لذا با جایگزین کردن این دو متغیر در مدل (۳) این مدل تبدیل مدل‌های (۴) و (۵) به شرح زیر می‌شود.

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SEN_{t-1} + \beta_2 DU_{i,t} + \beta_3 SEN_{t-1} DU_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SEN_{t-1} + \beta_2 DB_{i,t} + \beta_3 SEN_{t-1} DB_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۵)}$$

شناسایی وجود یا عدم وجود متغیر تعدیل‌گر. در بسیاری از پژوهش‌های حسابداری برای بررسی تاثیر متغیر تعدیل‌گر بر متغیر وابسته صرفاً به معنادار بودن یا نبودن جمله تعاملی اکتفا می‌شود؛ در حالی که یکی از هشدارهای مهم در کاربرد روش رگرسیون چند متغیره تعدیل شده آن است که نباید صرفاً معنادار بودن جمله تعاملی را دال بر تعدیل‌گر بودن متغیر دانست؛ لذا مهم‌ترین مرحله در روش رگرسیون چند متغیره تعدیل شده شناسایی وجود یا عدم وجود متغیر تعدیل‌گر است که بدین منظور، ابتدا باید با توجه ماهیت متغیرها آزمون مناسب را انتخاب و سپس در گام دوم اقدام به شناسایی وجود یا عدم وجود متغیر تعدیل‌گر نمود (عزیزی، ۱۳۹۲). در این پژوهش با توجه ماهیت متغیرها برای شناسایی متغیر تعدیل‌گر از آزمون تغییرات  $R^2$  استفاده شده است.

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش قیمت بازار سهام است. قیمت سهام معمولاً یکی از مهم‌ترین معیار ارزیابی عملکرد موسسات است. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران است و برای ارزیابی عملکرد جاری شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این پژوهش قیمت سهام از قیمت بازار هر سهم در پایان سال بدست می‌آید.

#### متغیر مستقل

##### تمایلات سرمایه‌گذاران

برای اندازه‌گیری تمایلات سرمایه‌گذاران در مطالعات پیشین از معیارهای مختلفی استفاده

شده است و هنوز هیچ شاخص قطعی و غیرمناقشه برانگیزی وجود ندارد (باکر و استین، ۲۰۰۴؛ باکر و ورگلر، ۲۰۰۶)؛ لذا در این پژوهش با توجه به محیط اقتصادی ایران، از یک شاخص ترکیبی که متشکل از پنج معیار پیشنهاد شده به وسیله باکر و ورگلر (۲۰۰۶) شامل میانگین نرخ بازده سهام در اولین روز عرضه عمومی اولیه سهام، حجم معاملات، تعداد معاملات، مازاد سود تقسیمی، نسبت مالکانه سهام و دو معیار کلان اقتصادی شامل نرخ بهره بدون ریسک و شاخص قیمت مصرف کنندگان استفاده شده است تا بتوان تاثیر اقتصاد کلان را نیز کاهش داد. برای اندازه گیری این شاخص از روش تحلیل عاملی استفاده شده است تا بتوان عنصر غیرمنطقی این معیارها را با استفاده از روش تجزیه مولفه های اصلی استخراج نمود. نحوه اندازه گیری هر یک از معیارهای تمایلات سرمایه گذاران در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. معیارهای تمایلات سرمایه گذاران

RIPO	نرخ بازده سهام در اولین روزی که عرضه عمومی اولیه سهام صورت گرفته است.
TURN	حجم معاملات (نرخ گردش بازار) انجام شده است که از طریق تقسیم تعداد سهام معامله شده در سال $t$ به کل سهام شرکت مورد نظر تعریف می شود.
NOT	تعداد معاملات انجام شده است که شامل تعداد معاملات یک سهم در بازه سالانه شرکت مورد نظر است.
PDND	مازاد سود تقسیمی است که از لگاریتم مابه التفاوت سودهای تقسیم شده و تقسیم نشده محاسبه می شود.
S	نسبت مالکانه سهام است که معیاری برای اندازه گیری کل فعالیت های مالی است و از تقسیم حقوق صاحبان سهام بر مجموع حقوق صاحبان سهام و بدهی های بلند مدت محاسبه می شود.
$R_f$	نرخ بهره بدون ریسک است که از طریق نرخ سود سپرده های بانکی یک ساله محاسبه می شود.
CPI	شاخص قیمت مصرف کنندگان است که به عنوان معیاری برای اندازه گیری تورم استفاده می شود.

مهم ترین مرحله در روش تحلیل عاملی اطمینان از مناسب بودن متغیرها است که بدین منظور از آزمون های KMO و آزمون کرویت بارتلت استفاده نموده ایم (مومنی و قیومی، ۱۳۸۷). نتایج این دو آزمون در ارتباط با متغیرهای تمایلات سرمایه گذاران در جدول ۲ ارائه شده است. نتایج ارائه شده در جدول ۲ نشان می دهد مقدار آماره KMO برابر ۰/۷۳۵ است و از آن جا که مقدار آن از ۰/۵۰ بیشتر است نشان می دهد که داده ها برای انجام تحلیل عاملی مناسب هستند. همچنین نتایج آزمون کرویت بارتلت در سطح معناداری ۰/۰۵

معنادار است که نشان می‌دهد بین متغیرها همبستگی معناداری وجود دارد. به طور کلی نتایج این دو آزمون نشان می‌دهد نمونه مورد بررسی از کفایت لازم برخوردار بوده و متغیرهای مناسبی برای انجام تحلیل عاملی انتخاب شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون KMO و کرویت بارتلت

آماره KMO	۰/۷۳۵
آماره کرویت بارتلت	۶۴/۲۷۹
سطح معناداری	۰/۰۰۰

پس از بررسی مناسب بودن متغیرها، برای انجام تحلیل عاملی باید روش استخراج عامل‌ها و معیار تعیین آن‌ها مشخص شود. اساسی‌ترین روش برای استخراج عامل‌ها روش تجزیه مولفه‌های اصلی است. نتایج حاصل از روش تجزیه مولفه‌های اصلی نشان داد تنها عامل اول با مقدار ویژه ۱/۴۲۲ دارای مقدار ویژه بزرگتر ۱ است؛ لذا بقیه عامل‌ها از تحلیل خارج و تمام متغیرها در عامل اول تجمع می‌شوند. نتیجه بارهای عاملی هر یک از متغیرها بر مبنای مولفه اول اصلی به صورت یک ترکیب خطی از شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران به شرح رابطه (۴) ارائه شده است.

$$\begin{aligned} \text{رابطه (۴)} \quad \text{SEN}_t = & ۶۵۵ (\text{RIPO}_t) \cdot ۰/ + ۰/۵۳۹ (\text{TURN}_t) \cdot ۰/۷۰۲ \\ & + (\text{NOT}_t) \cdot ۰/۴۹۱ (\text{PDND}_t) + ۰/۶۳۴ (\text{S}_t) \cdot ۰/۱۵۳ \\ & + (\text{R}_t) + ۰/۲۷۸ (\text{CPI}_t) \end{aligned}$$

### کیفیت حساسی

کیفیت حساسی اغلب به عنوان سنجش و ارزیابی بازار از توانایی حساسی در کشف تحریفات بااهمیت و گزارشگری تحریفات کشف شده تعریف می‌شود (دی‌آنجلو، ۱۹۸۱). اما برای اندازه‌گیری کیفیت حساسی یک مشکل مشهود وجود دارد و آن غیرقابل مشاهده و ادراکی بودن کیفیت حساسی است. به عبارتی دیگر، عوامل انتخابی محقق به عنوان نمادهایی از کیفیت حساسی ادراکی هستند؛ اما برای عملیاتی کردن و اندازه‌گیری کیفیت حساسی لازم است مقیاسی برای کیفیت حساسی انتخاب شود. واتکینز و همکاران (۲۰۰۴) در مورد انتخاب مقیاس‌های مناسب برای اندازه‌گیری کیفیت حساسی این چنین بیان می‌کنند که کیفیت حساسی از دو بعد شهرت و نظارت تشکیل

شده است که بعد شهرت به صلاحیت و استقلال ادراک شده از حسابرسی و بعد نظارت به صلاحیت و استقلال واقعی از حسابرسی توسط ذینفعان اشاره می‌کند؛ از اینرو در این پژوهش برای در نظر گرفتن هر دو بعد حسابرسی و به پیروی از پژوهش‌های پیشین (مانند ایتونز، ۲۰۱۲؛ رابو و رابو، ۲۰۱۵؛ ایزدی نیا و میرزایی، ۱۳۹۴) از اندازه حسابرسی به عنوان بعد صلاحیت و استقلال ادراک شده از حسابرسی و گزارشات حسابرسی به عنوان بعد صلاحیت و استقلال واقعی حسابرسی، به عنوان ابعاد کیفیت حسابرسی استفاده شده است. این دو متغیر مجازی هستند و مقادیر آنها ۰ و ۱ است. نحوه اندازه‌گیری این دو متغیر به شرح زیر است.

**DU** نوع گزارش حسابرسی: گزارش حسابرسی ابزاری است که حسابرسی از طریق آن نظرات خود را به قابل اتکا بودن اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی را به استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی منتقل می‌کند (آلتونیت و همکاران، ۲۰۰۸). گزارشات حسابرسی به دو نوع گزارش مقبول و غیرمقبول تقسیم می‌شود. برای محاسبه این متغیر اگر گزارش حسابرسی مقبول باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ تعلق می‌گیرد. **DB** اندازه حسابرسی: پژوهشگران برای متمایز ساختن موسسات حسابرسی با کیفیت بالا از موسسات حسابرسی با کیفیت پایین از معیارهای مختلفی استفاده می‌کنند. درآمد موسسات حسابرسی کننده، قدمت و نام تجاری موسسات حسابرسی کننده نمونه‌هایی از معیارهای عمومی متمایز کننده کیفیت موسسات حسابرسی از یکدیگر هستند (بون و همکاران، ۲۰۱۰). در این پژوهش به دلیل کارکنان زیاد، قدمت و درآمد بیشتر و همچنین این تصور عموم که سازمان حسابرسی، خدمات حسابرسی را با تضمین و دقت بیشتری ارائه می‌کند و احتمال اینکه صورت‌های مالی ممکن است، نتیجه تقلب یا سهل‌انگاری مدیریت باشد را کاهش می‌دهد، تمرکز بر روی سازمان حسابرسی است؛ از اینرو به منظور اندازه‌گیری اندازه حسابرسی اگر سازمان حسابرسی به عنوان حسابرسی شرکت انتخاب شده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ تعلق می‌گیرد.

### متغیر تعدیل‌گر

برای بررسی تعدیل‌گر بودن کیفیت حسابرسی بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام در این پژوهش از متغیر اثرات تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابرسی استفاده شده است. متغیر  $SEN \times AU$ ، از حاصل ضرب  $SEN$  و  $AU$  تشکیل

می‌شود که در آن SEN شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران در ابتدای سال جاری و AU کیفیت حسابرسی است که برای اندازه‌گیری آن از دو متغیر  $D_U$ ، نوع گزارش حسابرسی و  $D_B$ ، اندازه حسابرسی استفاده شده است که با جایگزینی این دو متغیر به جای کیفیت حسابرسی، متغیر اثرات تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و کیفیت حسابرسی تبدیل به دو متغیر اثرات تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و نوع گزارش حسابرسی و اثرات تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و اندازه حسابرسی می‌شود. نحوه محاسبه این دو متغیر مبتنی بر روابط پیش گفته شده (۲) و (۳) است.

### یافته‌های پژوهش

#### آماره‌های توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است. همان‌گونه که نتایج در جدول ۳ نشان می‌دهد، میانگین نوع اظهارنظر حسابرسی ۰/۴۲۸ است که نشان می‌دهد از هر ۱۰ اظهارنظر حسابرسی، به طور میانگین ۴ اظهارنظر از نوع مقبول می‌باشد. میانگین اندازه حسابرسی برابر با ۰/۳۳۵ است که نشان دهنده این است که در شرکت‌های مورد بررسی از هر ۱۰ شرکتی که حسابرسی شده‌اند، به طور میانگین ۳ شرکت حسابرسی آن‌ها توسط سازمان حسابرسی، انجام شده است. این پدیده را می‌توان از طریق اولویت‌های سازمان حسابرسی، برای پذیرش شرکت‌های کارآمد با سطوح خطر کمتر توضیح داد. در برخی موارد این اولویت سازمان حسابرسی را می‌توان با دریافت دستمزدهای حسابرسی و غیر حسابرسی بالا نیز توضیح داد.

جدول ۳. آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین
P	۶۶۳۱	۳۷۴۷	۲۵۰۲	۳۳۶۴۰	۵۰۰
SEN	۰/۲۳۸	۰/۲۶۵	۰/۰۹۴	۱/۲۹۶	-۱/۴۰۳
$D_U$	۰/۴۲۸	۰	۰/۴۹۵	۱	۰
$D_B$	۰/۳۳۵	۰	۰/۴۷۲	۱	۰
$SEN \times D_U$	۰/۲۰۳	۰	۰/۲۷۳	۱/۰۲۴	-۱/۴۰۳
$SEN \times D_B$	۰/۱۷۴	۰	۰/۳۹۵	۱/۲۹۶	-۰/۹۲۵

\* ذکر این نکته ضروری است که از متغیر قیمت بازار سهام برای محاسبه در مدل پژوهش لگاریتم طبیعی گرفته

شد است تا با سایر متغیرهای پژوهش همگن شود.

### برآورد مدل به روش داده‌های ترکیبی

در این در این پژوهش از الگوی رگرسیون چند متغیره تعدیل شده مبتنی بر داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است؛ از اینرو از آزمون F لیمر برای تعیین نوع روش تخمین (روش داده‌های تلفیقی یا روش داده‌های پانل) و از آزمون هاسمن برای تعیین نوع الگو (اثرات تصادفی یا ثابت) استفاده شده است (بالتاجی، ۲۰۰۵). نتایج حاصل از آزمون‌های فوق در جدول ۴ ارائه شده است که نشان می‌دهد سطح معناداری آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای دو الگوی پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است؛ لذا مدل پانل با اثرات ثابت برای آن‌ها انتخاب می‌شود.

جدول ۴. نتایج حاصل آزمون F لیمر و هاسمن

مدل	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره F	مقدار احتمال	مدل	آماره کای دو
(۴)	۰/۹۱۲	۰/۰۰۱	پانل	۱۴/۷۴۹
(۵)	۱/۱۳۶	۰/۰۰۰	پانل	۲۴/۵۰۳

### بررسی مفروضات رگرسیون

پس از انتخاب نوع الگوی مناسب برای هر یک از مدل‌های پژوهش، به بررسی مفروضات رگرسیون پرداخته شده است که نتایج آن در جدول ۵ ارائه شده است. در بررسی فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است (بالتاجی، ۲۰۰۵). نتایج حاصل از آزمون والد تعدیل شده در سطح معناداری ۰/۰۵ حاکی از آن است که پسماند مدل‌های برازش شده شماره (۴) و (۵) دارای سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ هستند؛ بنابراین هر دو مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس است. برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس از ضریب تصحیح وایت استفاده شده است. سپس، در بررسی فرض صفر بودن کوواریانس بین اجزا خطا در طول زمان یا همان تشخیص خود همبستگی از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون دوربین واتسون از آنجا که بین مقادیر بحرانی ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، نشان می‌دهد بین باقیمانده هر دو مدل پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد. در نهایت به بررسی فرض همخطی بودن متغیرهای مستقل مدل با استفاده از آزمون همخطی VIF پرداخته شده است. نتایج حاصل از آزمون همخطی VIF در جدول ۵ بیانگر آن است که مقدار میانگین آماره VIF برای متغیرهای مستقل هر



دو مدل کمتر از ۵ است؛ لذا بین متغیرهای مستقل مدل‌های پژوهش مشکل همخطی حاد وجود ندارد.

جدول ۵. نتایج آزمون بررسی مفروضات رگرسیون

مدل	آزمون والد تعدیل شده			آزمون دورین واتسون		آزمون VIF	
	آماره آزمون	مقدار احتمال	ناهمسانی	آماره آزمون	خود همبستگی	آماره آزمون	همخطی
(۴)	۳۴۱/۴۷۵	۰/۰۰۰	دارد	۲/۱۰۴	ندارد	۲/۱۲۱	ندارد
(۵)	۶۲۰/۸۲۹	۰/۰۰۰	دارد	۱/۸۹۸	ندارد	۱/۳۸۷	ندارد

### نتایج آزمون فرضیه پژوهش

هدف از آزمون فرضیه پژوهش، بررسی اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام است. در این بخش از پژوهش، به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی نوع گزارشات حسابرسان (اولین متغیر کیفیت حسابرسی) بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام پرداخته شده است که نتایج آن در جدول ۶ ارائه شده است. بدین منظور، بر مبنای روش رگرسیون چند متغیره تعدیل شده، ابتدا در ستون اول متغیر تمایلات سرمایه‌گذاران، در ستون دوم متغیر نوع گزارشات حسابرسان و در ستون سوم متغیر تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و نوع گزارشات حسابرسان به ترتیب به الگوی پژوهش اضافه شده است. در بررسی معناداری هر الگو با توجه به نتایج جدول ۶ احتمال آماره F در سطح معناداری از ۰/۰۵ کوچک‌تر است که با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن تمام الگوها تأیید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برای هر الگو به ترتیب ۰/۱۷۲، ۰/۲۱۵ و ۰/۲۶۸ است. این نتایج نشان می‌دهد با استفاده از آزمون تغییرات  $R^2$  می‌توان به شناسایی وجود یا عدم وجود متغیر نوع گزارشات حسابرسان به عنوان متغیر تعدیل‌گر پرداخت. نتایج آزمون تغییرات  $R^2$  در جدول ۷ ارائه شده است. نتایج آزمون تغییرات  $R^2$  در سطح معناداری ۰/۰۵ معنادار می‌باشد که نشان می‌دهد نوع گزارشات حسابرسان بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و متغیری تعدیل‌گر است. دومین سوال در مورد مدل‌های دارای متغیر تعدیل‌گر مربوط به جهت و میزان تأثیرگذاری متغیر تعدیل‌گر است که برای پاسخ به این سوال می‌توان به ضریب جمله تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و نوع گزارشات حسابرسان توجه نمود. در بررسی معناداری ضریب متغیر

تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و نوع گزارشات حسابرسان، همان‌گونه که نتایج در جدول ۷ نشان می‌دهد مقدار ضریب متغیر تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و نوع گزارشات حسابرسان برابر با ۰/۳۱۷ و در سطح معناداری ۰/۰۵ معنادار است که با توجه به مثبت بودن مقدار ضریب جهت این رابطه نیز مستقیم است. مثبت و معنادار بودن ضریب این متغیر ارتباط یک اظهارنظر مقبول و اعتماد سرمایه‌گذاران را تقویت می‌کند و به این حقیقت اشاره می‌کند که گزارشات حسابرسان از جمله عواملی است که تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به عبارتی دیگر، گزارشات حسابرسان دارای محتوای اطلاعاتی می‌باشد و به همراه رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران به طور مشترک بر قیمت سهام تاثیر می‌گذارند. این نتیجه را با توجه به محیط اقتصادی ایران، می‌توان اعتماد سرمایه‌گذاران به گزارشات حسابرسانی دانست. در نهایت با توجه به نتایج الگوی سوم، ماهیت متغیر تعدیل‌گر نوع گزارشات حسابرسان از نوع شبه تعدیل‌گر است.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	P	P	P
SEN	۰/۲۲۳*	۰/۳۳۵*	۰/۱۸۴*
	(۳/۰۵۸)	(۳/۶۴۷)	(۳/۵۹۶)
D <sub>U</sub>	۰/۱۴۲*	۰/۱۶۵*	
	(۳/۳۵۴)	(۴/۱۰۵)	
SEN × D <sub>U</sub>			۰/۳۱۷*
			(۲/۸۶۶)
0	۰/۶۱۹*	۰/۱۶۱*	۰/۴۱۱*
	(۲/۳۲۴)	(۳/۴۳۴)	(۴/۸۰۵)
آماره دوربین واتسون	۲/۰۱۱	۱/۹۲۵	۲/۱۰۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۷۲	۰/۲۱۵	۰/۲۶۸
آماره F	۱۱۶/۳۰۳	۷۶/۱۴۰	۶۷/۷۴۱
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

\* سطح معناداری ۵ درصد را نشان می‌دهد.

جدول ۷. نتایج آزمون تغییرات  $R^2$

آماره Z	مقدار احتمال
۲/۰۴۳	۰/۰۰۰

در این بخش از پژوهش، به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی دومین متغیر کیفیت حسابرسی (اندازه حسابرسی) بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام پرداخته شده است که نتایج آن در جدول ۸ ارائه شده است. بدین منظور بر مبنای روش رگرسیون چند متغیره تعدیل شده، ابتدا در ستون اول متغیر تمایلات سرمایه‌گذاران، در ستون دوم متغیر اندازه حسابرسی و در ستون سوم متغیر تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و اندازه حسابرسی به ترتیب به الگوی پژوهش اضافه شده است. در بررسی معناداری هر الگو با توجه نتایج جدول ۸ احتمال آماره F در سطح معناداری از ۰/۰۵ کوچک‌تر است که با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن تمام الگوها تأیید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برای هر الگو به ترتیب ۰/۱۷۲، ۰/۱۷۷ و ۰/۱۸۳ است. این نتایج نشان می‌دهد با استفاده از آزمون تغییرات  $R^2$  می‌توان به شناسایی وجود یا عدم وجود اندازه حسابرسی به عنوان متغیر تعدیل‌گر اقدام نمود. نتایج آزمون تغییرات  $R^2$  در جدول ۹ ارائه شده است که نشان می‌دهد مقدار آماره Z در سطح معناداری بزرگ‌تر از ۰/۰۵ و غیرمعنادار است. این نتیجه حاکی از آن است که اندازه حسابرسی متغیری تعدیل‌گر نمی‌باشد و بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام تأثیر نمی‌گذارد. همچنین، مقدار ضرایب متغیرهای اندازه حسابرسی و اثرات تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و اندازه حسابرسی در ستون‌های دوم و سوم جدول ۸ در سطح معناداری ۰/۰۵ غیرمعنادار می‌باشند. این نتیجه نیز تائیدی نتایج بر بدست آمده از آزمون تغییرات  $R^2$  است و نشان می‌دهد اندازه حسابرسی نه تنها تعدیل‌گر نیست و بر تمایلات سرمایه‌گذاران تأثیر نمی‌گذارد؛ بلکه بر قیمت سهام نیز تأثیرگذار نیست و هیچ رابطه معناداری با آن ندارد.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	P	P	P
SEN	۰/۳۶۷* (۳/۰۸۴)	۰/۳۰۵* (۲/۱۴۴)	۰/۲۲۳* (۳/۰۵۸)
D <sub>B</sub>	۰/۴۰۵ (۱/۸۶۰)	۰/۹۸۳ (۰/۵۹۷)	
SEN × D <sub>B</sub>	۰/۱۹۷ (۱/۳۱۹)		
0	۱/۴۲۰* (۲/۵۰۵)	۰/۲۸۶* (۳/۵۳۷)	۰/۶۱۹* (۲/۳۲۴)
آماره دوربین واتسون	۱/۸۹۸	۲/۱۲۶	۲/۰۱۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۸۳	۰/۱۷۷	۰/۱۷۲
آماره F	۴۱/۸۵۶	۶۰/۰۹۵	۱۱۶/۳۰۳
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

\* سطح معناداری ۵ درصد را نشان می دهد.

جدول ۹. نتایج آزمون تغییرات R<sup>2</sup>

آماره Z	مقدار احتمال
۱/۶۲۹	۰/۱۷۴

### نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی اثر تعدیل کنندگی کیفیت حسابداری بر تمایلات سرمایه گذاران در قیمت گذاری سهام پرداخته شده است؛ از اینرو با بررسی ادبیات کیفیت حسابداری دو متغیر نوع گزارشات حسابداری و اندازه حسابداری در نظر گرفته شده است و برای اندازه گیری شاخص تمایلات سرمایه گذاران، بر مبنای روش مولفه اصلی از یک شاخص ترکیبی که متشکل از هفت معیار نرخ بازده سهام در اولین روز عرضه عمومی اولیه سهام، حجم معاملات، تعداد معاملات، مازاد سود تقسیمی، نسبت مالکانه سهام، نرخ بهره بدون ریسک و شاخص قیمت مصرف کنندگان است استفاده شده است.

یافته های پژوهش در رابطه با آزمون فرضیه پژوهش، بررسی اثر تعدیل کنندگی کیفیت حسابداری بر رابطه بین تمایلات سرمایه گذاران و قیمت بازار سهام نشان داد، گزارشات حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی می باشد و بر تمایلات سرمایه گذاران در قیمت گذاری

سهام تاثیر می‌گذارد. بدین ترتیب که نوع گزارشات مقبول حسابرسی می‌تواند باعث اعتماد سرمایه‌گذاران به گزارشات حسابرسی شود و رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران در بازار را تحت تاثیر قرار دهد. به بیانی دیگر، شرکت‌هایی که بطور صحیح عملکرد و موقعیت خود را نشان می‌دهند، یک نظر مطلوب و مقبول ارائه می‌شود. به گونه‌ای که باعث تحکیم اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات مندرج در گزارشات حسابرسی و رشد و جذابیت سهام در بازار می‌شود؛ اما یافته‌های پژوهش در ارتباط با اثر تعدیل‌کنندگی اندازه حسابرسی بر رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام نشان داد، اندازه حسابرسی تاثیر بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام ندارد. به عبارتی دیگر، نوع موسسه حسابرسی کننده دارای اثر تعدیل‌کنندگی نیست و نمی‌تواند تاثیر بر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران داشته باشد. به طور کلی نتایج این پژوهش نشان داد از میان معیارهای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی، نوع گزارشات حسابرسی معیار مناسب‌تری برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی است و ارتباطی ارزشی با رفتارهای سرمایه‌گذاران دارد. نتایج بدست آمده مربوط به نوع گزارش حسابرسی در این پژوهش با پژوهش‌هایی مانند ایانیو و کالوپو (۲۰۱۵)؛ رایبو و رایبو (۲۰۱۵)؛ بنی‌مهد و احمدی (۱۳۹۲) و حاجیها و ابراهیمی (۱۳۹۵) همخوانی بیشتری دارد. با این تفاوت که این پژوهش‌ها واکنش مستقیم بازار به گزارشات حسابرسی را نشانه‌هایی از تاثیر کیفیت حسابرسی بر رفتارهای سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام بیان نموده‌اند.

### پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش به مدیران توصیه می‌شود، با نظارت بیشتر بر کیفیت حسابرسی و ارائه صورت‌های مالی با کیفیت می‌توانند رفتارهای هیجانی و احساساتی سرمایه‌گذاران را کاهش دهند و باعث تحکیم اعتماد سرمایه‌گذاران و رشد و جذابیت سهام در بازار شوند. در ارتباط با محدودیت‌های پژوهش، اثرات ناشی از عواملی مانند تورم، تفاوت در روش‌های حسابداری در اندازه‌گیری و گزارشگری رویدادهای مالی می‌تواند بر نتایج پژوهش تاثیرگذار باشد؛ اما اثر این عوامل در پژوهش در نظر گرفته نشده است. در این پژوهش اثرات ناشی از نوع صنعت در نظر گرفته نشده است، با توجه به شدت و ضعف روابط در صنایع مختلف باید به تاثیر صنایع مختلف در تفسیر نتایج توجه کرد.

## منابع

- ابراهیمی کردلر، علی؛ قلندری، موسی. (۱۳۹۵). تاثیر تخصص حسابرسان بر کیفیت سود و همزمانی قیمت سهام. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳ (۲)، ۱۳۷-۱۵۴.
- اسدی، غلامحسین؛ اشکانی، بهروز. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر تغییر حسابرسان بر قیمت سهام. دانش حسابداری، ۱۷ (۶۶)، ۴۱-۶۰.
- ایزدی نیا، ناصر؛ میرزائی، مهدی. (۱۳۹۴). تاثیر ارزش‌گذاری سهام بر رابطه بین کیفیت حسابداری و ارقام تعهدی اختیاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲ (۴۵)، ۷۳-۹۶.
- بادآور نهندي، یونس؛ تقی‌زاده، وحید. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰ (۲)، ۱۹-۴۲.
- بنی‌مهد، بهمن؛ احمدی، سعید. (۱۳۹۲). بررسی تحلیلی سودمندی گزارش‌های حسابداری در بازار سرمایه. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۲ (۶)، ۱۳-۳۰.
- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم؛ مهدی‌دانا، محمد. (۱۳۹۴). رابطه کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴ (۴)، ۱-۱۶.
- حاجیها، زهره؛ ابراهیمی، محمد رضا. (۱۳۹۵). بهبود اظهارنظر حسابرسان و اثرات آن بر تغییرات قیمت و حجم معاملات سهام. پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، ۸ (۳۰)، ۶۱-۸۱.
- حساس یگانه، یحیی؛ یعقوبی‌منش، سارا. (۱۳۸۲). تاثیر گزارش‌های حسابداری بر قیمت سهام. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱ (۳)، ۲۷-۵۹.
- راعی، رضا؛ فلاح‌پور، سعید. (۱۳۸۳). مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی. تحقیقات مالی، ۶ (۲)، ۷۷-۱۰۶.
- ستایش، محمد حسین؛ شمس‌الدینی، کاظم. (۱۳۹۵). بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، ۸ (۱)، ۱۰۳-۱۲۵.
- عزیزی، شهریار. (۱۳۹۲). متغیرهای میانجی، تعدیل‌گر و مداخله‌گر در پژوهش‌های بازاریابی: مفهوم، تفاوت‌ها، آزمون‌ها و رویه‌های آماری. فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات بازاریابی نوین، ۲ (۹)، ۱۵۵-۱۷۴.
- علوی طبری، حسن؛ بشیری‌منش، نازنین. (۱۳۹۲). اثر کیفیت حسابرسان و تغییر حسابرسان بر بازار سرمایه. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۲ (۶)، ۶۵-۷۵.

ملکیان، اسفندیار؛ معین‌الدین، محمود؛ کلانتری، انسیه. (۱۳۹۰). رابطه بین کیفیت حسابرسی مستقل و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۸ (۶۶)، ۵۳-۶۸.  
مومنی، منصور؛ قیومی، علی. (۱۳۸۷). تحلیل آماری با استفاده از SPSS. تهران، انتشارات کتاب نو.

- Al-Thuneibat, A., Khamees, B., & Al-Fayoumi, N. (2008). The effect of qualified auditors opinions on share prices. Evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*, 23: 84-101.
- Baker, M., & Stein, J. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 3 (6): 271° 299.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61 (4): 1645° 1680.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd Edition. New York, USA.
- Barberis, N., Vishny, A., & Shleifer, R. W. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49: 307-343.
- Beneish, M., Billings, M., & Hodder, L. (2008). Internal control weaknesses and information uncertainty. *The Accounting Review*, 83: 665° 703.
- Boone, J., Khurana, I., & Raman, K. (2010). Do the Big 4 and the Second-tier firms provide audits of similar quality? *Journal of Accounting and Public Policy*, 29: 330-352.
- Brown, G., & Cliff, M. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11 (1): 1° 27.
- DeAngelo, L. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (3): 183° 199.
- Fama, E., & Laffer, A. (1971). Information and capital markets. *Journal of Business*, 44 (3): 289° 98.
- Ghasemi, L., Nazari, J., & Noorani Far, I. (2017). The effect of the audit report on the relevance of accounting information. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 6 (1s): ISSN 1805-3602.
- Hsu, J., Young, W., & Chu, C. (2011). Price Behavior of Qualified Companies around the Audit Report and Report Announcement Days: The Case of Taiwan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 22, 2, 2011
- Ianniello, G., & Galloppo, G. (2015). Stock market reaction to auditor opinions Italian evidence. Research paper, *Managerial Auditing Journal*, 30 (6/7): 610-632.
- Ittonen, K. (2012). Market reactions to qualified audit reports: research approaches. *Accounting Research Journal*, 25: 8-24.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting

- information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 31: 385° 420.
- Ma, Z., Wu, L., & Zhou, K. (2017). Sentiment and Audit Quality. *Working Paper*.
- Menon, K., & Williams, D. (2010). Investor Reaction to Going Concern Audit Reports. *The Accounting Review*, 85 (6): 2075-2105.
- Pucheta, M., Vico, A., & Garcia, M. (2004). Reactions of the Spanish capital market to qualified audit reports. *European Accounting Review*, 13: 689° 711.
- Robu, M., & Robu, I. (2015). The influence of the audit report on the relevance of accounting information reported by listed Romanian companies. *Procedia Economics and Finance*, 20: 562-570.
- Tao, M. (2012). Financial Reporting Quality and Information Asymmetry: Evidence from the Chinese Stock Market. *Working Paper*.
- Watkins, A. L., Hillison, W., & Morecroft, S. E. (2004). Audit quality: A synthesis of theory and empirical evidence. *Journal of Accounting Literature*, 23: 153-193.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1983). Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence. *Journal of Law & Economics*, 26 (3): 613-633.
- Zhou, K. (2017). Investor Sentiment and Audit Quality. *Working Paper*.
- Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38 (3): 125-134.