

## تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام

دکتر یونس بادآورنهدی<sup>۱</sup>      دکتر عسگر پاک مرام<sup>\*\*</sup>      قدرت قادری<sup>\*\*\*</sup>  
دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز      دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب

### چکیده

هدف اصلی پژوهش تجربی حاضر تعیین تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام، با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت گزارشگری مالی است. برای سنجش هزینه‌های نمایندگی از هشت شاخص پانتزالیس و پارک (۲۰۱۳) استفاده شده است؛ همچنین برای سنجش سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام از روش هاو و موسکوویتنز (۲۰۰۵) و برای سنجش کیفیت گزارشگری مالی از دو شاخص مدیریت سود مک‌نیکولز و استوبن (۲۰۰۸) و امتیاز شفافیت اطلاعات مالی استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. داده‌های مطالعه‌شده این پژوهش شامل ۱۰۹۸ سال-شرکت از سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ است. روش پژوهش از نوع همبستگی و علی‌پس‌رویدادی و روش آزمون فرضیه‌ها، آزمون همبستگی و رگرسیون است. نتایج این پژوهش نشان داد هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. در مورد نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت گزارشگری مالی در تعامل بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام شواهدی به دست نیامد.

**کلیدواژه‌ها:** سرعت تعدیل قیمت سهام، هزینه‌های نمایندگی، کیفیت گزارشگری مالی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** M41, M40

---

<sup>۱</sup> دانشیار گروه حسابداری [badavarnahandi@iaut.ac.ir](mailto:badavarnahandi@iaut.ac.ir)

<sup>\*\*</sup> دانشیار گروه حسابداری [pakmaram@bonabiau.ac.ir](mailto:pakmaram@bonabiau.ac.ir)

<sup>\*\*\*</sup> دانشجوی دکتری حسابداری [ghaderi.gh@gmail.com](mailto:ghaderi.gh@gmail.com)

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۰/۱۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۷/۲۴

## ۱. مقدمه

طبق نظریه نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی با اهداف واگرا بین نمایندگان (مدیران) و مالکان (سهامداران) ارتباط دارند. علت این تضاد منافع، وجود تقارن نداشتن اطلاعات در جایی است که نمایندگان اطلاعات بهتر یا بیشتری از مالکان دارند. اگر نامتقارنی اطلاعات وجود داشته باشد، تضاد منافع را می‌توان به سادگی از طریق سهامداران آگاه به طور کامل حل کرد؛ اما حتی بدون تضاد منافع هم، نامتقارنی اطلاعات می‌تواند موجب قیمت‌گذاری نادرست سهام شود (بادآورنهدی و داداش زاده، ۱۳۹۴). اطلاعات فراهم‌شده در سیستم اطلاعاتی حسابداری، بخشی از اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی به کار می‌برند. تجدیدنظر در پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی بر مبنای اطلاعات بی‌کیفیت در مقایسه با تجدیدنظر مبتنی بر اطلاعات باکیفیت، منجر به برآوردهای نامشخصی از قیمت سهام می‌شود. با توجه به نااطمینانی حاصل از کیفیت نامطلوب اطلاعات در برآورد قیمت سهام، با گذر زمان درک بهتری از محتوای اطلاعات منتشرشده فراهم می‌شود؛ همچنین یادگیری از ارزیابی‌های سایر سرمایه‌گذاران منجر به بهبود در برآوردها می‌شود و در نهایت تعدیل قیمت سهام با تأخیر روی خواهد داد. تأخیر در تعدیل قیمت برای خریدار و فروشنده مخاطره‌آمیز است و این مخاطره ناشی از منعکس نشدن کامل اطلاعات در قیمت است. انعکاس کامل و بلادرنگ اطلاعات ممکن است اثرات منفی یا مثبت بر قیمت سهام بگذارد (کالن، خان و لو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).

اثرگذاری اطلاعات بر قیمت‌ها هسته اصلی بازار است؛ بدین معنی که به‌محض انتشار اطلاعات جدید، واکنش فوری و بلادرنگی پدید می‌آید و به این طریق قیمت‌ها تغییر می‌کنند. تحقیق در مورد چگونگی واکنش قیمت سهام به اطلاعات موجود در سطح بازار و اطلاعات خاص شرکت در پیشینه پژوهش‌های مالی توجه ویژه‌ای را به خود اختصاص داده است. علاوه بر «جهت» و «مقدار تغییر قیمت سهام» بعد دیگری در فرضیه کارایی بازار شکل گرفته است که سرعت تعدیل قیمت به انعکاس اطلاعات جدید است. در واقع سرعت انعکاس، اثرات شتاب را اندازه‌گیری می‌کند. اگر سرعت موجب کاهش هزینه معامله شود، منجر به تخصیص کارای اوراق بهادار بین سرمایه‌گذاران نامتجانس می‌شود و تسهیم ریسک را بهینه می‌سازد. از طرفی سرعت انعکاس موجب کارایی کشف قیمت می‌شود و کارایی بیشتر در کشف قیمت‌ها باعث بهبود تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود (لیم آ و همکاران، ۲۰۱۰).

در بازار کارا، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شود، به سرعت بر قیمت تأثیر می‌گذارد. در چنین

بازاری، قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است؛ به عبارت دیگر ویژگی مهم بازار کارا این است که قیمت تعیین شده در بازار، شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است. بازار کارا باید به اطلاعات جدید حساس باشد. اگر اطلاعات تازه‌ای به اطلاعات عموم می‌رسد، قیمت سهام عادی شرکت متناسب با جهت اطلاعات یادشده تغییر خواهد کرد. اگر بازار در برابر اطلاعات جدید بی تفاوت باشد و عکس‌العمل لازم را نشان ندهد، یعنی تحلیل‌کننده‌ای در بازار برای ارزیابی و بررسی اثر اطلاعات جدید بر قیمت وجود نداشته است؛ طبیعاً چنین بازاری بازار کارایی نخواهد داشت. براساس تحلیل‌های تئوریک و شواهد تجربی، افزایش نامتقارنی یا نابرابری اطلاعات، با کاهش تعداد معامله‌گران، هزینه‌های زیاد معاملات، نقدینگی اندک اوراق بهادار و حجم کم معاملات ارتباط دارد و در مجموع منجر به کاهش سودهای اجتماعی ناشی از معامله می‌شود. در بازار کارا، تعدیل قیمت‌ها به سرعت انجام می‌شود. در این بازار افراد زیادی حضور دارند که اطلاعات را دریافت و ارزیابی و ارزش آن را پیدا می‌کنند و به سرعت اقدام به خرید و فروش می‌کنند. اقدام فوری آن‌ها باعث می‌شود اطلاعات موجود دقیقاً و به سرعت روی قیمت‌ها انعکاس یابد (جهانخانی و عبده‌تبریزی، ۱۳۷۲). در دانش مالی اعتقاد بر این است کیفیت اندک اطلاعات از لحاظ اقتصادی پرهزینه است و منجر به تأخیر انداختن فرآیند تعدیل قیمت سهام می‌شود (جنینگز، ۱۹۸۵)<sup>۴</sup>؛ لذا انتظار می‌رود کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی، منجر به افزایش سرعت تعدیل قیمت سهام شود.

نامتقارنی اطلاعات زمانی ایجاد می‌شود که سهامداران به اطلاعات محرمانه‌ای که مدیران شرکت در اختیار دارند، دسترسی نداشته باشند. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات بر روی قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. با توجه به ناکارای بودن اکثر بازارهای سرمایه، از جمله بورس اوراق بهادار تهران و نامتقارن بودن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی زیاد، مسئله این پژوهش چگونگی درک سرعت واکنش و تعدیل قیمت سهام در قبال هزینه‌های نمایندگی با نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت گزارشگری است؛ همچنین با توجه به تحقیقات انجام شده در ایران در زمینه کیفیت گزارشگری مالی، هزینه‌های نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام، پژوهش حاضر مؤلفه‌هایی را می‌آزماید که در تحقیقات قبلی آزموده نشده‌اند و موارد مشابهی برای آن وجود ندارد؛ لذا در این پژوهش تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام آشکار می‌شود؛ بنابراین به توجه به مطالب فوق، این پژوهش در پی پاسخ به این سؤال است که کیفیت گزارشگری مالی چه تأثیری بر تعامل بین هزینه‌های

نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام دارد. به‌منظور پاسخ به این سؤال، از یک‌طرف اثر هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام مطالعه می‌شود و از طرف دیگر نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی بر متغیر مزبور مطالعه می‌شود. از این‌رو انتظار می‌رود نتایج پژوهش حاضر بتواند به مدیران، تحلیل‌گران مالی، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی در درک بهتر سرعت واکنش و تعدیل قیمت سهام در قبال هزینه‌های نمایندگی و نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی، کمک کند و آن‌ها را در اتخاذ تصمیم‌های صحیح مالی و سرمایه‌گذاری یاری رساند. این پژوهش با طرح مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط با موضوع و همچنین تبیین روش پژوهش و فرضیه‌های برگرفته از مسئله و مبانی نظری پژوهش ادامه می‌یابد؛ سپس نتایج آزمون فرضیه‌ها تشریح می‌شود؛ در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان می‌شود.

## ۲. مبانی نظری، پیشینه و فرضیه‌ها

این پژوهش برای طرح مبانی نظری از نظریه نمایندگی و نظریه بازار کارا پیروی می‌کند. نخستین فرض نظریه نمایندگی این است که اشخاص، همسو با منافع شخصی خود رفتار می‌کنند، درحالی‌که این منافع لزوماً در تمامی دوره‌ها با منافع شرکت‌ها همسو و همسان نیست. فرض مهم دیگر این نظریه، قرار داشتن شرکت در تقاطع ارتباطات قراردادی است که میان مدیریت، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و دولت وجود دارد. بسیاری از ارتباطات موجود بین گروه‌های فوق، با ارقام حسابداری تعریف و کنترل می‌شوند. طبق نظریه بازار کارا، در هر بازار کارا اطلاعات مالی به‌سرعت در بازارهای مالی انتشار می‌یابد و فوراً بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد.

### ۲.۱ هزینه‌های نمایندگی<sup>۴</sup>

تئوری نمایندگی (کارگزاری) مربوط به موردی است که شخصی مسئولیت تصمیم‌گیری در خصوص توزیع منابع مالی و اقتصادی یا انجام خدمتی را طی قراردادی مشخص به شخص دیگری واگذار می‌کند. شخص اول را در اصطلاح، صاحب‌کار (مالک) و شخص دوم را اصطلاحاً نماینده (کارگزار) می‌نامند (نمازی، ۱۳۸۴). تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد. با بزرگ‌تر شدن شرکت‌ها، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کرده‌اند. جدایی مالکیت از مدیریت، منجر به مشکلات نمایندگی می‌شود. طبق تئوری نمایندگی، اولین مشکل مربوط به نمایندگی، وجود تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است؛ یعنی سهامدار به دنبال

رسیدن به بالاترین مرحله ارزش سرمایه‌گذاری است و مدیر نیز در وهله اول به دنبال افزایش ثروت خود است؛ بنابراین این احتمال وجود دارد که مدیر در راستای منافع سهامدار عمل نکند. اختلاس و فساد مالی مدیر و خارج ساختن منافع سهامدار از شرکت، نمونه‌هایی افراطی از این تضاد منافع هستند (ازیبی<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۲).

رابطه نمایندگی دربرگیرنده قراردادی است که طبق آن یک یا چند نفر مالک، شخص دیگری را به‌عنوان نماینده یا عامل از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌کنند. شکل‌گیری رابطه نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که در نتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، هدف‌های متفاوت و عدم تقارن ناشتن اطلاعات بین مدیران و سهامداران رخ می‌دهد (مهدوی و منفرد مهارلوئی، ۱۳۹۰)؛ بنابراین سهامداران باید مخارجی را متحمل شوند تا بتوانند منافع مدیران را با خود همسو کنند یا حداقل از اقدامات وی در جهت منافع خودش اطمینان یابند. چون چنین مخارجی به‌واسطه انعقاد قرارداد میان مدیران و سهامداران و شکل‌گیری رابطه نمایندگی پدید می‌آید، هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود. هزینه‌های نمایندگی را می‌توان به سه گروه عمده طبقه‌بندی کرد: گروه اول، مخارج مربوط به نظارت بر عملکرد و تلاش‌های مدیر، همانند سازوکارهای کنترلی و نظارتی، است؛ گروه دوم، هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی هستند به‌گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیر را محدود کرد؛ گروه سوم، از هزینه‌های نمایندگی، شامل هزینه‌های فرصت از دست‌رفته ناشی از اعمال محدودیت بر مدیر است (برادران حسن‌زاده و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵).

## ۲.۲ سرعت تعدیل قیمت سهام<sup>۶</sup>

اثرگذاری اطلاعات بر قیمت‌ها هسته اصلی بازار محسوب می‌شود؛ بدین معنی که به‌محض انتشار اطلاعات جدید واکنش فوری و بلادرنگی پدید می‌آید و به این طریق قیمت‌ها تغییر می‌کنند. تحقیق در مورد چگونگی واکنش قیمت سهام به اطلاعات موجود در سطح بازار و اطلاعات خاص شرکت در پیشینه پژوهش‌های مالی توجه ویژه‌ای را به خود اختصاص داده است. علاوه بر «جهت» و «مقدار تغییر قیمت سهام» بُعد دیگری در فرضیه کارایی بازار شکل گرفته است که سرعت تعدیل قیمت به انعکاس اطلاعات جدید است. درواقع سرعت انعکاس، اثرات شتاب را اندازه‌گیری می‌کند (لیم<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). اگر سرعت موجب کاهش هزینه معامله شود، منجر به تخصیص کارایی اوراق بهادار بین سرمایه‌گذاران نامتجانس می‌شود و تسهیم ریسک را بهینه می‌سازد. از طرفی

سرعت انعکاس موجب کارایی کشف قیمت می‌شود و کارایی بیشتر در کشف قیمت‌ها باعث بهبود تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود (رول، ۱۹۸۸). تعدیل قیمت، فرآیند انعکاس اطلاعات در قیمت سهام است. فرآیندی که موجب می‌شود، قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی آن نزدیک و در نهایت با آن مساوی شود (آمیهود و مندلسون،<sup>۸</sup> ۱۹۸۷). کارایی بازار با انعکاس سریع و کامل اطلاعات در قیمت‌ها مرتبط است؛ از این رو تعدیل قیمت سریع‌تر و کامل‌تر، نمایانگر بازار کارا تر خواهد بود (داموداران،<sup>۹</sup> ۱۹۹۳). سرعت تعدیل قیمت سهام، مدت زمانی است که طول می‌کشد تا اطلاعات در قیمت سهام منعکس شود و قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی خود برسد (قمری، ۱۳۹۰). سرعت تعدیل قیمت دارایی‌ها به سوی ارزش ذاتی‌شان، معیارهای مستقیم درجهٔ بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی در بازارهای مالی را ارائه می‌کند (تئوبالد و یالوپ،<sup>۱۰</sup> ۲۰۰۴). از زمان پژوهش لو و مک کینلی<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۰) که دریافتند بازده سهام بزرگ، پیشرو سهام کوچک است (نه برعکس)، منشأ اثرات پیش‌رو و پس‌رو موضوع پژوهش‌های زیادی بوده است؛ از این رو استنتاج شده است برخی سهام نسبت به دیگر سهام، به اطلاعات عمومی بازار با تأخیر واکنش می‌دهند.

### ۲.۳ کیفیت گزارشگری مالی<sup>۱۲</sup>

کیفیت گزارشگری مالی را می‌توان اندازهٔ دقت گزارشگری مالی در انعکاس اطلاعات مربوط به عملیات و جریان‌های نقدی واحد انتفاعی تعریف کرد (لی،<sup>۱۳</sup> ۲۰۱۰). در ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی دو رویکرد وجود دارد؛ رویکرد نیازهای استفاده‌کنندگان و رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران. در رویکرد نیازهای استفاده‌کنندگان کیفیت گزارشگری مالی بر مبنای سودمندی اطلاعات مالی «مربوط بودن و اتکاپذیر بودن» تعیین و تعریف می‌شود؛ اما در رویکرد حمایت از سرمایه‌گذاران و سهامداران کیفیت گزارشگری مالی به‌طور عمده برحسب «افشای کامل و منصفانه» برای سهامداران تعریف می‌شود. در این زمینه کیفیت گزارشگری مالی عبارت است از اطلاعات مالی کامل و شفاف که مانع گمراهی یا ایجاد ابهام برای استفاده‌کنندگان می‌شود (رحمانی، ۱۳۸۱). اطلاعات فراهم‌شده در سیستم اطلاعاتی حسابداری، بخشی از اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی به کار می‌برند؛ تجدیدنظر در پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی بر مبنای اطلاعات بی‌کیفیت در مقایسه با تجدیدنظر مبتنی بر اطلاعات باکیفیت، منجر به برآوردهای نامشخصی از قیمت سهام می‌شود. با توجه به نااطمینانی حاصل‌شده از کیفیت نامطلوب اطلاعات در برآورد قیمت سهام، با گذر زمان درک بهتری از محتوای اطلاعات منتشرشده فراهم می‌شود؛ همچنین یادگیری از

ارزیابی‌های سایر سرمایه‌گذاران منجر به بهبود در برآوردها می‌شود و در نهایت تعدیل قیمت سهام با تأخیر روی خواهد داد. تأخیر در تعدیل قیمت برای خریدار و فروشنده مخاطره‌آمیز است و این مخاطره ناشی از منعکس نشدن کامل اطلاعات در قیمت است. انعکاس کامل و بلادرنگ اطلاعات ممکن است اثرات منفی یا مثبت بر قیمت سهام داشته باشد (کالن<sup>۱۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۲).

#### ۲.۴ پیشینه تجربی

هو ماسکو و یتر<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۵) به توصیف شدت عواملی پرداختند که مانع از سرعت تعدیل به هنگام قیمت سهام می‌شود. آن‌ها دریافتند از شرکت‌هایی که بیشترین تأخیر قیمت را دارند، انتظار کسب بازدهی بیشتری نیز می‌رود. کالن و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند بین کیفیت اطلاعات حسابداری و تأخیر در تعدیل قیمت سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد. لی، شیه و چانگ (۲۰۱۰) دریافتند سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام، در بازار بورس تایوان رفتاری نامتقارن دارد و سرعت انعکاس اخبار خوب بیش از اخبار بد است. بالین‌حال، ارتباط معنادار بین کیفیت اطلاعات سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده نشده است. جکسون (۲۰۱۱) نشان داد کیفیت حسابداری مطلوب‌تر با کشف قیمت به هنگام‌تر مرتبط است. کالن و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند زمانی که اطلاعات غیرحسابداری وارد بازار سرمایه می‌شود، سرمایه‌گذاران پیش‌بینی‌های قبلی خود را در مورد جریان‌های وجوه نقد تعدیل می‌کنند؛ سپس قیمت‌های جدیدی را برای سهام برآورد می‌کنند؛ همچنین آن‌ها دریافتند سرعت تعدیل قیمت سهام آن‌گونه که انتظار می‌رود زیاد نیست و دلیل آن کیفیت اندک اطلاعات حسابداری، به‌ویژه کیفیت اندک سود حسابداری است. نتایج یافته‌های مطالعه پانتزالیس و پارک (۲۰۱۳)۱۶ نشان می‌دهد بسته‌های پاداش بدون ساختار بهینه می‌تواند قیمت‌گذاری نادرست سهام را افزایش دهد. گوردون و وو<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۴) نیز به این نتیجه دست یافتند زمانی که بین مدیریت و سهامدار نهادی نامتقارنی اطلاعاتی وجود داشته باشد، قیمت سهام با تأخیر بیشتری به اطلاعات موجود عکس‌العمل نشان می‌دهد و دیرتر تعدیل می‌شود؛ همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد کیفیت بهتر افشای اطلاعات شرکت‌ها موجب کاهش نامتقارنی اطلاعاتی می‌شود و سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام را افزایش می‌دهد. کروئل، لندسمن و استوبن (۲۰۱۷) نشان دادند زمانی که کیفیت اطلاعات حسابداری کمتر است، ارتباط بین تمایلات سرمایه‌گذاران و نرخ بازده سهام قوی‌تر است. چن، دانگ و یو (۲۰۱۸) به این نتیجه دست یافتند که کیفیت حسابرسی موجب کاهش تأخیر در تعدیل قیمت سهام می‌شود و ساختار مالکیت تأثیری بر

تأخیر در تعدیل قیمت سهام ندارد.

خانی و فراهانی (۱۳۸۷) نشان دادند در بورس اوراق بهادار تهران، قیمت‌ها با سرعت کمی نسبت به اطلاعات منتشرشده عکس‌العمل نشان می‌دهند. رحمانی و همکاران (۱۳۹۱) دریافتند در شرکت‌هایی که سود غیرمنتظره آن‌ها کمتر و کیفیت ارقام تعهدی آن‌ها بیشتر است، قیمت سهام با سرعت بیشتری در برابر اطلاعات واکنش نشان می‌دهد. جوانمرد و پورمونسی (۱۳۹۲) در پژوهشی دریافتند سرعت تعدیل قیمت سهام در شرکت‌های باکیفیت گزارشگری بیشتر و کمتر، تفاوت معناداری باهم ندارد. پورزمانی و قمری (۱۳۹۳) دریافتند در بورس اوراق بهادار تهران، سرعت تعدیل قیمت سهام در پاسخ به اخبار خوب و بد تفاوت معناداری باهم ندارد. حساس‌یگانه و امید (۱۳۹۳) دریافتند هرچه کیفیت ارقام تعهدی و محتوای اطلاعاتی سودها بیشتر باشد، اطلاعات مربوط به سود با سرعت بیشتری در قیمت سهام منعکس می‌شود. خدای‌پور و همکاران (۱۳۹۳) نشان دادند ارتباط بین کیفیت سود و سرعت تعدیل قیمت سهام، چندان قوی نیست و سرعت انعکاس اطلاعات بد و خوب در قیمت سهام از نظر آماری یکسان و دارای الگوی رفتاری متقارن است. هاشمی، دستگیر و شریفی (۱۳۹۳) در پژوهشی دریافتند کیفیت ارقام تعهدی و هموارسازی سود بر انعکاس به‌موقع اطلاعات در قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. افلاطونی (۱۳۹۴) در پژوهشی نشان داد هرچه کیفیت ارقام تعهدی بیشتر و میزان پایداری سود حسابداری طولانی‌تر باشد، اطلاعات با سرعت بیشتری در قیمت سهام انعکاس می‌یابد؛ همچنین نتایج بیان‌گر وجود ارتباط مثبت و معنادار بین عامل‌های ریسک سرعت انعکاس اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری با صرف ریسک است. بادآورنده‌دی و داداش‌زاده (۱۳۹۴) نشان دادند بین هزینه‌های نمایندگی و قیمت‌گذاری نادرست سهام ارتباط معنی‌داری وجود ندارد و هزینه‌های نمایندگی در ارتباط با قیمت‌گذاری نادرست سهام، با در نظر گرفتن اهمیت پاداش هیئت‌مدیره، در بورس اوراق بهادار تهران نقشی ایفا نمی‌کند و سازوکاری به‌طور کامل بی‌اثر تلقی می‌شود. یافته‌های پژوهش افلاطونی (۱۳۹۵) نشان داد افزایش در کیفیت گزارشگری مالی و کاهش در میزان نامتقارن بودن اطلاعات، کاهش واکنش تأخیری قیمت سهام را به دنبال دارد. نمازی و شکراللهی (۱۳۹۵) دریافتند اثر متغیر عملکرد بر متغیر جریان نقدی آزاد منفی و معنادار است و متقابلاً اثر متغیر جریان نقدی آزاد بر متغیر عملکرد منفی و معنادار است. زمانی؛ انوری رستمی؛ بادآورنده‌دی، و سعیدی (۱۳۹۶) به این نتیجه دست یافتند که نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش تأثیر معنی‌داری بر سرعت تعدیل قیمت سهام دارد. نتایج پژوهش بهار مقدم و جوکار (۱۳۹۷) نشان داد کیفیت



اطلاعات حسابداری با تمایلات سرمایه‌گذاران ارتباط مثبت و معنادار دارد و افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری و کاهش نااطمینانی اطلاعاتی، شدت رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام را کاهش می‌دهند.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

در بازارهایی که تعداد افراد دارای اطلاعات محرمانه زیاد هستند یا این افراد از مزیت اطلاعاتی زیادی برخوردار هستند، احتمال نامتقارنی یا نابرابری اطلاعات افزایش می‌یابد (کالن و همکاران، ۲۰۱۲). بر اساس تحلیل‌های تئوریک و شواهد تجربی، افزایش نامتقارنی یا نابرابری اطلاعات، با کاهش تعداد معامله‌گران، هزینه‌های زیاد معاملات، نقدینگی اندک اوراق بهادار و حجم کم معاملات ارتباط دارد و در مجموع منجر به کاهش سودهای اجتماعی ناشی از معامله می‌شود (پورزمانی و قمری، ۱۳۹۲). نتایج مطالعات نشان می‌دهد همبستگی فراوانی در هزینه‌های نمایندگی با سری‌های زمانی بازدهی سهام و همچنین شاخص‌های سهام وجود دارد. در پژوهش‌های اقتصادی، دلایل متعددی برای این موضوع ارائه شده است؛ از آن جمله می‌توان به پژوهش‌های ذیل اشاره کرد: مبادلات غیرهمزمان سهام (لو و همکاران، ۱۹۹۰)؛ تغییر در بازدهی مورد انتظار سهامداران و یا صرف ریسک در طول زمان (فاما و فرنچ، ۱۹۸۸)<sup>۱۸</sup>؛ هزینه‌های انجام معاملات، هزینه‌های جمع‌آوری و پردازش اطلاعات و شیوه انجام معاملات در بورس‌ها (آمیهود، ۱۹۸۷)؛ کیفیت اطلاعات حسابداری (کالن و همکاران، ۲۰۱۳)؛ نقد شوندگی پایین سهام (هاو<sup>۱۹</sup> و موسکوویتنز، ۲۰۰۵).

پاپوویک<sup>۲۰</sup> و همکاران (۲۰۱۲) با اذعان به این موضوع که نامتقارنی اطلاعاتی سبب توزیع نشدن بهینه منابع و ایجاد مشکلات نمایندگی می‌شود، با استفاده از تئوری بازی، روابط موجود در بازار سرمایه را در شرایطی الگوسازی کردند که نامتقارنی اطلاعاتی وجود دارد. آن‌ها استراتژی‌هایی نظیر استراتژی علامت‌دهی و استراتژی غربالگری را برای کاهش نامتقارنی اطلاعات و حل مشکلات نمایندگی پیشنهاد کرده‌اند؛ در نتیجه افزایش هزینه‌های نمایندگی و نیز نامتقارنی اطلاعات موجب فزونی قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود (پاپوویک و همکاران، ۲۰۱۲). بر این اساس فرضیه نخست پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه اول: هزینه‌های نمایندگی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر دارد.**

واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات به صورت مستقیم در تعدیلات قیمت سهام منعکس می‌شود (چیانگ، ۲۰۰۸)<sup>۲۱</sup>. تعدیل قیمت، فرآیند انعکاس اطلاعات در قیمت سهام است. فرآیندی که

موجب می‌شود، قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی آن نزدیک و در نهایت با آن مساوی شود (آمیهود، ۱۹۸۷). منظور از سرعت تعدیل قیمت سهام، مدت زمانی است که طول می‌کشد اطلاعات در قیمت سهام منعکس شود و قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی خود برسد (پورزمانی و قمری، ۱۳۹۲). تساوی بین قیمت سهام و ارزش ذاتی قیمت سهام هنگامی پدید می‌آید که کارایی اطلاعاتی وجود داشته باشد (عبیدالله، ۲۰۰۲<sup>۲۲</sup>). کارایی اطلاعاتی بدین معنا است که هیچ وقفه‌ای در انتشار و دستیابی به اطلاعات وجود نداشته باشد (ساندرز، ۲۰۰۱<sup>۲۳</sup>). کارایی عملیاتی، شرط دیگر کارایی قیمت‌گذاری به شمار می‌آید. طبق نظریه کارایی عملیاتی، معاملات باید با کمترین هزینه ممکن انجام شود. هزینه زیاد مدیران مانع از تعدیل سریع و دقیق قیمت سهام می‌شود (پورزمانی و قمری، ۱۳۹۲). در دانش مالی اعتقاد بر این است که کیفیت اندک اطلاعات از لحاظ اقتصادی پرهزینه است و منجر به تأخیر انداختن فرآیند تعدیل قیمت سهام می‌شود (جنینگز، ۱۹۸۵<sup>۲۴</sup>).

کیفیت اطلاعات و گزارشگری شفاف یکی از انتظارات در بازار سرمایه به شمار می‌رود. این اعتقاد به صورت گسترده وجود دارد که کیفیت گزارشگری مالی مستقیماً بر بازارهای سرمایه اثرگذار است. کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه منوط به کیفیت و شفافیت اطلاعات است. به طوری که هر قدر کیفیت و شفافیت ارتقا یابد، کارایی بازار سرمایه نیز افزایش یافته و امکان دست‌کاری قیمت سهام و نیز هزینه‌های معاملات کاهش می‌یابد. گزارشگری مالی با کیفیت و افشای مناسب در بازار اوراق بهادار موجب کشف صحیح قیمت در بازارهای سرمایه، کاهش هزینه سرمایه، کاهش مدیریت سود، افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش ریسک سرمایه‌گذاران می‌شود. موفقیت بازار سرمایه تحت تأثیر کیفیت افشا و گزارشگری مالی است؛ به طوری که هر چه گزارشگری مالی و افشای شرکت‌ها مبتنی بر استانداردها و مقررات با کیفیت باشد، اعتماد سرمایه‌گذاران به قابلیت اتکای اطلاعات مالی افزایش خواهد یافت (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۳). بر این اساس فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر دارد.**

#### ۴. روش‌شناسی

این پژوهش از لحاظ هدف، از نوع کاربردی و از نظر ماهیت و روش، از نوع همبستگی است. برای گردآوری داده‌های پژوهش، از پایگاه رسمی بورس اوراق بهادار تهران و سایر پایگاه‌های

اینترنتی رسمی مرتبط، اطلاعات حسابداری شرکت‌های بورسی، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و دیگر منابع اطلاعاتی استفاده شده است. نوع داده‌ها ترکیبی است و جامعه آماری پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ (۵۰۵ شرکت) است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش داده‌های تعداد ۱۲۲ شرکت (۱۰۹۸ سال - شرکت) با اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شده‌اند:

- پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت‌های نمونه، سال مالی‌شان تغییر نکرده باشد (در این مرحله ۷۰۲ سال - شرکت حذف شد)؛
- شرکت‌های نمونه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالی (بانک‌ها) نباشند (در این مرحله ۷۴۷ سال - شرکت حذف شد)؛
- شرکت‌های نمونه دچار توقف معاملاتی بیش از چهار ماه نشده باشند تا قیمت سهام متعارف تلقی شود (در این مرحله ۴۳۲ سال - شرکت حذف شد)؛
- اطلاعات شرکت‌های نمونه در دسترس باشد (در این مرحله ۱۵۶۶ سال - شرکت حذف شد).

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با پیروی از پژوهش‌های پانتزالیس و پارک (۲۰۱۳)، گوردون و وو (۲۰۱۴) و چن<sup>۲۵</sup>، دانگ و یو (۲۰۱۸) به ترتیب از معادله (۱) و (۲) استفاده شده است:

معادله (۱):

$$Rspeed_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC_{it} + \beta_2 Turn_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MBV_{it} + \beta_6 los_{it} + \beta_7 Liq_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Ato_{it} + \beta_{10} MV_{it} + \varepsilon_{it}$$

معادله (۲):

$$Rspeed_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC_{it} + \beta_2 FRQ_{it} + \beta_3 AC_{it} * FRQ_{it} + \beta_4 Turn_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Roa_{it} + \beta_7 MBV_{it} + \beta_8 los_{it} + \beta_9 Liq_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \beta_{11} Ato_{it} + \beta_{12} MV_{it} + \varepsilon_{it}$$

براساس مدل‌های (۱) و (۲)، متغیر وابسته این پژوهش شاخص کارایی اطلاعاتی قیمت سهام (سرعت تعدیل قیمت سهام) است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی اطلاعاتی قیمت سهام از روش‌ها و موسکوویتنز (۲۰۰۵) استفاده شده است. بر اساس معیار سنجش سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام، براساس روش هاو و موسکوویتنز (۲۰۰۵)، ابتدا مدل زیر با استفاده از داده‌های ماهانه برای هر شرکت برآورد و ضریب تعیین مدل استخراج می‌شود:

معادله (۳): رگرسیون محدودنشده

$$R_{it} = a_1 + B_1 R_{mt} + \sum_{n=1}^4 \beta_n R_{Mt-n} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق،  $R_{it}$  نشان‌دهنده بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  ام در ماه  $t$  ام و  $R_{mt}$  بیان‌گر بازده ماهانه بازار (درصد تغییرات شاخص قیمت و نقدی) است که با وقفه‌های ۱ تا ۴ در مدل فوق حضور دارد. ضرایب تعیین حاصل از برآورد مدل (۳) برای هر شرکت، ضرایب تعیین نامقید ( $R^2_{Unrestricted}$ ) (نامیده می‌شود؛ سپس مدل زیر که در آن تمامی ضرایب  $\delta_{in}$  مقید به صفر بودن هستند، برای هر شرکت برآورد می‌شود:

معادله (۴): رگرسیون محدودشده

$$R_{it} = a_1 + B_1 R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

ضرایب تعیین حاصل از برآورد مدل (۴) برای هر شرکت، ضرایب تعیین مقید  $R^2_{Restricted}$  نامیده می‌شود. در پایان، معیار زیر که نشان‌دهنده سرعت تأثیر اطلاعات در قیمت‌های سهام است با معکوس کردن معیار واکنش تأخیری قیمت سهام، که هاو و موسکوویتنز (۲۰۰۵) معرفی کرده‌اند، برای هر شرکت محاسبه می‌شود:

معادله (۵): معکوس معیار واکنش تأخیری قیمت سهام بر مبنای ضریب تعیین

$$R_{speed} = \frac{1}{Delay} = \frac{R^2_{Unrestricted}}{R^2_{Unrestricted} - R^2_{Restricted}}$$

در عبارت (۵)، هر چه کسر بزرگ‌تر باشد، سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت‌های سهام بیشتر است. متغیر مستقل این پژوهش، هزینه‌های نمایندگی است که با استفاده از هشت شاخص به صورت زیر اندازه‌گیری شده است (پانتزالیس و همکاران، ۲۰۱۳):

- تعامل جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های رشد ( $FCF*Q$ ): مطابق با نظر جنسن (۱۹۸۶)، تعامل جریان‌های نقدی آزاد با فرصت‌های رشد اندک، به ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌انجامد. این شاخص به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به صورت زیر محاسبه می‌شود (دوکاس<sup>۲۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۰):

$FCF =$  (سود سهام پرداختی + هزینه بهره + مالیات) - سود عملیاتی قبل از استهلاک

کل دارایی / { (بدهی کوتاه‌مدت - دارایی کوتاه‌مدت) - بدهی بلندمدت + ارزش بازار سهام } =  $Q$

نگاره ۱: تعامل بین جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های رشد

متغیر	جریان‌های نقدی آزاد	فرصت‌های رشد
چارک اول	۱	۴
چارک دوم	۲	۳
چارک سوم	۳	۲
چارک چهارم	۴	۱

با ضرب دو عامل بالا در یکدیگر (کیوتوبین و جریان‌های نقدی آزاد)، هزینه‌های نمایندگی به دست می‌آید؛ در نتیجه بیشتر بودن این حاصل ضرب، بیان‌گر هزینه‌های نمایندگی زیاد شرکت است. یادآوری می‌شود طبق محاسبات نگاره (۱)، مقدار تعامل بین جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های رشد بین عدد ۱ تا ۱۶ است.

- نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش (EXP): معیاری از افراط‌گرایی مدیریتی در انجام مخارج اختیاری است و به‌عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود.  
 - نسبت به‌کارگیری دارایی‌ها (AUT): از طریق تقسیم فروش به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود و به عنوان معیاری معکوس برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳).

- نسبت مدیران غیرموظف (IND): از طریق تقسیم تعداد اعضای غیرموظف بر کل اعضای هیئت‌مدیره شرکت محاسبه می‌شود. این شاخص به عنوان معیاری معکوس برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳).

- مالکیت نهادی (INOW): مالکیت نهادی، برابر درصد سهام نگهداری‌شدهٔ نهادها و شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، سرمایه‌گذاری‌ها، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی، بنیادها و سایر اجزای دولت است که از افق دید بلندمدت برخوردارند و به‌عنوان معیاری معکوس برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌روند (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳).

- رقابت در بازار محصول (PMC): از طریق تمرکز صنعت و با استفاده از شاخص هرفیندال هریشمن (HHI) اندازه‌گیری می‌شود. پروکسی رقابت در بازار محصول از طریق رابطهٔ زیر اندازه‌گیری می‌شود:

معادلهٔ (۶):

$$H_i = \sum_{j=1}^n \left( \frac{S_{ij}}{S_j} \right)^2$$

که در آن  $S_{ij}$  نشان‌دهنده فروش شرکت  $i$  ام و  $S_j$  نشان‌دهنده جمع فروش صنعت  $j$  است.  
 - خطای پیش‌بینی سود (EFE): خطای پیش‌بینی سود به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود و از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

{میانگین سود هر سهم پیش‌بینی شده طی دوره / (سود هر سهم واقعی - میانگین سود هر سهم پیش‌بینی شده طی دوره)}

- نوسان پیش‌بینی سود (EFD): نوسان پیش‌بینی سود به عنوان معیار مستقیم هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود و از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

{میانگین سود هر سهم پیش‌بینی شده / انحراف معیار سود هر سهم پیش‌بینی شده}  
 برای اندازه‌گیری شاخص هزینه‌های نمایندگی از مدل پانتزالیس و پارک استفاده شده است.  
 شاخص اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی طبق فرمول به قرار زیر است:  
 معادله (۷):

$$\text{Agency Cost Index} = \sum_{k=1} \text{Rank}_k (\text{Agency Cost}_{i,k})$$

به منظور بسط عملیاتی مدل فوق در محیط شرکت‌ها، شیوه کار به این صورت است که ابتدا مقادیر هر یک از متغیرها برای اندازه‌گیری شاخص هزینه‌های نمایندگی، برای هر سال - شرکت محاسبه می‌شود؛ سپس سال - شرکت‌ها بر اساس هر یک از هشت متغیر مذکور و با استفاده از چارک‌های آماری به چهار طبقه تقسیم می‌شود که با توجه به قرار گرفتن در چارک (طبقه) مدنظر، نمره‌ای بین ۱ تا ۴ تعلق می‌گیرد که جزئیات آن در نگاره ۲ به نمایش گذاشته شده است؛ در نهایت مجموع رتبه‌ها برای هر یک از متغیرهای هزینه نمایندگی به عنوان شاخص آن در نظر گرفته می‌شود.

نگاره ۲: شیوه محاسبه شاخص هزینه‌های نمایندگی

متغیرها	نوع رتبه	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم	چارک چهارم
FCF*Q	مستقیم	۱	۲	۳	۴
EXP	مستقیم	۱	۲	۳	۴
AUT	معکوس	۴	۳	۲	۱
IND	معکوس	۴	۳	۲	۱
INOW	معکوس	۴	۳	۲	۱
PMC	معکوس	۴	۳	۲	۱
EFE	مستقیم	۱	۲	۳	۴
EFD	مستقیم	۱	۲	۳	۴

گفتنی است طبق محاسبات نگاره ۲، مقدار شاخص هزینه‌های نمایندگی بین عدد ۸ تا ۳۲ است. متغیر تعدیلی این مطالعه، کیفیت گزارشگری مالی است که برای سنجش آن از دو شاخص استفاده شده است. نخست، از امتیازات تخصیص‌یافته شرکت‌ها از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. سازمان مرتبط، امتیازات کیفیت گزارشگری مالی را در قالب گزارش «رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب»، از سال ۱۳۸۲ تاکنون در سایت کدال منتشر کرده است؛ افزون بر این، از مدل محاسبه مدیریت سود مک نیکولز و استوبن (۲۰۰۸) نیز استفاده می‌شود که به شرح زیر است:

$$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{معادله (۸)}$$

که در آن  $\Delta AR_{i,t}$  = تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت؛ و  $\Delta Sales_{i,t}$  = تغییر سالانه درآمد فروش است.

تمامی این متغیرها بر کل دارایی‌های ابتدای سال تقسیم می‌شوند. باقی‌مانده یا به عبارتی پسماند این معادله، نشانگر تغییر در حساب‌های دریافتی است که به‌وسیله تغییر در فروش، توضیح‌دادنی نیست؛ بنابراین شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی، قدر مطلق این مقدار ضریب منفی یک است. به این ترتیب این شاخص هر چه قدر بیشتر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بیشتر است. با بررسی و تأیید تأثیر متغیرهای کنترلی بر سرعت تعدیل و سرعت انعکاس اطلاعات بر قیمت سهام در پژوهش‌های پیشین، متغیرهای زیر در قالب متغیرهای کنترلی تعریف و در پژوهش استفاده می‌شوند:

- گردش معاملات (Turn): آسپریس و فرینو (۲۰۱۳) تأثیر مثبت گردش معاملات بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را تأیید کرده‌اند. گردش معاملات از متوسط تعداد سهام معامله‌شده در طی هر سال تقسیم بر تعداد کل سهام منتشرشده در آن سال به دست می‌آید (رباط میلی و همکاران، ۱۳۹۳).
- اندازه شرکت (Size): افلاطونی (۱۳۹۴)، تأثیر اندازه شرکت بر سرعت تعدیل سهام را تأیید کرده است. اندازه شرکت از لگاریتم دارایی‌های شرکت در پایان هر سال مالی به دست می‌آید.
- بازده دارایی‌ها (ROA): آسپریس و فرینو (۲۰۱۳) تأثیر مثبت بازده دارایی‌ها بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را تأیید کرده‌اند. این متغیر از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها به دست می‌آید (افلاطونی، ۱۳۹۴).
- فرصت رشد (MBV): نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی است (هاو و همکاران، ۲۰۰۵).
- زیان‌ده بودن شرکت (Loss): گوردون (۲۰۱۶)، تأثیر منفی زیان‌ده بودن شرکت را بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأیید کرده است. در صورت گزارش زیان مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص می‌یابد (افلاطونی، ۱۳۹۵).
- نقدشوندگی (Liq): افلاطونی (۱۳۹۵) تأثیر نقدشوندگی سهام را بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأیید کرده است. متغیر نقدینگی از لگاریتم طبیعی میانگین ماهانه حجم معاملات سهام به دست می‌آید.
- اهرم مالی (Lev): آسپریس و فرینو<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۳) تأثیر منفی اهرم مالی بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را تأیید کرده‌اند. از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.
- ارزش بازار سهام (MV): استون و همکاران (۲۰۰۹) تأثیر مثبت ارزش بازار سهام بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام را تأیید کرده‌اند. از ارزش بازار هر سهم در پایان سال مالی بدست می‌آید. از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام در پایان دوره مالی در این پژوهش استفاده شده است.
- نسبت گردش دارایی‌ها (Ato): از تقسیم درآمد فروش بر کل دارایی‌ها شرکت به دست می‌آید (پانتزالیس و پارک، ۲۰۱۳).



## ۵,۱ آماره‌های توصیفی

نتایج آمار توصیفی حاصل از پژوهش در سطح کل شرکت‌ها در نگاره شماره ۳ و ۴ نشان داده شده است.

## نگاره ۳: آمار توصیفی متغیرهای مربوط به شاخص هزینه‌های نمایندگی

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
تعامل بین جریان‌های نقدی آزاد و فرصت‌های رشد	۱۰/۲۲۲	۲/۱۴۹	۱/۰۰۰	۱۶/۰۰۰
نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش	۰/۰۶۱	۰/۱۰۳	۰/۰۰۱	۱/۷۳۲
نسبت به‌کارگیری دارایی‌ها	۰/۹۳۲	۰/۶۳۷	۰/۰۶۱	۳/۳۳۲
نسبت مدیران غیرموظف	۰/۶۱۲	۰/۲۴۷	۰/۰۲۰	۱/۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۷۲۸	۰/۲۱۸	۰/۰۰۰	۰/۸۶۱
رقابت در بازار محصول	۰/۷۵۱	۰/۵۰۲	۰/۲۴۳	۰/۹۹۶
خطای پیش‌بینی سود	۰/۵۱۳	۳/۴۵۲	۰/۰۰۹	۱۴/۵۵۲
نوسان پیش‌بینی سود	۰/۱۲۶	۲/۲۰۳	۰/۰۰۰	۷۸/۳۴۲

## نگاره ۴: آمار توصیفی متغیرهای کمی و کیفی پژوهش

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
سرعت تعدیل قیمت سهام	۲۶/۲۶۶	۷/۹۴۳	۱/۰۰۰	۷۹۲
کیفیت گزارشگری مالی (امتیاز شفافیت اطلاعات مالی)	۶۴/۸۹۲	۴۱/۴۳۶	-۱۳/۰۰۰	۸۹/۰۰۰
کیفیت گزارشگری مالی (شاخص مدیریت سود)	-۰/۰۵۶	۲/۱۰۷	-۳/۲۷۲	-۰/۰۰۲
شاخص هزینه‌های نمایندگی	۱۷/۵۳۸	۲/۴۰۷	۱۰/۰۰۰	۲۵/۰۰۰
گردش معاملات	۰/۴۶۹	۰/۲۸۴	۰/۰۹۶	۰/۸۸۱
نقدشوندگی	۵/۲۱۵	۰/۸۱۷	۲/۸۱۸	۷/۸۴۸
فرصت رشد	۲/۲۱۴	۰/۵۱۱	۰/۲۰۱	۳/۳۰۹
اندازه شرکت	۶/۱۰۹	۰/۶۴۸	۴/۳۵۶	۸/۲۸۱
بازده دارایی‌ها	۰/۰۶۷	۰/۱۶۴	-۱/۰۳۸	۰/۶۹۵
اهرم مالی	۰/۶۳۵	۰/۲۵۵	۰/۰۸۹	۰/۹۰۷
نسبت گردش دارایی‌ها	۰/۷۲۶	۰/۱۴۶	۰/۱۱۲	۲/۲۷۶

متغیرها	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
قیمت سهام	۶/۶۳۳	۰/۴۳۳	۵/۶۱۱	۸/۴۰۹
زیان‌ده بودن شرکت	۰/۱۵۶	۰/۳۴۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰

مقادیر میانگین برای سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام ۲۶/۲۶۶ است؛ بنابراین مقادیر برای متغیر سرعت تعدیل قیمت سهام به سمت میانگین میل می‌کند که نشان می‌دهد شرکت‌های بررسی شده به طور متوسط از سرعت تعدیل سهام اندکی برخوردار هستند. مقادیر میانگین برای دو معیار کیفیت گزارشگری مالی (امتیاز شفافیت اطلاعات مالی و شاخص مدیریت سود) به ترتیب برابر با ۶۴/۸۹۲ و ۰/۰۵۶- است که نشان‌دهنده کمتر از حد معمول بودن کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها است. مقادیر میانگین برای شاخص‌های هزینه‌های نمایندگی ۱۷/۵۳۸ است که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه به طور متوسط از هزینه‌های نمایندگی زیادی برخوردار هستند و از این مشکل رنج می‌برند و هیچ‌گونه تمهیدات لازم از سوی مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان به‌منظور کاهش آن اندیشیده نشده است. مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۶۳۵ است که نشان می‌دهد به طور متوسط شرکت‌ها حدود ۶۳/۵ درصد منابع مالی خود را به بدهی بلندمدت اختصاص داده‌اند. مقدار میانگین برای بازده دارایی‌های شرکت برابر با ۰/۰۶۷ است که بیان می‌کند به طور متوسط ۶/۷ درصد از سودآوری شرکت‌ها وابسته به دارایی‌های آن شرکت‌ها است. با مقایسه میانگین، کمینه و بیشینه متغیرهای مطالعه‌شده پژوهش طی دوره‌ی نه‌ساله پژوهش، مشاهده می‌شود اختلاف بین بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین داده و مقایسه آن با میانگین و انحراف معیار متغیرها، نشان‌دهنده توزیع منطقی داده‌ها است؛ همچنین از تعداد ۱۰۹۸ سال- شرکت تعداد ۱۷۱ سال شرکت از شرکت‌های نمونه، زیان گزارش کرده‌اند.

## ۵.۲ آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

در این پژوهش قبل از آزمون فرضیه‌ها، نرمال بودن متغیر وابسته پژوهش بررسی می‌شود. به این منظور از آماره جارک- برا استفاده شده است.

### نگاره ۵. نتایج آزمون جارک- برا

متغیرهای پژوهش	آماره آزمون	P-value
سرعت تعدیل قیمت سهام	۸۰۹/۸۴۲	۰/۰۰۱

همان‌طور که در نگاره ۵ مشاهده می‌شود، سطح معناداری برای متغیر وابسته کمتر از ۰/۰۵

است. پس فرض صفر رد می‌شود؛ یعنی داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کنند. اگر نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد (بسیاری از منابع تعداد سی مشاهده و بیشتر را بزرگ دانسته‌اند)، حتی اگر توزیع جملات اخلاص مدل برآورد شده نرمال نباشند، باز هم ضرایب برآورد شده دارای حداقل واریانس بوده، کارا هستند و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌توان به آن‌ها اتکا کرد (افلاطونی، ۱۳۹۲)؛ بنابراین با استناد به این موضوع و با توجه به حجم نمونه زیاد این پژوهش، فرض بر این است که متغیر وابسته پژوهش از تابع توزیع نرمال پیروی می‌کند.

### ۵.۳. آزمون ریشه واحد (مانایی)

به منظور اطمینان از ساختگی نبودن مدل و نتایج نامطمئن، ایستایی متغیر وابسته با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی - فولر تعمیم یافته در داده‌های سطح استفاده شده است.

#### نگاره ۶. نتایج آزمون ریشه واحد دیکی - فولر

متغیر وابسته	آماره آزمون	P-value
سرعت تعدیل قیمت سهام	-۶۲/۵۳۸	۰/۰۰۰

همان‌طور که در نگاره ۶ مشاهده می‌شود فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد در داده‌ها در سطح معناداری ۵ درصد رد شده است؛ بنابراین نتایج در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد متغیر وابسته برای داده‌ها، پایا بوده و ریشه واحدی ندارد. **فرضیه اول: هزینه‌های نمایندگی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر دارد.**

#### نگاره ۷. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرهای پژوهش	ضریب رگرسیون	آماره t	احتمال t
مقدار ثابت	-۰/۱۱۷	-۳/۹۸۱	۰/۰۰۰
هزینه‌های نمایندگی	-۰/۲۳۳	-۲/۲۰۶	۰/۰۲۸
گردش معاملات	۱/۹۴۷	۰/۵۴۷	۰/۵۸۴
اندازه شرکت	۱/۲۳۸	۳/۱۰۲	۰/۰۰۲
بازده دارایی‌ها	۰/۶۲۶	۰/۱۵۱	۰/۸۷۹
قیمت سهام	۰/۰۸۱	۰/۰۵۹	۰/۹۵۲

متغیرهای پژوهش	ضریب رگرسیون	آماره t	احتمال t
فرصت رشد	-۰/۳۰۷	-۲/۹۷۹	۰/۰۰۳
زیان‌ده بودن	-۲/۳۵۴	-۲/۹۶۸	۰/۰۰۵
نقدشوندگی	۰/۷۸۴	۰/۸۴۸	۰/۳۹۶
اهرم مالی	-۰/۷۰۳	-۳/۹۳۰	۰/۰۰۰
نسبت گردش دارایی‌ها	-۳/۴۹۵	-۲/۲۰۵	۰/۰۲۸
آماره D-W	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Adj	آماره F
۱/۸۱۳	۰/۱۹۴	۰/۱۴۲	۲/۱۵۳
آزمون چاو		اعتبار آزمون	آماره آزمون
		۱/۶۸۸	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن		اعتبار آزمون	آماره آزمون
		۱۹/۳۲۰	۰/۰۳۶

در بررسی معنی‌دار بودن مدل، با توجه به اینکه در این مدل مقدار احتمال آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰,۰۱۸)، با اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل نیز گویای آن است که ۱۴/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام، به‌وسیله متغیرهای واردشده در مدل‌ها تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین- واتسون نیز در فاصله تعیین‌شده است. این عدد نشان می‌دهد خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خودهمبستگی وجود ندارد؛ پس فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر مستقل هزینه‌های نمایندگی کوچک‌تر از ۵ درصد است (۰,۰۲۸)، وجود تأثیر معنی‌دار این متغیر بر سرعت تعدیل قیمت سهام، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود؛ بنابراین فرضیه اول مبنی بر تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود؛ همچنین تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، فرصت رشد، زیان‌ده بودن شرکت، نقدشوندگی و اهرم مالی، بر سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده می‌شود.

**فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت**

**تعدیل قیمت سهام تأثیر دارد.**

این فرضیه بر اساس دو شاخص کیفیت گزارشگری مالی (امتیاز شفافیت اطلاعات مالی و شاخص مدیریت سود) وارد شده، به طور جداگانه در مدل آزمون شده است

### نگاره ۸. نتایج آزمون فرضیه دوم

شاخص دوم (مدیریت سود مک نیکولز و استوبن، (۲۰۰۸))		شاخص نخست (امتیاز شفافیت اطلاعات مالی)		متغیرهای پژوهش
احتمال t	ضریب رگرسیون	احتمال t	ضریب رگرسیون	
۰/۰۵۳	-۰/۸۳۷	۰/۰۰۰	-۰/۶۵۱	مقدار ثابت
۰/۰۳۹	-۰/۲۴۹	۰/۰۳۶	-۰/۳۷۳	هزینه‌های نمایندگی
۰/۰۸۹	۱/۶۰۱	۰/۰۹۲	۰/۰۵۳	کیفیت گزارشگری مالی
۰/۱۲۲	-۰/۲۴۲	۰/۶۵۰	۰/۰۰۳	تعامل کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی
۰/۰۰۵	۲/۶۶۲	۰/۱۳۹	۱/۷۰۶	گردش معاملات
۰/۰۰۸	۰/۰۴۲	۰/۰۰۲	۰/۲۳۴	اندازه شرکت
۰/۰۵۰	۰/۱۳۸	۰/۰۰۰	۰/۹۱۷	بازده دارایی‌ها
۰/۵۳۰	-۰/۴۷۵	۰/۰۲۶	-۲/۴۴۹	قیمت سهام
۰/۰۰۷	-۰/۴۱۲	۰/۰۰۲	-۰/۳۰۰	فرصت رشد
۰/۱۹۷	-۲/۴۸۷	۰/۰۰۰	-۲/۴۴۸	زیان‌ده بودن
۰/۶۵۸	۰/۴۸۳	۰/۰۸۵	۰/۸۱۱	نقدشوندگی
۰/۰۳۸	-۱/۲۴۴	۰/۰۰۲	-۰/۸۰۲	اهرم مالی
۰/۰۲۶	-۰/۷۹۰	۰/۰۲۵	-۰/۹۴۱	نسبت گردش دارایی‌ها
۱/۸۳۲		۱/۸۱۶		آماره دوربین واتسون
۰/۱۱۷۶		۰/۲۲۱		ضریب تعیین
۰/۱۱۵۶		۰/۲۱۰		ضریب تعیین تعدیل‌شده
۶/۶۱۷		۱۹/۳۶۸		آماره مدل
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		معنی‌داری مدل
Pooled	-۰/۱۰۹	(Panel) (REM)	۰/۰۰۰ ۰/۰۸۰	آماره آزمون چاو آماره آزمون هاسمن

در بررسی معنی‌دار بودن مدل نخست، با توجه به اینکه در این مدل مقدار احتمال آماره F از

۵ درصد کوچک‌تر است (۰,۰۰۰)، با اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل نیز گویای آن است که ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام، به وسیله متغیرهای وارد شده در مدل‌ها تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز در فاصله تعیین شده است. این عدد نشان می‌دهد خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خودهمبستگی وجود ندارد؛ پس فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تعدیلی تعامل بین کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی، بزرگ‌تر از ۵ درصد است (۰,۶۵۰)، وجود تأثیر معنی‌دار تعامل متغیر کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نمی‌شود؛ بنابراین فرضیه دوم مبنی بر تأثیر تعامل شاخص اول کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ پس می‌توان به این نتیجه رسید که تعامل شاخص اول کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر معنی‌داری ندارد؛ همچنین تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، قیمت سهام، فرصت رشد، زیان‌ده بودن شرکت، نقدشوندگی، اهرم مالی و نسبت گردش دارایی‌ها مشاهده شد.

در بررسی معنی‌دار بودن مدل دوم، با توجه به اینکه در این مدل مقدار احتمال آماره  $F$  از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰,۰۰۰)، با اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل نیز گویای آن است که ۱۵/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام، به وسیله متغیرهای وارد شده در مدل‌ها تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز در فاصله تعیین شده است. این عدد نشان می‌دهد خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خودهمبستگی وجود ندارد؛ پس فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر تعدیلی تعامل بین شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی بزرگ‌تر از ۵ درصد است (۰,۱۲۲)، وجود تأثیر معنی‌دار تعامل متغیر کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام، در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نمی‌شود؛ بنابراین این فرضیه مبنی بر تأثیر تعامل شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود؛ پس می‌توان به این نتیجه رسید که تعامل کیفیت گزارشگری مالی و هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر معنی‌داری ندارد؛ همچنین تأثیر معنی‌دار متغیرهای

کنترلی گردش معاملات، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، فرصت رشد، اهرم مالی و نسبت گردش دارایی‌ها مشاهده شد.

## ۶. بحث و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد شاخص هزینه‌های نمایندگی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش و با استناد به نتایج پژوهش‌هایی که دکامپس و همکاران (۲۰۰۸)، ایکیو (۲۰۰۹)، استون (۲۰۰۹)، کارلسون<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۱)، عبدالدایم (۲۰۱۵) و دنج و مورتال (۲۰۱۶) انجام داده‌اند، می‌توان استنباط کرد در شرکت‌هایی که از پدیده نامتقارنی اطلاعات و به دنبال آن هزینه‌های نمایندگی بیشتری برخوردارند، سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام کمتر است؛ لذا نتایج پژوهش حاکی است که افزایش هزینه‌های نمایندگی باعث کاهش کارایی اطلاعاتی قیمت سهام و به دنبال آن باعث کاهش سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام می‌شود. نتایج این فرضیه با یافته‌های دکامپس و همکاران (۲۰۰۸)، ایکیو (۲۰۰۹)، استون (۲۰۰۹)، کارلسون (۲۰۱۱)، عبدالدایم (۲۰۱۵) و دنج و مورتال (۲۰۱۶) همخوانی دارد؛ همچنین در مورد وجود تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر قیمت گذاری نادرست سهام، با نتایج پژوهش پانتزالیس و پارک (۲۰۱۳) مطابقت دارد. نتایج همچنین با نتایج پژوهش زمانی و همکاران (۱۳۹۶) که عنوان می‌کند مسائل نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر منفی و معنی‌داری دارد، هماهنگ است. به‌طور کلی نتایج حاصل از فرضیه اول سبب کشف تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام شد و مطابق با چارچوب نظری پژوهش است؛ لذا مبانی نظری با نتایج این فرضیه همسو است و با توجه به نتایج این فرضیه، در بازار سرمایه ایران، سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تحت تأثیر پدیده هزینه‌های نمایندگی است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد معیارهای کیفیت گزارشگری مالی موجب تعدیل ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام نمی‌شود. با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش و با استناد به نتایج پژوهش‌هایی که کالن و همکاران (۲۰۱۰)، کارلسون (۲۰۱۱)، مونا و انیس (۲۰۱۳)، سان و یو<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۴) و دنج و مورتال<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۶)، رباط میلی (۱۳۹۳)، پورزمانی و قمری (۱۳۹۳)، پورابراهیمی (۱۳۹۴) انجام داده‌اند، می‌توان استنباط کرد شرکت‌هایی که از کیفیت گزارشگری مالی مطلوبی برخوردارند، سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام بیشتر است؛ از این رو کیفیت گزارشگری مالی مطلوب موجب تعدیل ارتباط بین هزینه‌های

نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام می‌شود؛ لذا نتایج پژوهش حاکی است که کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها موجب تضعیف ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و کارایی اطلاعاتی قیمت سهام نمی‌شود. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش گودون و وو (۲۰۱۴) که عنوان می‌کنند کیفیت مطلوب افشای اطلاعات موجب کاهش نامتقارنی اطلاعات می‌شود و سرعت تعدیل قیمت سهام را افزایش می‌دهد، همسو نیست؛ همچنین نتایج با نتایج پژوهش افلاطونی (۱۳۹۵) که عنوان می‌کند کیفیت گزارشگری مالی بر واکنش تأخیری قیمت سهام تأثیر دارد، همسو نیست؛ لذا مبانی نظری با نتایج این فرضیه همسو نبوده و با توجه به نتایج این فرضیه، در بازار سرمایه ایران، کیفیت گزارشگری مالی موجب تعدیل ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام نمی‌شود؛ همچنین در هر دو فرضیه متغیرهای کنترلی گردش معاملات، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها، فرصت رشد، اهرم مالی و نسبت گردش دارایی‌ها بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر معنی‌داری داشتند.

#### ۷. پیشنهادهای کاربردی و پیشنهاد برای مطالعات آتی

طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تحت تأثیر پدیده هزینه‌های نمایندگی است. به عبارتی می‌توان هزینه‌های نمایندگی را عامل کاهنده سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام دانست؛ لذا به سرمایه‌گذاران بالفعل، بالقوه و سایر ذی‌نفعان پیشنهاد می‌شود توجه بیشتری به هزینه‌های نمایندگی کنند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند؛ زیرا هزینه‌های نمایندگی می‌تواند مبنایی برای تصمیم‌گیری آن‌ها در سرمایه‌گذاری باشد. با توجه به نتایج این فرضیه، می‌توان استنباط کرد شرکت‌هایی که از مشکل پدیده هزینه‌های نمایندگی و به دنبال آن از کارایی اطلاعاتی کمتری برخوردارند، اطلاعات با سرعت کمتری در قیمت سهام آن‌ها در بازار منعکس می‌شود و سهام آن‌ها در بازار به نحو صحیح ارزشیابی نمی‌شود. یکی از دلایل بیشتر بودن هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها، نبودن اطلاعات کافی مدیران از هزینه‌های نمایندگی و وجود مسئله تضاد نمایندگی است.

طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها موجب تضعیف ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و کارایی اطلاعاتی قیمت سهام نمی‌شود؛ لذا در مورد اهمیت کیفیت گزارشگری مالی بر ایجاد محیط شفاف اطلاعاتی و اتخاذ تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران به صاحب‌نظران و مدیران بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود تدابیری بیندیشند؛ چون



گزارش‌های مالی برای سرمایه‌گذاران در بازار از محتوای اطلاعاتی چندانی برخوردار نیست و کمک درخور توجهی به کاهش اثر تضاد نمایندگی بر کارایی اطلاعاتی و انعکاس به‌موقع اخبار در قیمت سهام نمی‌کند؛ همچنین به مدیران شرکت‌ها و سایر گروه‌های ذی‌ربط نیز پیشنهاد می‌شود در خصوص کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها اهتمام لازم انجام شود تا این شاخص‌ها از حالت ظاهری خارج شده و به ابزاری مهم برای تصمیم‌گیری تبدیل شوند و فضای شفاف اطلاعاتی را در بازار سرمایه ایران برقرار کنند.

پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی، نقش کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام، در سطح صنعت انجام گیرد و این موضوع با سایر شاخص‌های اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام بررسی شود.

#### ۸. محدودیت‌های پژوهش

همانند هر پژوهش دیگر، پژوهش حاضر نیز محدودیت‌هایی دارد که لازم است به آن‌ها اشاره شود. دسترسی نداشتن به تمامی اطلاعات شرکت‌های نمونه تا قبل از سال ۱۳۸۸ یکی از محدودیت‌های این پژوهش بوده است؛ لیکن اگر دوره زمانی بیشتری برای انتخاب نمونه در نظر گرفته می‌شد، تعداد شرکت‌های عضو نمونه آماری کاهش می‌یافت؛ با توجه به اینکه ارقام صورت‌های مالی شرکت‌ها به‌واسطه آثار تورم تعدیل نشده است. این موضوع ممکن است بر نتایج پژوهش تأثیر بگذارد؛ پس حتی‌الامکان با روش‌های حذف و تعدیل برخی داده‌های پرت در این مورد عمل شده است.

#### یادداشت‌ها

- |                      |                                       |
|----------------------|---------------------------------------|
| 1. Kalen, Khan, & Lu | 2. Lim                                |
| 3. Jennings          | 4. Agency Costs                       |
| 5. Azibi             | 6. Speed of Adjustment of Stock Price |
| 7. Lim               | 8. Amihud & Mendelson                 |
| 9. Damodaran         | 10. Teobald & Yalooop                 |
| 11. Lo & Mackinlay   | 12. Financial Reporting Qualities     |
| 13. Lee              | 14. Callen                            |
| 15. Hou & Moskowitz  | 16. Pantezalis & Park                 |
| 17. Gordon and Wu    | 18. Fama & French                     |
| 19. Hou              | 20. Papoowik                          |
| 21. Chiang           | 22. Abdmoulah                         |

- |                    |                   |
|--------------------|-------------------|
| 23. Sanders        | 24. Jennings      |
| 25. Chen           | 26. Doukas        |
| 27. Aspris & Frino | 28. Karlsson      |
| 29. Sun & Yu       | 30. Mortal & Deng |

### منابع

#### الف. فارسی

- افلاطونی، عباس (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و پایداری سود با سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام، *دانش حسابداری*، ۶ (۲۲)، ۱۰۷-۱۳۰.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و متقارن نبودن اطلاعات بر واکنش تأخیری قیمت سهام، *پیشرفت‌های حسابداری*، ۹ (۱۱)، ۱-۲۴.
- بادآورنهندي، یونس و داداش زاده، قادر (۱۳۹۴)، ارتباط بین هزینه نمایندگی و قیمت‌گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش میانجی پاداش هیئت‌مدیره، *راهبرد مدیریت مالی*، ۳ (۱۱)، ۵۱-۷۱.
- برادران حسن‌زاده، رسول و تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۵)، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۸ (۳۲)، ۱۳۹-۱۶۳.
- بهارمقدم، مهدی و جوکار، حسین (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم اطمینان اطلاعاتی بر تمایلات سرمایه‌گذاران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵ (۱)، ۲۱-۵۰.
- پورابراهیمی، محمدرضا؛ محمدی، احمد و طباطبائیان، پریسا. (۱۳۹۴)، بررسی واکنش نامتقارن سرعت تعدیل قیمت سهام به اطلاعات جدید در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران*، ۸ (۳۱)، ۵۳-۷۰.
- پورزمانی، زهرا و قمری، منا (۱۳۹۳)، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۸ (۲۱)، ۹۱-۱۱۶.
- ثقفی، علی و فدائی، محمدرضا (۱۳۸۶)، گزینش مدلی کارآمد برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی بر اساس مقایسه مدل‌های مربوط در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۴ (۵۰)، ۳-۲۴.
- جهانخانی، علی و صفاریان، امیر (۱۳۸۲)، واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم

- در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۵ (۲)، ۶۱-۸۱.
- حساس یگانه، یحیی و امیدی، الهام (۱۳۹۳)، رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر واکنش قیمت و بازدهی سهام، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱ (۴۲)، ۳۱-۵۸.
- خانی، عبدالله و فراهانی، داوود (۱۳۸۷)، ارزیابی کارایی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از ضریب تعدیل قیمت، پژوهش‌های حسابداری، ۳ (۳۱)، ۷۲-۵۵.
- رباط میلی، مزگان؛ علوی طبری، حسین و ثقفی، علی. (۱۳۹۳)، کیفیت اطلاعات حسابداری و سرعت تعدیل قیمت سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳ (۱۲)، ۲۱-۴۵.
- زمانی، علی اصغر؛ انوری رستمی؛ علی اصغر، بادآورندهی، یونس و سعیدی، علی. (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، ۵ (۴)، ۲۵-۴۴.
- عباسیان، عزت اله و ذوالفقاری، مریم (۱۳۹۲)، تحلیل پویای کارایی سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران توسط فیلتر کالمن، پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۲۱ (۶۵)، ۲۳۱-۲۵۴.
- عبده تبریزی، حسین و جهان‌خانی، علی (۱۳۷۲)، نظریه کارای بازار سرمایه، تحقیقات مالی، ۱ (۱)، ۸-۲۳.
- مشایخی، بیتا و محمدپور، فرهاد (۱۳۹۳)، کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری، راهبرد مدیریت مالی، ۲ (۷)، ۱-۱۴.
- نمازی، محمد و شکراللهی، احمد (۱۳۹۵)، بررسی تعامل بین جریان نقدی آزاد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از سیستم معادلات همزمان سه مرحله‌ای، پیشرفت‌های حسابداری، ۸ (۱)، ۱۸۹-۲۲۳.
- نمازی، محمد (۱۳۸۴)، بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت، پیشرفت‌های حسابداری، ۲۲ (۲)، ۱۴۷-۱۶۴.
- نیکومرام، هاشم؛ سعیدی، علی؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و معدن چی زاج، مهدی. (۱۳۹۴)، سرعت تعدیل قیمت اوراق بهادار روشی برای ارزیابی بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی سرمایه‌گذاران و کارایی بازارهای مالی: رویکردها، مدل و نتایج، دانش سرمایه‌گذاری، ۴ (۱۴)، ۹۵-۱۲۴.
- هاشمی، عباس؛ دستگیر، محسن و شریفی، داود. (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر انعکاس به موقع اطلاعات در قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، ۶ (۲۴)، ۱۲۱-۱۴۲.

## ب. انگلیسی

- Abdmoulah, W. (2010). Testing the evolving efficiency of arab stock markets. *International Review of Financial*, 19 (1), 25-34.
- Alzahrana, m. & Ramesh, P. (2014). Managerial Behavior and the Like between Stock mispricing and corporate Investments. *The Financial Review*, 49(4), 89-116.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1987). Trading mechanisms and stock returns: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 42(3), 533-553.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Aspris, A. & Frino, A. (2013). board independence, stock liquidity and price efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 42(2), 101-154.
- Bushman, R. M., Smith, A. J. & Wittenberg-Moerman, R. (2010). Price discovery and dissemination of private information by loan syndicate participants. *Journal of Accounting Research*, 48 (5), 921-972.
- Callen, J., Khan, M. & Lu, H. (2012). Accounting quality, stock price delay, and future stock returns. *Contemporary Accounting Research*, (1)30, 295-269.
- Chen, C. & Xiaobei, R. S. (2010). Short sales and speed of price adjustment: Evidence from the Hong Kong stock market. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 471-483.
- Chen, J., Dong, W. & Yu. Sh. (2018). Perceived audit quality, state ownership, and stock price delay: Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(1):1-23, DOI: 10.1080/16081625.2016.1208573.
- Chen. R., Ghouli, S. & Guedhami. O. (2013). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. JEL: G32, G34, L33.
- Chiao, C., Hung, K. & Lee. B. (2004). The price adjustment and lead-lag relations between stock returns: Microstructure evidence from the Taiwan stock market, *Journal of Empirical Finance*, 11(5), 709° 731.
- Cornell, B., Landsman, W., & Stubben, S. (2017). Accounting information, investor sentiment and market pricing. *Journal of Law, Finance, and*

- Accounting*, 2(2), 325-345
- Damodaran, A. (1993). A simple measure of price adjustment coefficients. *The Journal of Finance*, 48(1), 387-400.
- Decamps, J. & Mariotti, T. (2008). Free cash flow, issuance costs and stock price volatility. *Mathematics and Economics*, 42(3), 2899-2939.
- Du, D., Denning, K. & Zhao, X. (2011). Evidence on stock reaction to market-wide information. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 14(2), 297-325.
- Easton, P., Nikolaev, V. & Lent, L. (2009). Price convexity, debt-related agency costs, and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 4-26.
- Eom, C. (2015). Do foreign investors help the price discovery process? Evidence from Korea. <http://ssrn.com/abstract=2553033>.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1993), Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, (1)33, 3-56.
- Fama, E. L., Fisher, M. J., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10, 1-21.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.
- Gordon, N. & Wu, Q. (2014). Informed trade, uninformed trade, and stock price delay. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=2209073>.
- Hou, K. & Moskowitz, T. (2005). Market friction, price delay and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies*, 18(3), 981-1020.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1995). Overreaction, delayed reaction, and contrarian profits. *Review of Financial Studies*, 14(4), 973-993.
- Jennings, R. & Starks, L. (1985). Information content and the speed of stock price adjustment. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 336-350.
- Jennings, R. & Starks, L. (1986). Earnings announcement, stock price adjustment, and the existence of option markets. *The Journal of Finance*, 3(1), 107-125.
- Jorgensen, B. N., Lee, Y. G. & Yoo, Y. K. (2011). The valuation accuracy of equity value estimates inferred from conventional empirical implementations of the abnormal earnings growth model: US evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(4), 446-471.

- Karlosson, A., Josefsson, N. & Osterlund, U. (2011). Stock Price Valuation: A Case Study in Dividend Discount Models & Free Cash Flow to Equity models. Master's Thesis. Jönköping University.
- Lee, C. H., Hsieh, T. & Cheng, L. (2010). Financial reporting quality and speed of price adjustment. *International Research Journal of Finance and Economics*, 53(6), 134-143.
- Lim, A. & Sinnakkannu, J. (2008). Empirical Analysis on the Speed of Stock Price Adjustment to firm Specific and Market Wide Announcements. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=1412231>.
- Lim, Kian-Ping. (2009). The Speed of Stock Price Adjustment to Market-Wide Information. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=1412231>.
- Lo, A. W. & Mackinlay, A. C. (1991). When are contrarian profits due to stock market overreaction? *Review of Financial Studies*, 3(2), 175-205.
- Mensah, L. (2013). The behavior of Beta in the 19th Century. *Accounting and Finance Research*, 2(4), 34-46.
- Mobarek, A. & Keasey, K. (2008). Weak-form market efficiency of an emerging market: Evidence from Dhaka stock market of Bangladesh. *Journal of Emerging Market Finance*, 7, 17-41.
- Mortal, S. & Deng, X. (2016). The real effects of short selling constraints: Cross-country evidence. *Journal of Accounting and Economics*. 28(6), 1737-1767.
- Pantzalis, C. & Park, J. C. (2013). Agency costs and equity mispricing. Retrieved from: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), PP1-40.
- Posta, V. (2008). Estimating the dynamics of weak efficiency on the Prague stock exchange using the Kalman Filter. *Czech Journal of Economics and Finance*, 58(6), 248-260.
- Sun, P. W. & Yu, B. (2014). Managerial structure and stock price delay in China. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=2542534>.
- Watts, R. L. & Jerold, L. Z. (1986). *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Xiao, S. (2009). How do agency costs affect firm value? Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76(7), 357-373.