

کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر در تعدیل قیمت سهم و قابلیت پیش‌بینی بازده‌های آتی

علی رحمانی¹ / فرزانه یوسفی² / مژگان رباط میلی³

چکیده

بر مبنای ادبیات مالی و حسابداری، گزارش‌های مالی از جمله منابع اطلاعاتی مهم و قابل توجه بازارهای سرمایه هستند. پیامدهای کیفیت ضعیف اطلاعات حسابداری، شامل کاهش کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت، افزایش اصطکاک بازار در قالب عدم تقارن اطلاعاتی، اطلاعات ناقص و کاهش نقدشوندگی است. در پژوهش حاضر، رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری با سرعت تعدیل قیمت سهام و انتظار کسب بازدهی بالاتر در شرکت‌هایی با کیفیت ضعیف اطلاعات حسابداری، مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش به منظور بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری از سه متغیر سود غیرمنتظره، کیفیت ارقام تعهدی و توالی زیان استفاده شد. میزان تأخیر تعدیل قیمت سهم بر اساس شاخص ماسکویتز (Moskowitz, 2005) اندازه‌گیری شد. تعداد 165 شرکت طی دوره‌ی زمانی 1381 تا 1387 انتخاب و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه و به روش پنل آزمون گردید. نتایج تحقیق نشان می‌دهد؛ شرکت‌هایی که سود غیرمنتظره آنها کمتر و کیفیت ارقام تعهدی آنها بیشتر باشد، شاخص تأخیر بزرگتری دارند. در حالی که توالی زیان، رابطه معناداری با شاخص یادشده ندارد. همچنین بر مبنای نتایج مشاهده شده، تفاوت معناداری در صرف ریسک مورد انتظار سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که شاخص تأخیر کل آنها نسبت به سایر شرکت‌ها بزرگتر است، وجود ندارد.

واژگان کلیدی: شاخص تأخیر، کیفیت اطلاعات حسابداری، بازده مورد انتظار.

طبقه‌بندی موضوعی: G02, G32, G12, G11.

1. دانشیار دانشگاه الزهرا (س)

2. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

3. دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا (س)

مقدمه

حسابداران علاوه بر اطلاعات مالی که حاصل خلاصه‌سازی و تجزیه و تحلیل معاملات روزمره یک سازمان است، باید اطلاعات مفیدی را به منظور طراحی و اجرای یک نظام تصمیم‌سازی تهیه و ارائه کنند. تغییر و توسعه مستمر محیط کسب و کار باعث افزایش روزافزون انتظارات از سیستم اطلاعاتی حسابداری جهت ارائه اطلاعات جامع‌تر، کامل‌تر و با کیفیت‌تر می‌شود. بنابراین کیفیت اطلاعات مالی از مهم‌ترین مباحث مطرح در حسابداری و دغدغه همیشگی آن بوده است. از نظر برخی از صاحب‌نظران نادیده انگاشتن اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری باعث بروز مسائل زیر می‌شود:

- 1- افزایش میزان ابهام؛
- 2- ریسک بالاتر در نتیجه‌ی ابهام بیشتر؛
- 3- مطالبه‌ی نرخ بازده بیشتر توسط سرمایه‌گذاران به علت ریسک بالاتر؛
- 4- بالا رفتن هزینه سرمایه و کاهش قیمت اوراق بهادار در نتیجه افزایش توقع سرمایه‌گذاران.

بالا رفتن هزینه سرمایه به میزان قابل ملاحظه‌ای منجر به کاهش کارایی اقتصاد می‌شود. بنابراین اطلاعات فاقد کیفیت، در درجه اول دارای پیامدهای نامناسب برای خود شرکت و در درجه دوم بازار سرمایه و به تبع آن اقتصاد کشور است (دیانتی، 1388).

اطلاعات فراهم شده توسط 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 با کیفیت مطلوب، منجر به برآوردهای نامشخصی از قیمت سهم می‌شود. با توجه به عدم اطمینان حاصل از کیفیت نامطلوب اطلاعات در برآورد قیمت سهام، با گذر زمان، درک بهتری از محتوای اطلاعات منتشره فراهم می‌شود و نیز یادگیری از ارزیابی‌های سایر سرمایه‌گذاران منجر به بهبود تجدیدنظر در برآوردها شده و در نهایت تعدیل قیمت سهم با تأخیر روی خواهد داد.

تأخیر در تعدیل قیمت برای خریدار و فروشنده مخاطره‌آمیز است و این مخاطره ناشی از عدم انعکاس کامل اطلاعات در قیمت است. انعکاس کامل و بلادرنگ اطلاعات ممکن است اثرات منفی و یا مثبت بر قیمت سهم داشته باشد. در حالی که خریدار و فروشنده به موجب این انتخاب انتظار

کسب صرف ریسک را دارند و بدین طریق رخداد کژ گزینی¹ بعید نخواهد بود (Callen, et al., 2010).

آنچه در این مقاله مدنظر قرار خواهد گرفت سنجش تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر تأخیر در تعدیل قیمت سهم و قابلیت پیش‌بینی بازده‌های آتی است. به این منظور ابتدا به مرور ادبیات و پیشینه این حوزه خواهیم پرداخت و بر مبنای متغیرها و مدل‌های تعریف شده به بررسی موضوع یاد شده می‌پردازیم. در بخش آخر نیز یافته‌ها ارایه و نتایج، تحلیل خواهد شد.

ادبیات و مبانی نظری پژوهش

سرعت اثرگذاری اطلاعات بر قیمت‌ها هسته اصلی کارایی بازار محسوب می‌شود. بدین معنی که به محض انتشار اطلاعات جدید واکنش فوری و بلادرنگی پدید می‌آید و به این طریق قیمت‌ها تغییر می‌کنند.

اصطکاک بازار² را می‌توان عامل یا عواملی تعریف کرد که مانع از اثرگذاری سریع و بلادرنگ اطلاعات منتشر شده در قیمت‌ها می‌شود. بر مبنای نتایج تحقیقات انجام شده چندین عامل به عنوان اصطکاک شناسایی شده که مهم‌ترین آنها شامل اطلاعات ناقص (Shapiro, 2002)، عدم تقارن اطلاعاتی (Easley, et al., 2002)، محدودیت‌های فروش استقراضی (Jones, 2002)، مالیات‌ها (Brennan, 1970)؛ (Constantinides, 1984)، نقدشوندگی (Poster, et al., 2002) کیفیت اطلاعات حسابداری (Callen, et al., 2010) و معامله‌گران اخلاخل گر (Shleifer, et al., 1997) می‌باشد (lim, 2010).

در یک بازار سرمایه فاقد اصطکاک با وجود اطلاعات کامل و سرمایه‌گذاران منطقی، سرعت تعدیل قیمت سهم به اطلاعات جدید، بلادرنگ و به طور کامل است. بخش عمده‌ای از تحقیقات به عوارض ناشی از نواقص اطلاعات، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و عدم ارایه اطلاعات کامل پرداخته است (Lambert, et al., 2007).

رابطه بین سرعت انتشار اطلاعات و اصطکاک بازار در بسیاری از تئوری‌ها مشاهده می‌شود. مثلاً تئوری‌های بازارهای ناقص³، مشارکت محدود در بازار سهام¹ و واحدهای تجاری مغفول² به این موضوع می‌پردازند (Doukas, et al., 2005).

1. Advers selection

2. Market friction

3. Incomplete Markets

هو (Hou, 2007) دریافت که اثرات پیشرو - وقفه³ با اندازه شرکت، تعداد تحلیل گران، مالکیت نهادی، حجم معاملات، تعداد سهام بازار و انتشار برآوردهای تحلیل گران مرتبط است. هو این موضوع را به فرضیه انتشار تدریجی اطلاعات مرتبط دانست. بر مبنای این تئوری ها چنین بیان می شود که پیش بینی نهادهای موجود در بازار (سرمایه گذاران نهادی) و هزینه های معاملات می تواند فرآیند تعدیل قیمت را در برابر اطلاعات جدید به تأخیر بیندازد (Hou, et al., 2005).

همان طور که عنوان شد بر مبنای تحقیقات پیشین یکی از عوامل اصطکاک بازار، کیفیت اطلاعات حسابداری است. ورکچیا (Verrecchia, 1980)، سرعت تعدیل قیمت، نسبت به اطلاعات جدیدی که کیفیت متفاوتی داشتند را مورد بررسی قرار داد. او کیفیت مجموعه اطلاعات موجود در بازار را ثابت فرض کرد و به این نتیجه رسید که با افزایش کیفیت اطلاعات مربوط، سرعت تعدیل قیمت افزایش می یابد.

اندازه گیری کیفیت اطلاعات حسابداری

ادبیات حسابداری همواره بیان می کند که داده های حسابداری باید فرآیند تصمیم گیری را تسهیل نماید. در نتیجه هدف اصلی حسابداری ارایه اطلاعاتی است که به وسیله آن بتوان جریان های نقد آینده را پیش بینی کرد.

در رویکرد مرتبط با ارزش، کیفیت اطلاعات حسابداری مبین شدت وابستگی بین سودهای حسابداری قابل مشاهده و سودهای اقتصادی غیرقابل مشاهده است. برنستین معتقد است که اطلاعات حسابداری با کیفیت، وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت را به نحو واقعی تری ترسیم می کند (Mello-e-Souza, 2000).

در تعریف دیگری بیان شده است که در تهیه اطلاعات موجود در صورت های مالی از برآوردهای بسیاری استفاده می شود. میزان اخلاص⁴ و سوگیری⁵ در این برآوردها معیاری برای سنجش کیفیت اطلاعات حسابداری هستند. این دو عامل از شرایط غیرعادی شرکت، عدم اطمینان در محیط تجاری و فرصت طلبی مدیران نشأت می گیرد. از یک سو، تخمین ها به دلیل تکرار ناپذیری رویدادها در شرایط غیرعادی و وجود شرایط عدم اطمینان در محیط تجاری دشوار می باشند و احتمال وجود عامل اخلاص

1. Limited Stock Market Participation.

2. Neglected Firms.

3. Lead-lag

4. Noise

5. Bias

و یا اشتباه در برآوردها می‌رود. از سوی دیگر، فرصت طلبی مدیران که ناشی از مسئله نمایندگی است، باعث ایجاد سوگیری سیستماتیک در برآوردها می‌شود (Callen, et al., 2010).

کیفیت اطلاعات حسابداری از دو جنبه ذیل بیان می‌گردد:

1. انعکاس محتوای اطلاعاتی: حسابداری باید اطلاعات مربوطی را برای پیش‌بینی سودهای

آتی مورد انتظار و جریان‌های نقد ارائه کند (مربوط بودن).

2. رایۀ علامت در مورد پایداری سود: اطلاعات حسابداری باید منصفانه باشند و تصویر

کاملی در مورد عملکرد شرکت، موقعیت و ریسک آن ارائه کنند (قابلیت اتکا) (Mello-e-Souza, 2000).

ادبیات حسابداری برای اندازه‌گیری کیفیت اطلاعات حسابداری از چندین رویکرد جایگزین و مربوط بهم استفاده می‌کند. نخستین متون مربوط به کیفیت اطلاعات حسابداری، بر مدیریت سود و دستکاری مدیران به عنوان عامل اصلی کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری متمرکز است. در حالی که تحقیقات بعدی بر عواملی چون عدم اطمینان در مورد فعالیت‌های شرکت اشاره دارند. دیچوو و دایچو (Dechow, et al., 2002) با استفاده از اندازه شرکت، عمر چرخه عملیاتی، نوسانات فروش و جریان‌های نقدی، توالی زبان‌ها و میزان اقلام تعهدی، کیفیت اطلاعات حسابداری را سنجیدند که این معیارها مبتنی بر دو عامل عدم اطمینان و اختیار مدیریت در دستکاری اقلام سود می‌باشند (Lee, et al., 2008).

با وجود نقش اساسی کیفیت اطلاعات حسابداری در تصمیم‌گیری صحیح استفاده‌کنندگان، اندازه‌گیری کیفیت دشوار است. اغلب تحقیقات این حوزه از تئوری حسابداری و رویکرد استانداردسازی¹ استفاده کرده‌اند.

گروه دوم تحقیقات، روش‌هایی را برای کمی‌سازی کیفیت حسابداری به کار می‌برند. برای مثال تعدادی از تحقیقات این حوزه، کیفیت اطلاعات حسابداری منتشر شده را بر مبنای تأثیرگذاری آنها بر تصمیمات استفاده‌کنندگان به ویژه سرمایه‌گذاران می‌سنجند. در این تحقیقات ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری بر مبنای میزان رابطه‌ی آماری بین قیمت و شاخص‌های حسابداری منتشره تعیین می‌شود. تحقیقات لی و همکاران (Lee, et al., 2008) و دیچوو (Dechow, 1996) در این زمینه انجام شده است.

بخش دیگری از تحقیقات بر کیفیت اطلاعات و تاثیر آن بر عملکرد سیستم تصمیم گیری مدیریت تمرکز دارند. تحقیقات این حوزه رویکرد داخلی داشته و اطلاعات مفصلی را درباره‌ی واحد تجاری مورد استفاده قرار می‌دهند و در تعریف معیارهای کیفی عمدتاً از اطلاعات غیرمالی بهره گرفته و بر سیستم‌های حمایت کننده تصمیمات تاکید دارند (Deaconu, et al., 2008).

تأخیر قیمت نسبت به اطلاعات منتشر شده و پیامدهای آن

تحقیق در مورد چگونگی واکنش قیمت سهم به اطلاعات موجود در سطح بازار و اطلاعات خاص شرکت در ادبیات مالی توجهات ویژه‌ای را به خود اختصاص داده است. علاوه بر "جهت"¹ و "میزان تغییر قیمت"² سهم بعد دیگری در فرضیه کارایی بازار شکل گرفته است که سرعت تعدیل قیمت به اطلاعات جدید است. در واقع سرعت، اثرات شتاب³ را اندازه گیری می کند (Lim, et al., 2010).

اگر سرعت موجب کاهش هزینه معامله شود منجر به تخصیص کارای اوراق بهادار بین سرمایه گذاران نامتجانس می شود و تسهیم ریسک را بهینه می سازد. از طرفی سرعت موجب کارایی کشف قیمت می شود و کارایی بیشتر در کشف قیمت ها باعث بهبود تامین مالی و تصمیمات سرمایه گذاری می شود.

تحقیقات متعددی در سال های اخیر به مستند نمودن اثرات تأخیر انعکاس اطلاعات در قیمت سهام پرداخته است. هو و همکاران (2005) دریافتند که شرکت هایی که دارای بیشترین تأخیر قیمت هستند، انتظار کسب بازدهی بالاتری نیز از آنها می رود. میچ (Mech, 1995) نشان داد فاصله قیمت خرید و فروش سهام واحدهای تجاری که تعدیلات قیمت آنها دارای تأخیر بیشتری است، بالاتر است.

عموماً اینگونه بیان می شود که سرعت واکنش قیمت سهم به نوع اطلاعات اعم از خوب یا بد، خاص یا عام به کیفیت اطلاعات از قبیل کیفیت اطلاعات حسابداری منتشره وابسته است. لیم و همکاران (Lim, et al., 2010)، به این نتیجه رسیدند که سرعت تعدیل قیمت سهم به اطلاعات عام منتشره در سطح بازار، سریع تر از اطلاعات خاص شرکت های پذیرفته شده در بورس مالزی است. انعکاس کامل اطلاعات در قیمت سهم در مورد اطلاعات مربوط به شرکت 5 تا 7 روز و در مورد اطلاعات عام 2 روز به طول می انجامد.

1. Direction

2. Magnitude of the Price Movement

3. Velocity effect

لی و همکاران (Lee, et al., 2010) در تحقیقی در بورس تایوان به این نتیجه رسیدند؛ علاوه بر آنکه کیفیت گزارشگری مالی عامل اساسی در سرعت تعدیل قیمت محسوب می‌شود، تعدیل قیمت به اخبار خوب سریع‌تر از اخبار بد است. کالن و همکارانش (Callen, et al., 2010) نشان دادند که کیفیت پائین اطلاعات حسابداری برای واحد تجاری دارای هزینه می‌باشد. بدین معنی که مانعی در جهت تعدیل به هنگام قیمت محسوب شده و منجر به افزایش هزینه سرمایه می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش

اطلاعات حسابداری جهت برآورد میزان، زمان‌بندی و عدم اطمینان در مورد جریان‌های نقدی آتی مورد استفاده قرار می‌گیرند. کیفیت پایین اقلام حسابداری منجر به برآوردهای نامطمئن از جریان‌های نقدی آتی می‌شود. بنابراین بین برآوردهای سرمایه‌گذاران از ارزش ذاتی سهم تفاوت وجود خواهد داشت. با گذشت زمان تحلیل بهتری از اطلاعات با کیفیت ضعیف، با بهره‌گیری از دیگر اطلاعات و روش‌ها صورت خواهد گرفت و لذا برآوردهای سرمایه‌گذاران به ارزش‌های ذاتی نزدیک‌تر می‌شود. در نتیجه کیفیت ضعیف اطلاعات حسابداری منجر به تأخیر در تعدیل قیمت سهم می‌شود. به همین دلیل فرضیه اول در قالب زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: شرکت‌هایی که کیفیت اطلاعات حسابداری آنها پایین است، تأخیر بیشتری در تعدیل قیمت سهم دارند.

بر مبنای فرضیه پیشین شرکت‌های مغفول از دید سرمایه‌گذاران از نقدشوندگی پایین و کیفیت ضعیف اطلاعات حسابداری برخوردارند، در این شرکت‌ها با توجه به تأخیر بیشتر در تعدیل قیمت سهم، انتظار کسب بازدهی بالاتری می‌رود. تأخیر در تعدیل قیمت سهم منجر به تحمیل ریسک کژگزینی در معاملات سرمایه‌گذاران در مورد سهامی می‌شود که دارای تأخیر بالاتری در تعدیل قیمت سهم می‌باشند و این ریسک به صورت بالقوه انتظار کسب صرف ریسک بالاتری را به وجود می‌آورد. به این ترتیب می‌توان فرضیه دوم را به شکل زیر مطرح کرد:

فرضیه دوم: جزء تأخیر قیمت سهم ناشی از کیفیت ضعیف اطلاعات حسابداری با بازده‌های آتی ارتباط دارد.

مدل های پژوهش

جهت آزمون فرضیه اول تحقیق از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$D_{i,t} = a_t + b_{1,t}AQ_{i,t} + b_{2,t}LOSS_{i,t} + b_{3,t}ES_{i,t} + b_{4,t}Instown + b_{5,t}Empl + b_{6,t}Adv + b_{7,t}Turn + b_{8,t}Traday + e_{i,t}$$

بر طبق مطالب پیش گفته، در این مدل از شاخص هایی به عنوان کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده شده است که قابلیت پیش بینی جریان های نقدی آتی بر مبنای ارقام ارائه شده در صورت های مالی را نشان می دهند. این شاخص ها عبارتند از کیفیت اقلام تعهدی (AQ)؛ توالی زیان در سه سال گذشته (Loss) و سود غیر منتظره (ES). علاوه بر متغیرهای مالی که معرف کیفیت اطلاعات حسابداری است؛ نتایج تحقیقات پیشین حاکی از آن است که متغیرهای دیگری بر سرعت تعدیل قیمت سهم نسبت به اطلاعات مؤثر می باشند که می توان آنها را به دو دسته میزان توجه سهامداران (میزان مالکیت سهامداران نهادی، تعداد کارکنان و هزینه تبلیغات) و نقدشوندگی (گردش معاملات و تعداد روزهای معاملاتی) طبقه بندی نمود.

جهت آزمون فرضیه دوم تحقیق از مدل رگرسیون ذیل استفاده شده است:

$$Ret_t = g_t + g_{1,t}D_{nonacct} + g_{2,t}D_{acct} + g_{3,t}b + g_{4,t}BV / MV + g_{5,t}Size + g_{6,t}Accruals + g_{7,t}Ret_{(-1)} + g_{8,t}Ret_{(-12,-2)} + g_{9,t}Ret_{(-36,-13)}$$

بر اساس این مدل ارتباط بین تأخیر در تعدیل قیمت سهم، ناشی از جزء کیفیت اطلاعات حسابداری با بازده های آتی سهام سنجیده می شود. بر اساس ادبیات پیشین متغیرهای گوناگونی برای پیش بینی بازده های آتی تعیین شده است که شامل بتای مدل بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده های گذشته و اقلام تعهدی می باشد که در این مدل مورد استفاده قرار گرفته است.

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

الف - اندازه گیری متغیر وابسته

بر مبنای مدل هو¹ و ماسکویتز² در سال 2005 متوسط تأخیر در تعدیل قیمت³ نسبت به اطلاعات منتشر شده برای هر شرکت با استفاده از رگرسیون های زیر محاسبه می گردد:

1. Hou

2. Moskowitz

3. Delay

معادله شماره (1) رگرسیون محدود نشده¹:

$$r_{j,t} = a_j + b_j R_{m,t} + \sum_{n=1}^4 d_{j,n} R_{m,t-n} + e_{j,t}$$

معادله شماره (2) رگرسیون محدود شده²:

$$r_{j,t} = a_j + b_j R_{m,t} + e_{j,t}$$

r_{jt} : عبارت است از بازده سهم j در زمان t

R_{mt} : عبارت است از بازده بازار در دوره t

در این تحقیق فرض می‌شود در صورتی که قیمت سهم به اطلاعات منتشر شده با تأخیر واکنش نشان دهد آنگاه برخی از d_{jn} های برآورد شده در معادله رگرسیون شماره 1 از صفر اختلاف معناداری پیدا می‌کنند. بنابراین بازده‌های متأخر، توان تشریح رگرسیون را افزایش می‌دهند. ولی با فرض آنکه کلیه d_{jn} ها صفر باشند رگرسیون شماره 2 نیز برآورد می‌شود. آنگاه تأخیر قیمت بر مبنای ضرب تعیین محاسبه شده با استفاده از بازده‌های هفتگی بر مبنای معادلات یاد شده به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$D_t = \frac{R_{restricted}^2}{R_{unrestricted}^2}$$

ب- اندازه گیری متغیرهای مستقل:

ب-1- معیارهای مربوط به کیفیت اطلاعات حسابداری مبتنی بر صورت‌های مالی

ب-1-1- اقلام تعهدی: عبارت است از برآوردهایی از سودهای غیرنقدی که به دلیل تفاوت در زمان‌بندی بین تهیه یا مصرف کالا یا خدمات و دریافت یا پرداخت وجه نقد بابت کالاها و خدمات به وجود می‌آید. معیار مورد استفاده در این تحقیق برای اندازه‌گیری اقلام تعهدی بر مبنای مدل فرانسیس و همکاران (2005) و مدل دیچوو و همکاران (2002) استوار است. این مدل عبارت است از:

$$CAcc_t = g_{1t} + g_{2t} CFO_{t-1} + g_{3t} CFO_t + g_{4t} CFO_{t+1} + g_{5t} \Delta rev_t + g_{6t} PPE_t + e_t$$

1. Unrestricted

2. Restricted

$CACC_t$: عبارت است از اقلام تعهدی یا تغییر در سرمایه در گردش. برای محاسبه اقلام تعهدی، ابتدا تغییرات سرمایه در گردش در هر سال محاسبه و هزینه استهلاک از آن کسر گردید.

CFO : عبارت است از جریان نقدی عملیاتی؛

$\Delta Re v_t$: عبارت است از تغییرات درآمد هر سال؛

PPE_t : عبارت است از دارایی های ثابت؛

کلیه متغیرهای مذکور به منظور حذف اثر مقیاس بر مجموع دارایی ها تقسیم شده اند. این مدل برای هر گروه صنعت به صورت جداگانه برازش شده است و سپس باقی مانده های حاصل از برازش به صورت قرینه قدر مطلق خطا برای آزمون فرضیه ها مورد استفاده قرار گرفته است.

توالی زیان: تداوم زیان نماینده ی رویدادهای اقتصادی غیر عادی است که با کیفیت ضعیف سیستم حسابداری در ارتباط است. عموماً وجود زیان های متوالی، پیش بینی جریان نقدی را با مشکل مواجه می سازد. برای اندازه گیری این متغیر تعداد سال های زیان بر عدد سه تقسیم شده است. عدد سه در محاسبات یاد شده بر مبنای متدلوژی تحقیق کالن و همکاران (2010) اقتباس شده است.

ب- 1- 2- **سود غیرمنتظره:** عبارت است از قدر مطلق ارزش سودهای غیرمنتظره سالانه که از تفاوت بین اولین سود پیش بینی شده (در صورت نبود اولین سود پیش بینی شده از سود پیش بینی شده سه ماهه اول آن سال و در صورت عدم وجود سود پیش بینی شده سه ماهه اول از سود تحقق یافته سال گذشته استفاده شده است) با سودهای واقعی هر سال محاسبه شده و سپس بر انحراف استاندارد سودهای غیرمنتظره 5 سال گذشته تقسیم شده است.

ب- 2- **معیارهای مربوط به پیش بینی بازدهی سهام**

1. Ret : میانگین بازده های ماهانه از ماه $t+1$ تا ماه $t+12$ ؛

2. $Ret_{(-1)}$: عبارت است از بازده ماه $t-1$ که برای کنترل اثرات بازده ماهانه جگادیش (1990) محاسبه شده است.

3. $Ret_{(-12,-2)}$: عبارت است از مجموع بازده از ماه $t-12$ تا $t-2$ ؛ که برای کنترل اثرات شتاب جگادیش و تیتمن (1993) به کار رفته است.

4. $Ret_{(-36,-13)}$: عبارت است از مجموع بازده از ماه $t - 36$ تا $t - 13$ ، این متغیر برای کنترل بازده‌های بازگشتی طی افق بلندمدت محاسبه شده است.

5. b : عبارت است از بتای مدل $CAPM$ که بر مبنای بازده‌های 60 ماه گذشته برآورد شده است.

6. BV / MV : BV ، عبارت است از ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه در پایان هر سال. MV ، به عنوان ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه بر مبنای آخرین قیمت سهم در آخرین تعداد سهام منتشره در پایان هر سال مالی محاسبه گردیده است. در نهایت نسبت BV / MV بر مبنای لگاریتم، منظور شده است.

7. اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم دارایی‌های شرکت در پایان هر سال مالی؛

8. اقلام تعهدی: عبارت است از تغییرات سرمایه در گردش منهای استهلاک دارایی‌های ثابت که با تقسیم بر مجموع دارایی‌ها مقیاس‌زدایی شده است.

ج- اندازه‌گیری متغیرهای کنترلی

هو و همکاران (2005) به صورت مقتصدانه اقدام به توصیف شدت عواملی نمودند که مانع از انعکاس به هنگام اطلاعات در قیمت سهام و تعدیل به هنگام قیمت‌ها یا اصطکاک بازار می‌شود متغیرهای مورد بررسی به عنوان اصطکاک‌های موجود در بازار به سه گروه تفکیک شد. گروه اول، ویژگی‌های شرکت (شامل، اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار) گروه دوم، حساسیت سرمایه‌گذاران به سهم مورد نظر (درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، تعداد تحلیل‌گران، تعداد سهامداران، تعداد کارکنان و هزینه تبلیغات) و گروه سوم، متغیرهای نقدینگی (شامل، حجم معاملات، گردش معاملات، نقدشوندگی و تعداد روزهای معاملاتی) انتخاب شدند. با توجه به اینکه متغیرهای کنترل متغیرهایی هستند که چند متغیر دیگر را تحت کنترل دارد به همین دلیل برای بررسی اثرات آنها بر سرعت تعدیل قیمت‌ها این متغیرها در غالب متغیرهای کنترلی تعریف و در پژوهش مورد استفاده قرار گرفت.

1. میزان مالکیت نهادی ($InstOwn$): مطابق تعریف ارایه شده و مورد استفاده در پژوهش‌های روبین (2007) و کوئو (2009)، برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست آمده است (رحمانی و

- همکاران، 1389). سپس از طریق لگاریتم یک به علاوه درصد مالکیت نهادی به دست آمده برای هر شرکت در هر سال متغیر مورد نظر محاسبه می‌شود.
2. **گردش معاملات (Turn):** گردش معاملات عبارتست از متوسط تعداد سهام معامله شده در طی هر سال تقسیم بر کل سهام منتشر شده در آن سال و سپس لگاریتم این متغیر در پژوهش منظور شده است.
3. **روزهای معاملاتی (Traday):** عبارتست از تعداد روزهایی که سهام شرکت در طی سال مورد معامله قرار گرفته است.
4. **تعداد کارکنان (Empl):** عبارت است از تعداد کارکنان گزارش شده در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی در هر سال، که از طریق لگاریتم یک به علاوه تعداد کارکنان متغیر مورد نظر محاسبه می‌شود.
5. **هزینه تبلیغات (Adv):** این متغیر بر مبنای آنچه که در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی سالانه‌ی هر شرکت ارایه شده است، استخراج و بر مبنای لگاریتم یک به علاوه هزینه تبلیغات در تحقیق منظور شده است.

د - جامعه آماری، نمونه و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی 1381 تا 1387 است. برای تعیین نمونه مورد مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه آماری یاد شده انتخاب شده‌اند که:

- 1- پیش از سال 1380 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و سهام آنها در طی تمامی سال‌های مورد بررسی در بورس اوراق بهادار معامله شده باشد.
 - 2- داده‌های مورد نیاز تحقیق در هر سال در دسترس باشد.
- با مد نظر قرار دادن محدودیت‌های فوق و بر اساس اطلاعات موجود ابتدا 205 شرکت، آنگاه پس از حذف شرکت‌هایی که سهام آنها طی دوره تحقیق مورد معامله قرار نگرفته بود؛ 165 شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است.

ه - جمع آوری و پردازش داده‌ها

به دلیل آنکه روش انجام این پژوهش به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی شرکت‌ها در ارتباط است اطلاعات از منابع مختلفی از جمله صورت‌های مالی، لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق

بهادار، نرم‌افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین گردآوری شده‌اند. برای پردازش اطلاعات از نرم افزار Excel و Spss استفاده شده است.

یافته‌های تحقیق

1- آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

جدول 1 آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نمایش می‌دهد.

جدول (1): آمار توصیفی متغیرها

تعداد مشاهدات: 1155		حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار
متغیر وابسته	شاخص تأخیر	-4.26	1	0.722	0.818	0.325
متغیرهای وابسته	سود غیر منتظره	0.000	560194	2.047	1.048	3.912
	کیفیت اقلام تعهدی	-1.35	1.158	-0.001	-0.001	0.136
	توالی زیان	0.000	1	0.020	0.000	0.092
متغیرهای کنترلی	مالکان نهادی	0.000	0.943	0.218	0.250	0.091
	تعداد کارکنان	0.000	4.329	2.534	2.569	0.556
	هزینه تبلیغات	0.000	5.08	1.328	0.537	1.464
	گردش معاملات	0.000	4.458	0.054	0.028	0.143
	روزهای معاملاتی	0.000	238	112.87	111	67.25

همان طور که در جدول 1 آمده است و با توجه به حداکثر میزان شاخص تأخیر در تعدیل قیمت سهم، تعدیل قیمت سهم با تأخیر زیادی همراه بوده است.

جدول 2 همبستگی پیرسون (قطر بالا) و اسپیرمن (قطر پایین) بین متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد. ضریب همبستگی پیرسون در مورد روندهای خطی‌ای که در ارتباط بین متغیرها عامل اخلاص وجود دارد، دچار سوگیری می‌شود؛ درحالی که ضریب همبستگی اسپیرمن در صورت وجود روند خطی یکنواخت در ارتباط بین متغیرها به نحو صحیح این رابطه را شناسایی و بیان می‌کند، از این رو به طور همزمان همبستگی بین متغیرها بر اساس ضرایب همبستگی اسپیرمن و پیرسون مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول (2): همبستگی پیرسون (قطر بالا)، اسپیرمن (قطر پایین)

متغیرها	شاخص تأخیر	سود غیر منتظره	کیفیت اقلام تعهدی	توالی زیان	مالکان نهادی	تعداد کارکنان	هزینه تبلیغات	گردش معاملات	روزهای معاملاتی
شاخص تأخیر	1	*-0.08	0.043	-0.005	*-0.05	0.021	*-0.05	-0.001	*-0.13
سود غیر منتظر	-0.02	1	-0.001	-0.048	0.003	-0.05	-0.006	0.001	0.071
کیفیت اقلام تعهدی	0.016	0.021	1	0.026	-0.012	-0.03	0.028	0.025	-0.002
توالی زیان	-0.02	*-0.07	-0.006	1	0.036	*0.055	*-0.06	0.014	-0.136
مالکان نهادی	0.002	-0.02	0.001	*0.05	1	0.008	*0.075	0.025	*0.07
تعداد کارکنان	0.015	0.05	-0.046	*0.0561	0.048	1	0.164	0.005	0.023
هزینه تبلیغات	-0.024	0.01	*0.050	*-0.063	*0.105	*0.144	1	*-0.1	-0.016
گردش معاملات	*-0.1	0.004	-0.029	-0.016	*-0.13	0.020	*-0.09	1	*0.16
روزهای معاملاتی	*-0.1	*0.09	-0.033	*-0.153	*-0.1	*0.086	-0.01	*0.478	1

* در سطح اطمینان 99% معنادار هستند.

پیش از آزمون فرضیات تحقیق در ابتدا مفروضات رگرسیون خطی اعم از صفر بودن میانگین خطاها، نرمال بودن توزیع متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون دوربین - واتسون در مورد استقلال خطاها با وجود مقدار آماره این آزمون برابر 2/8 دلالت بر استقلال خطاها دارد. جهت بررسی نرمال بودن خطاها از نمودار هیستوگرام توزیع خطاها استفاده شده است. با مقایسه نمودار توزیع فراوانی خطاها و نمودار توزیع نرمال مشاهده شد که توزیع خطاها نرمال است.

در این تحقیق داده‌های سال - شرکت بر اساس شاخص تأخیر در پنج طبقه دسته‌بندی شدند تا ارتباط تک متغیره بین تأخیر در تعدیل قیمت سهم با متغیرهای کیفیت حسابداری و سایر متغیرهای کنترلی سنجیده شود. هدف این آزمون تعیین هرگونه ارتباط غیرخطی بالقوه بین شاخص تأخیر و متغیرهای کیفیت حسابداری است. جدول 3 نشان می‌دهد که با افزایش شاخص تأخیر، هیچ یک از متغیرهای مستقل در 5 طبقه یاد شده به صورت یکنواخت تغییر نمی‌کنند. بنابراین احتمال وجود رابطه غیرخطی بین شاخص تأخیر و متغیرهای کیفیت حسابداری و سایر متغیرهای کنترلی وجود دارد.

جدول (3): تحلیل تک متغیره شاخص تأخیر

روزهای معاملاتی	گردش معاملات	هزینه تبلیغات	تعداد کارکنان	مالکان نهادی	توالی زیان	کیفیت اقدام تعهدی	سود غیر منتظره	شاخص تأخیر	پنجک
105	0.049	1.345	2.562	0.22	0.015	0.004	1.877	0.994	بالا
108	0.065	1.244	2.552	0.211	0.025	0.001	1.634	0.944	4
105	0.047	1.217	2.506	0.216	0.017	0.009	2.185	0.822	3
111	0.051	1.341	2.524	0.216	0.024	0.002	1.965	0.725	2
128	0.054	1.388	2.507	0.229	0.016	-0.010	2.61	0.283	پایین

جدول 4 آماره F، ضرایب ناشی از برآورد رگرسیون، توان تبیین و استقلال خطاها را در رگرسیون‌های چند متغیره عنوان شده نمایش می‌دهد.

همان طور که مشاهده می‌شود، آماره F در هر دو مدل برازش شده در سطح اطمینان 99% معنادار است.

جدول 4 نتایج برآورد را در دو بخش نشان می‌دهد. در بخش اول، برازش مدل فقط در سطح متغیرهای کیفیت حسابداری صورت می‌گیرد و در بخش دوم با مجموعه‌ی کاملی از متغیرهای کیفیت و کنترلی مدل برازش شده است. تخمین ضریب تعیین در دو مدل به ترتیب 1% و 3.5% است که نشان می‌دهد؛ بین عامل تأخیر در تعدیل قیمت سهام و متغیرهای کیفیت حسابداری و سایر متغیرهای کنترلی عنوان شده ارتباط ضعیفی وجود دارد.

در این قسمت نتایج حاصل از مدل کامل که مشتمل بر متغیرهای کیفیت حسابداری و متغیرهای کنترلی است، مورد بررسی قرار می‌گیرد. کیفیت اقدام تعهدی در سطح اطمینانی بیش از 95% مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد شرکت‌هایی با کیفیت ضعیف اقدام تعهدی از تأخیر بیشتری در قیمت سهم برخوردار هستند. سود غیر منتظره در سطح اطمینان بیش از 95% منفی و معنادار است، این نتیجه بیان‌کننده این موضوع است که در شرکت‌هایی که میزان سود غیرمنتظره آن‌ها کمتر باشد، تأخیر بیشتری در انعکاس اطلاعات وجود دارد. دلیل این ارتباط را می‌توان به بیش واکنشی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در برابر اخبار غیرمنتظره نسبت داد. متغیر توالی زیان معنادار نمی‌باشد.

در بین متغیرهای کنترلی که معرف توجه سهامداران می‌باشند، (درصد مالکیت سهامداران نهادی، تعداد کارکنان و میزان آگهی و تبلیغات)؛ فقط میزان متغیر آگهی و تبلیغات منفی و معنادار است که نشان می‌دهد؛ سطح بیشتر متغیر یاد شده باعث جلب توجه بیشتر سهامداران، غنای محیط اطلاعاتی شرکت و کاهش تأخیر انعکاس اطلاعات در قیمت سهم می‌شود.

در این تحقیق با پیروی از ماسکوویتز، کالن و همکاران¹ میزان نقدشوندگی سهام با کاربرد متغیرهای گردش معاملات و تعداد روزهای معاملاتی کنترل شده است. اما فقط متغیر تعداد روزهای معاملاتی در سطح اطمینان بیش از 99% منفی و معنادار است که عنوان می کند سهامی که کمتر معامله می شوند به طور متوسط در انعکاس اطلاعات دارای تأخیر بیشتری می باشند

جدول (4): نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

مدل			$D_{i,t} = a_t + b_{1,t} AQ_{i,t} + b_{2,t} loss_{i,t} + b_{3,t} ES_{i,t} + \sum b_{j,t} controls_{j,i,t} + e_{i,t}$			$D_{i,t} = a_t + b_{1,t} AQ_{i,t} + b_{2,t} loss_{i,t} + b_{3,t} ES_{i,t} + e_{i,t}$		
متغیرهای مستقل	ضرایب	آماره t	سطح معناداری آماره	ضرایب	آماره t	سطح معناداری آماره	ضرایب	آماره t
ضریب ثابت	0.748	80.447	*0.000	-0.006	-2.527	*0.012	0.094	2.229
سود غیر منتظره	-0.006	-2.527	*0.012	0.094	2.229	*0.026	-0.033	-0.382
کیفیت اقلام تعهدی	0.094	2.229	*0.026	-0.033	-0.382	0.703	-0.004	-0.004
توالی زیان	-0.033	-0.382	0.703	-0.004	-0.004	-0.004	-0.103	-0.760
مالکان نهادی	-0.004	-0.004	-0.004	-0.103	-0.760	-0.103	0.000	-3.244
تعداد کارکنان	-0.004	-0.004	-0.004	-0.103	-0.760	-0.103	0.000	-3.244
هزینه تبلیغات	-0.010	-1.758	*0.079	-0.010	-1.758	*0.079	0.000	-3.244
گردش معاملات	-0.103	-0.760	0.448	-0.103	-0.760	0.448	0.000	-3.244
روزهای معاملاتی	0.000	-3.244	*0.001	0.000	-3.244	*0.001	0.000	-3.244
مدل	تحلیل واریانس		توان تبیین	استقلال خطاها	تحلیل واریانس		توان تبیین	استقلال خطاها
	آماره F	سطح معناداری	R ²	آماره F	سطح معناداری	R ²	آماره F	سطح معناداری
	3.932	*0.008	1%	1.54	4.586	*0.000	3.5%	1.8

* در سطح اطمینان 95% معنادار هستند.

2- ارتباط بین تأخیر قیمت سهام و قابلیت پیش‌بینی بازده‌های آتی

شرکت‌هایی که دارای تأخیر در تعدیل قیمت سهم می‌باشند، عموماً توسط سرمایه‌گذاران نادیده گرفته می‌شوند، سهام این شرکت‌ها عموماً از نقدشوندگی پایینی برخوردار هستند و عمدتاً کیفیت سیستم حسابداری این شرکت‌ها ضعیف است. تأخیر در تعدیل قیمت سهم، باعث تحمیل ریسک انتخاب معکوس در معاملات سهامی می‌شود که دارای تأخیر می‌باشند. بنابراین به دلیل تحمل ریسک انتخاب معکوس، سهامداران بازدهی بیشتری را برای جبران ریسک به عنوان صرف ریسک مطالبه می‌کنند. به منظور تفکیک عامل تأخیر قیمت، که مربوط به متغیرهای حسابداری است از معادله‌ی رگرسیون ذیل استفاده شده است. در این معادله ضرایب b_1 تا b_3 از برآورد معادله‌ی رگرسیون فرضیه‌ی اول که مشتمل بر متغیرهای حسابداری و کنترلی است، به دست آمده‌اند.

$$D_{i,t} = a_t + b_{1,t}AQ_{i,t} + b_{2,t}LOSS_{i,t} + b_{3,t}ES_{i,t}$$

برای بررسی ارتباط بین شاخص تأخیر قیمت مربوط به مولفه‌های حسابداری با پیش‌بینی بازدهی آتی از رگرسیون پنل استفاده شده است. به این منظور، میانگین بازده‌های پیش‌بینی شده به عنوان متغیر وابسته و شاخص تأخیر مربوط به متغیرهای حسابداری و غیر حسابداری و سایر متغیرهایی که در ادبیات برای پیش‌بینی بازده‌های آتی بیان شده‌اند (بتأ؛ اندازه‌ی شرکت؛ بازده ماه گذشته؛ مجموع بازده‌های فاصله‌ی زمانی بین $t-12$ تا $t-2$ ، مجموع بازده‌های فاصله‌ی زمانی بین $t-36$ تا $t-13$ و اقلام تعهدی) با استفاده از دو مدل ارایه شده در جدول 5، برازش شده است.

نتایج جدول شماره 5، نشان دهنده‌ی معناداری آزمون F در سطح اطمینان 95% در هر دو مدل می‌باشد، بنابراین هر دو مدل برازش شده معنادار هستند.

در مرحله‌ی اول، شاخص تأخیر کل، به عنوان متغیر مستقل در مدل وارد شده است و در مرحله‌ی دوم شاخص تأخیر کل، به دو مولفه‌ی تأخیر مربوط به کیفیت اطلاعات حسابداری (D_{acct}) و تأخیر ناشی از سایر عوامل ($D_{nonacct}$) تفکیک شده و در پیش‌بینی بازده‌های آتی به عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار گرفته است. شاخص تأخیر کل، ارتباط منفی غیر معناداری با بازده آتی دارد. این امر مبین این واقعیت است که شاخص تأخیر، قدرت پیش‌بینی بازدهی‌های آتی را ندارد که با توجه به سطح پایین ضریب تعیین 3.5% در آزمون فرضیه‌ی اول، توجیه می‌شود. هنگامی که شاخص تأخیر کل به دو عامل D_{acct} و $D_{nonacct}$ تجزیه می‌شود؛ هر دو شاخص یاد شده با بازده‌های پیش‌بینی شده، ارتباط منفی غیر معناداری را نشان می‌دهند. این موضوع عنوان می‌کند که بازده‌های آتی شرکت‌هایی که

تأخیر در تعدیل قیمت سهام آن‌ها، از کیفیت پایین اطلاعات حسابداری ناشی می‌شود، قابلیت پیش‌بینی ندارند.

جدول (5): نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$Ret_t = g_t + g_{1,t} D_{nonacct} + g_{2,t} D_{acct} + g_{3,t} b + g_{4,t} BV / MV + g_{5,t} Size + g_{6,t} Accruals + g_{7,t} Ret_{(-1)} + g_{8,t} Ret_{(-12,-2)} + g_{9,t} Ret_{(-36,-13)}$				$Ret_t = g_t + g_{1,t} b + g_{2,t} BV / MV + g_{3,t} Size + g_{4,t} Accruals + g_{5,t} Ret_{(-1)} + g_{6,t} Ret_{(-12,-2)} + g_{7,t} Ret_{(-36,-13)}$			مدل
سطح معناداری آماره	آماره t	ضرایب	سطح معناداری آماره	آماره t	ضرایب	متغیرهای مستقل	
0.000*	3.960	26.920	0.000*	3.891	26.345	ضریب ثابت	
0.332	0.971	0.750	0.342	951.	0.734	بنا	
0.466	0.730	0.117	0.47	0.723	0.116	اقدام تعهدی	
0.000*	-3.516	-4.043	0.001*	-3.417	-3.891	اندازه‌ی شرکت	
0.013	-2.495	-4.575	0.011*	-2.562	-4.689	لگاریتم ارزش دفتری به ارزش بازار	
0.042*	2.034	0.068	0.04*	2.055	0.069	بازدهی (-1)	
0.000*	9.661	0.125	0.000*	9.755	0.126	بازدهی (-2 تا -12)	
0.146	-1.454	-0.008	0.153	-1.430	-0.008	بازدهی (-13 تا -36)	
			0.251	-1.149	-2.446	شاخص تأخیر	
0.136	-1.492	-4.253				شاخص تأخیر کیفیت اقدام حسابداری	
0.257	-1.134	-2.414				شاخص تأخیر سایر اقدام	
استقلال خطاها	توان تبیین	تحلیل واریانس	استقلال خطاها	توان تبیین	تحلیل واریانس	مدل	
آماره‌ی دوربین واتسون	R2	سطح معناداری آماره	آماره‌ی دوربین واتسون	R2	سطح معناداری آماره		
1.50	12.9%	0.000*	1.50	12.8%	0.000*	20.292	
*در سطح اطمینان 95% معنادار هستند							

همچنین در جدول شماره 5 مشاهده می‌شود، اندازه شرکت، رابطه‌ی منفی و معناداری با بازدهی آتی دارد. از آن جا که در مورد شرکت‌های کوچک منابع اطلاعاتی اندکی وجود دارد، ریسک گزینش معکوس در معاملات سهام این شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاران تحمیل می‌شود. بنابراین سرمایه‌گذاران برای جبران این ریسک، انتظار کسب بازدهی بالاتری دارند. لگاریتم نسبت ارزش

دفتری به ارزش بازار نیز به طور منفی و معناداری با بازده‌های آتی در ارتباط است. یافته‌های تحقیق مجتهدزاده و همکاران (1385) در مورد آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ، مویده نتایج این تحقیق است و عنوان می‌کند که همراهی عامل اندازه با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار منجر به رابطه معکوس بین این عوامل با بازده‌های آتی می‌گردد. بازده‌های ماه گذشته و مجموع بازده‌های فاصله زمانی بین $t-12$ تا $t-2$ که برای کنترل اثرات بازگشتی بازده ماهانه جگادیش (1990) و کنترل اثرات شتاب جگادیش و همکاران (1993) به کار رفته است، ارتباط مثبت و معناداری با بازدهی‌های آتی دارند.

نتیجه‌گیری

گزارش‌های مالی منتج از سیستم اطلاعاتی حسابداری به عنوان یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس در بازارهای سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرند. کیفیت ضعیف اطلاعات حسابداری پیامدهای متعددی دارد. در این پژوهش، ارتباط کیفیت ضعیف سیستم اطلاعاتی با شاخص تأخیر بررسی شد. بدین منظور از شاخص تأخیر ماسکویتز، برای اندازه‌گیری تأخیر تعدیل قیمت سهم در برابر اطلاعات استفاده شد. برای بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری، سه متغیر سود غیرمنتظره، کیفیت اقلام تعهدی و توالی زیان به کار رفت. روابط متغیرها، در قالب دو مدل، مورد بررسی قرار گرفت. در مدل نخست فقط متغیرهای حسابداری و در مدل دوم علاوه بر متغیرهای حسابداری، سایر متغیرهای کنترلی نیز آزمون شدند.

با توجه به نتایج، متغیر سود غیرمنتظره (به صورت منفی) و متغیر کیفیت اقلام تعهدی (به صورت مثبت) با شاخص تأخیر رابطه‌ی معناداری دارند. در حالی که متغیر توالی زیان‌ها، دارای رابطه معناداری با متغیر وابسته یادشده نیست. این نتیجه با یافته‌های تحقیق کالن و همکاران (2010) و ورکچیا (1980)، تطابق دارد و بیانگر اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری از بعد دو متغیر یادشده در سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهم است. اما برخلاف یافته‌های تحقیق کالن و همکاران، متغیر توالی زیان به عنوان یکی دیگر از ابعاد کیفیت اطلاعات حسابداری با شاخص تأخیر رابطه‌ای ندارد. همان طور که در ادبیات تحقیق عنوان شد، تداوم زیان می‌تواند از رویدادهای اقتصادی غیرعادی شرکت، نشأت گرفته باشد، اما با توجه به شرایط شرکت‌ها در ایران، این متغیر ممکن است شاخص مناسبی برای کیفیت اطلاعات حسابداری نباشد.

در میان سایر متغیرها، هزینه تبلیغات (به صورت منفی) و تعداد روزهای معاملاتی (به صورت منفی) با شاخص تأخیر دارای رابطه معنادار هستند. اما سایر متغیرهای کنترلی از قبیل درصد مالکان

نهادی، تعداد کارکنان و گردش معاملات رابطه معناداری با شاخص تأخیر ندارند. نتایج تحقیق کالن و همکاران و هو (2007) به استثنای متغیرهای درصد مالکان نهادی، تعداد کارکنان و هزینه تبلیغات، مؤید نتایج این پژوهش است. با توجه به نتایج این تحقیق به نظر می‌رسد که تعداد کارکنان یک شرکت در جلب توجه سرمایه‌گذاران مؤثر نبوده و لذا بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت تأثیر ندارد. اما هزینه تبلیغات باعث افزایش توجه سرمایه‌گذاران و در نهایت کاهش تأخیر تعدیل قیمت سهام نسبت به اطلاعات می‌گردد.

با توجه به نتایج، شاخص تأخیر کل و نیز تجزیه شاخص تأخیر به دو مؤلفه کیفیت اقلام حسابداری و غیر حسابداری، قدرت پیش‌بینی بازدهی‌های آتی را افزایش نمی‌دهد. این موضوع عنوان می‌کند که سرمایه‌گذاران در معامله سهام شرکت‌های دارای تأخیر، صرف ریسکی را از بابت انتخاب معکوس به علت کیفیت اقلام حسابداری و غیر حسابداری مطالبه نمی‌کنند که بیانگر بی‌توجهی سرمایه‌گذاران به کیفیت اقلام حسابداری در تصمیم‌گیری است و یا این که آنها از روش‌های دیگری اطلاعات مورد نیاز خود را بدست می‌آورند. با توجه به یافته‌های آزمون فرضیه دوم، بازده مورد انتظار با بازده دوره یک ماه گذشته و مجموع بازده ماه‌های دوره زمانی 12- تا 2- دارای ارتباط مثبت و معنادار هستند، این موضوع موید وجود اثرات بازگشتی بازده ماهانه جگادیش (1990) و اثرات شتاب جگادیش و تیمن (1993) است. مجموع بازده ماه‌های دوره زمانی 36- تا 3- دارای ارتباط معناداری با بازده آتی نمی‌باشد که نشانگر عدم بازگشت بازده‌ها در یک افق زمانی بلندمدت است. با توجه به رابطه منفی و معنادار اندازه با بازده‌های آتی، احتمال می‌رود که با توجه به وجود منابع اطلاعاتی متعدد در مورد شرکت‌های بزرگ، اطلاعات در قیمت سهام این شرکت‌ها با سرعت و دقت بیشتری انعکاس یابد، در حالی که در شرکت‌های کوچکتر سرعت و دقت تعدیل قیمت‌ها نسبت به اطلاعات کندتر و کمتر است. به همین دلیل بر مبنای اطلاعات در دسترس عموم، امکان پیش‌بینی بازده‌های آتی در شرکت‌های بزرگ ضعیف است. با توجه به یافته این پژوهش و مطابق نتایج تحقیقات پیشین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار یکی از عوامل مؤثر در تعیین بازدهی‌های آتی می‌باشد. ارتباط غیرمعناداری بین بتا و بازده‌های آتی وجود دارد، در بازار سرمایه ایران هیجانی بودن واکنش سرمایه‌گذاران در برابر اخبار مختلف باعث می‌شود عکس‌العمل‌های مثبت و منفی شدیدی بروز کند و بتا عامل مؤثری در پیش‌بینی‌پذیری بازدهی نباشد. بر طبق نتایج تحقیق کیفیت اقلام تعهدی در پیش-بینی بازدهی‌های آتی عامل مؤثری نمی‌باشد که نشانگر کاهش نقش اقلام حسابداری در بازار سرمایه ایران است.

منابع و مأخذ:

1. دیانتی دیلمی، زهرا. 1388. "ارایه الگوی کیفیت اطلاعات مالی با توجه به عامل سازمانی شرکت-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانشگاه تربیت مدرس، پایان نامه .
2. رحمانی، علی، علی حسینی، نرگس رضاپور. 1389. "رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 17 شماره 61.
3. مجتهدزاده، ویدا، مریم طارمی. 1385. "آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران جهت پیش‌بینی بازده سهام"، پیام مدیریت، شماره 17 و 18.
4. Callen, Jeffrey, Mozaffar Khan and Hai Lu. 2010. "Accounting quality, stock price delay and future stock returns". SSRN Working Paper, available at <http://ssrn.com>.
5. Callen, Jeffrey, Suresh Govindaraj and Lin Xu. 2000. "Large time and small noise asymptotic results for mean reverting diffusion processes with applications", *Economic Theory*, 16:401-419.
6. Deaconu Adela, Filip Crina, Buiga Anuta, 2008. "Solution for measuring the quality of the accounting information". Working paper.
7. Doukas, J.A., Maknight, P. J., 2005. "European momentum strategies, information diffusion, and investor conservatism". *European Financial Management* 11,313-338.
8. Healy, P., Palepu, k., 2001. "A review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting & Economics*.
9. Hsieh. Tzung-Yuan, Chia-Hao Lee and Li Cheng. 2010. "Financial reporting quality and speed of price adjustment". *International Research Journal of Finance and Economics*, 134-144.
10. Hou, K. Moskowitz, T.J, 2005. Market Friction, "Price delay and the cross-section of expected returns". *Review of Financial Studies* 18, 981-1020.
11. Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia, 2007a. "Accounting information, disclosure, and the Cost of Capital". *Journal of Accounting Research* 45 (2007), 385-420.
12. Lee Gemma, Masulis Ronald, 2008. "Seasend equity offerings, quality of accounting information and expected flotation costs". *Journal of financial economics*.
13. Lim.Kian-Ping.2010. The "Speed of Stock Price Adjustment to market-wide information". SSRN Working Paper, available at <http://ssrn.com>.
14. Lim. Audrey, Jothee Sinnakkannu.2010. "Empirical analysis on the speed of stock price adjustment to firm specific and market wide announcements: evidence from Malaysian stock market". SSRN Working Paper, available at <http://ssrn.com>.

15. Mech, T. S, 1993. "Portfolio Return Autocorrelation", Journal of Financial Economics, 34,1151-1168.
16. Mello-e-Souza Carlos, 2000."Quality of accounting information and international comparisons". Working paper.