



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال یازدهم / شماره چهل و یکم / بهار ۱۴۰۱

## بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و بازده سهام رشدی و ارزشی مبتنی بر الگوی شش عاملی هاگن

غلامرضا سلیمانی امیری

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران،  
gh\_soleymani@alzahra.ac.ir

وحید افتخاری

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه، تهران، ایران،  
vahid.eftekhari.90@gmail.com

فاطمه دانشیار

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران، نویسنده مسئول  
daneshyar.fatemeh@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۴/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۰/۲۹

### چکیده

در پژوهش حاضر، رابطه بین کیفیت حسابرسی و بازده سهام رشدی و ارزشی به صورت تجربی و با رویکرد الگوی رگرسیونی لجستیک مورد بررسی قرار گرفت. کیفیت حسابرسی با استفاده از دو معیار نوع اظهارنظر حسابرس و اندازه مؤسسه حسابرسی مورد سنجش قرار می‌گیرد و تفکیک سهام به رشدی و ارزشی با استفاده از الگوی هاگن انجام شد. همچنین، اندازه شرکت، نسبت اهرمی و نسبت سودآوری به عنوان متغیرهای کنترلی، وارد الگوی پژوهش شدند. نمونه پژوهش، مشتمل بر ۸۰ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۵ است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که کیفیت حسابرسی با شامل بازده سهام رشدی و ارزشی براساس قیمت به درآمد هر سهم، بازده دارایی، قیمت به ارزش دفتری سهم و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری داشته است.

واژه‌های کلیدی: کیفیت حسابرسی، سهام رشدی، سهام ارزشی، الگوی هاگن.

## ۱- مقدمه

سهامداران و سرمایه‌گذاران همواره در پی اطلاعات هستند که آنان را در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری و مناسبترین پورتفوی، یاری کند. یکی از مباحث مهمی که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، کیفیت اطلاعات حسابداری است (احمدی و جمالی، ۱۳۹۲). پژوهشگران مالی، همواره به دنبال متغیرهایی هستند که بتوانند از طریق آنها، بازده سهام را برای دوره‌های آتی با درصد اطمینان بیشتری نسبت به متغیرها و مدل‌های قبلی پیش‌بینی کنند (هندریکسن و بردا<sup>۱</sup>، ۱۹۹۱). روش انتخاب سهام مناسب برای سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این زمینه دو استراتژی مختلف گزینش وجود دارد، که عبارتند از سرمایه‌گذاری ارزشی و سرمایه‌گذاری رشدی (اسلامی‌بیدگلی، فلاح‌پور و سیزواری، ۱۳۹۱).

از طرف دیگر چالش‌های ناشی از مسئله نمایندگی و تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران باعث تقاضا برای کنترل می‌شود. اطلاعات صورت‌های مالی یک شرکت ممکن است برای کاهش هزینه‌های نمایندگی مورد استفاده قرار گیرد (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup>، ۱۹۷۶). در این راستا، برای حمایت بیشتر از استفاده‌کنندگان بیرون سازمانی و اطمینان از کیفیت بالای اطلاعات منتشر شده توسط شرکت، حسابرسان مستقل که توسط مجامع عمومی صاحبان سهام انتخاب می‌شوند با رسیدگی به اسناد، مدارک و شواهد پشتوانه صورت‌های مالی، تقلب و سوء جریان‌های احتمالی دارای تأثیر مستقیم بر صورت‌های مالی را کشف و نسبت به صورت‌های مالی تهیه شده توسط مدیران شرکت‌ها، اظهار نظر حرفه‌ای ارائه می‌کنند. حسابرسی از طریق اعتباردهی به صورت‌های مالی موجب می‌شود تا قابل اتکا بودن اطلاعات گزارش شده افزایش یافته و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را به وسیله اعطای اعتبار به صورت‌های مالی کاهش می‌دهد و یک شیوه نظارتی مناسبی است که به وسیله شرکت‌ها برای کاهش هزینه‌های نمایندگی بکار می‌رود (ابدو همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). در واقع حسابرسی، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت و استفاده‌کنندگان می‌شود، تا از این طریق استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی، توانایی ارزیابی و پیش‌بینی عملکرد مالی شرکت را داشته باشند (احمدی و جمالی، ۱۳۹۲) همچنین واکنش بازار نسبت به گزارش‌های مالی صاحب‌کارانی که حسابرسان آنان شهرت بیشتری داشته باشد، مثبت است (هودج، هوبکینس و پیتی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰) بنابراین انتظار می‌رود که کیفیت حسابرسی با بازده سهام رابطه داشته باشد که تحقیقات قبلی از جمله (احمدی و جمالی، ۱۳۹۲؛ تقی‌زاده، فدائی و پهلوان، ۱۳۹۴؛ وکیلان آغوئی، عباس‌زاده و صالحی، ۱۳۹۵) این رابطه را تایید می‌کند اما در هیچ کدام از تحقیق‌های قبلی بازده سهام را به دو دسته رشدی و ارزشی تقسیم نکرده‌اند، بنابراین پژوهش حاضر به دنبال بررسی رابطه کیفیت حسابرسی و بازده سهام رشدی و ارزشی براساس مدل شش عاملی هاگن<sup>۵</sup> می‌باشد. برای اندازه‌گیری بازده سهام رشدی و ارزشی از شش معیار استفاده شده است و کیفیت حسابرسی هم با استفاده از دو معیار نوع اظهار نظر حسابرسان و اندازه حسابرسان اندازه‌گیری شده است که اظهار نظر حسابرسان خود دو نوع اظهار نظر تعدیل شده و تعدیل نشده تقسیم شده است، به طوری که اظهار نظر تعدیل نشده شامل اظهار نظر مقبول می‌باشد و اظهار نظر تعدیل شده، اظهار نظر مشروط، مردود و عدم اظهار نظر را شامل می‌شود. بنابراین در این تحقیق به دنبال پاسخ به این سوال هستیم که آیا بین کیفیت حسابرسی

بالا (پایین) و بازده سهام رشدی (ارزشی) ارتباط معناداری وجود دارد؟ یا به بیانی دیگر، آیا بین اظهارنظر حساسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه مثبت (منفی) و معنی داری وجود دارد یا نه؟ آیا بین موسسه حساسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه مثبت (منفی) و معنی داری وجود دارد؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- سهام رشدی

سهام رشدی سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، بالاتر از میانگین بازار است. سهام رشدی متعلق به شرکت‌هایی است که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و تا حد امکان از توزیع سود خودداری می‌کنند. این شرکت‌ها عموماً دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب هستند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۷). دلیل اصلی سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام رشدی، سرمایه‌گذاری در رشد آینده سودهای شرکت است. سرمایه‌گذاران رشدی، به دنبال سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی هستند که طی دوره‌های زمانی گذشته، رشدی سریع‌تر از حد متوسط داشته‌اند و بنابراین قابلیت رشد بالایی دارند. سرمایه‌گذاری رشدی، به‌طور عمده بازده سرمایه‌گذاری خود را از محل افزایش در قیمت‌های سهام به دست می‌آورند (بنایی‌زاده و کردلویی، ۱۳۹۲).

### ۲-۲- سهام ارزشی

سهام ارزشی، سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، پایین‌تر از میانگین بازار است (فاما و فرنچ، ۲۰۰۳). سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی، به ارزش روز شرکت توجه می‌کنند، بدون آنکه انتظار رشد چشم‌گیر و یا تغییر عمده در سودآوری شرکت داشته باشند. سهام ارزشی متعلق به شرکت‌هایی است که از نظر سودآوری وضعیتی مطلوب دارند، اما بازار، سهام آن‌ها را به‌صورت موقت، زیر ارزش ذاتی ارزش‌گذاری کرده است. بنابراین، انتظار سرمایه‌گذاران این است که بازار این اشتباه در قیمت‌گذاری را کشف کند و قیمت این سهام افزایش یابد.

فاما و فرنچ (۱۹۹۲)، بیان کردند، سهام ارزشی دارای ضریب حساسیت ( $\beta$ ) و نسبت D/E پایین و نسبت‌های D/P، CF/P، S/P، B/P بالاست. که از بین این نسبت‌ها، نسبت B/P به‌طور گسترده‌ای به‌عنوان شاخص ارزش استفاده می‌شود.

یکی از روش‌های تشخیص سهام ارزشی از سهام رشدی مدل شش عاملی هاگن است. این مدل برای تفکیک سهام رشدی از سهام ارزشی از ۶ عامل استفاده می‌کند: (هاگن، ۲۰۰۱).

- نرخ رشد دارایی‌ها
- نرخ رشد ارزش دفتری (نرخ رشد حقوق صاحبان سهام).
- نسبت قیمت به ارزش دفتری P/B

- نسبت قیمت به فروش P/S
- نسبت بازده دارایی‌ها ROA
- نسبت بازده ارزش دفتری (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) ROE (اسلامی‌بیدگلی، فلاح‌پور و سبزواری، ۱۳۹۱).

### ۲-۳- گزارش حسابرس

ایلدنر و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۰) حسابرسی را «جمع‌آوری اطلاعات و ارزیابی مدارک برای تعیین مطابقت با ضوابط تعیین شده و گزارش اطلاعات» تعریف کرده‌اند. «اطلاعات» به موضوع مورد حسابرسی بر می‌گردد، «ضوابط» تعریف شده همان استانداردهای حسابداری است که صورت‌های مالی شرکت بر اساس آن تهیه می‌شود. اینکه رویه‌ها، رهنمودها و استانداردهایی برای تهیه صورت‌های مالی ارائه شده، این نیست که فرآیند تهیه صورت‌های مالی شرکت ثابت و بدون تغییر است بلکه مشخص شدن راهی برای انتخاب رویکردهای حسابداری به صورت مشخص و معین می‌باشد. حسابرس برای ارزیابی صورت‌های مالی، بر اساس استانداردهای حسابرسی به جمع‌آوری «مدارک» نیاز دارد. مدارک می‌تواند شامل «داده‌های الکترونیکی و کتبی معاملات، مکاتبات بیرون سازمانی، مشاهدات کسب شده توسط حسابرس و اظهارات مشتریان» باشد (ایلدنر و همکاران، ۲۰۱۰). حسابرسی از ارکان فرآیند پاسخ‌گویی است، زیرا پاسخ‌گویی مستلزم وجود اطلاعات معتبر و قابل اتکاست و قابلیت اتکای اطلاعات، مستلزم بررسی آن‌ها به دست شخصی مستقل از تهیه‌کننده اطلاعات است. در فرایند پاسخ‌گویی، حسابرس از طریق تعیین اعتبار اطلاعات، ارزش افزوده ایجاد می‌کند. منشاء ارزش حسابرسی صورت‌های مالی را قضاوت حرفه‌ای حسابرس و قضاوت‌های جمعی تشکیل می‌دهد. به اعتقاد کارشناسان، پاسخ تعداد زیادی از موضوعات و ابهامات که زاینده‌ی ماهیت حسابرسی است، تنها با اتکا به قضاوت حرفه‌ای مقدور است (رحیمیان و هدایتی، ۱۳۹۰).

### ۲-۴- حسابرسی و بازده سهام

حسابرسی صورت‌های مالی، از مهم‌ترین ابزارهای حصول اطمینان از شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها به شمار می‌رود و موجب افزایش قدرت پیش‌بینی‌کنندگی اطلاعات حسابداری، مانند نسبت‌های مالی سود هر سهم می‌شود. بنابراین کیفیت این اطلاعات با کیفیت حسابرسی افزایش می‌یابد و بازده آتی که به پشتوانه این اطلاعات به دست می‌آید، به واقعیت نزدیک‌تر خواهد شد. مطالعات پیشین به این نکته اشاره کرده‌اند که کیفیت حسابرسی، می‌تواند پیامدهایی چون افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، قابلیت اتکای اقلام تعهدی و کیفیت سود را داشته باشد (احمدی و جمالی، ۱۳۹۲). حسابرسی یک فرایند بررسی است که توان تولید اطلاعات قضاوتی مفید دارد و عموماً منجر به تولید اطلاعات جدید اقتصادی نمی‌شود، بلکه می‌توان ارزش اطلاعات اقتصادی تهیه شده بوسیله فرایند حسابداری را تأیید نمایند و با عدم تأیید خود باعث کاسته شدن ارزش اطلاعات تهیه شده گردد. در واقع برای سهامداران آگاه نتیجه ارزیابی شرکتها توسط حسابرسان دارای پیام ویژه‌ای است. اگر تعداد اینگونه

سهامداران از اکثریت قابل توجه برخوردار باشد انتظار این است که موارد مشروط، مردود یا عدم اظهار نظر تأثیر منفی بر روی بازده قیمت سهام بگذارد (قائد امینی و حسینی، ۱۳۹۲).

## ۲-۵- پیشینه پژوهش

کیچم، چانگ و فیرس<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) نشان داده‌اند که تفاوت اثربخشی موسسه‌های حسابداری بزرگ با موسسه‌های حسابداری کوچک، از تضاد بین انگیزه مدیران شرکت‌ها و حساب‌رسان در گزارشگری نشئت می‌گیرد. آنان دریافتند که موسسه‌های حسابداری بزرگ در پیش‌گیری از دستکاری سود، نسبت به موسسه‌های کوچک اثربخشی بیشتری دارند که خود موجب افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری می‌شود. از این رو توانایی پیش‌بینی کنندگی اطلاعات حسابداری برای بازده آتی افزایش می‌یابد.

جان و لویز<sup>۹</sup> (۲۰۰۶) رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری را با بازده آتی سهام بررسی کردند و نشان دادند کیفیت اطلاعات حسابداری با حجم زیاد اقلام تعهدی کاهش می‌یابد و موجب کاهش بازده سهام برای دوره‌های گزارشگری مالی بعدی خواهد شد، بنابراین کیفیت حسابداری، کیفیت گزارشگری مالی را افزایش می‌دهد و اطمینان سرمایه‌گذاران را نسبت به صحت اطلاعات آتی افزایش می‌دهد.

لی و رودن<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۷) نشان دادند حسابداری با کیفیت بالاتر، رابطه مثبت و معناداری با دقت پیش‌بینی بالاتر سود دارد. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که موسسه‌های حسابداری بزرگ؛ شرکت‌ها را به ارائه‌ی پیش‌بینی‌های دقیق‌تر سود ترغیب کنند. سرمایه‌گذاران با پیش‌بینی سودی که مدیریت ارائه می‌کند؛ اقدام به پیش‌بینی بازده می‌کنند؛ هر چه کیفیت حسابداری افزایش یابد، کیفیت اطلاعات حسابداری افزایش می‌یابد، بنابراین پیش‌بینی که به پشتوانه این اطلاعات در مورد بازده صورت می‌گیرد، از خطای کمتری برخوردار است.

کوردیو و ماچادو<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۳) استراتژی سهام رشدی و ارزشی را مورد مطالعه قرار دادند. سهام رشدی و ارزشی بر حسب دو معیار نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و نیز نسبت جریان‌های نقدی از یکدیگر تفکیک گردید. یافته‌ها حاکی از آن بود که بر حسب هر دو طبقه‌بندی، سودآوری سهام رشدی بیش‌تر از سهام ارزشی است.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۰) رابطه کیفیت حسابداری و اختلاف قیمت خرید و فروش سهام را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش آنان نشان داد که بین موسسه‌های بزرگ حسابداری و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، رابطه معناداری وجود ندارد؛ اما بین تعداد سال‌های متوالی حسابداری و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

سجادی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی تأثیر کیفیت حسابداری بر هزینه سرمایه‌ی سهام عادی را بررسی کردند، آنان بازده مورد انتظار دارندگان سهام عادی را به عنوان هزینه سرمایه سهام عادی در نظر گرفتند، برای اندازه‌گیری کیفیت حسابداری از سه شاخص اندازه موسسه حسابداری، تخصص حساب‌رسان در صنعت و تداوم انتخاب حساب‌رسان استفاده کردند، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها برای ۱۲۰ شرکت طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ نشان داد که اندازه‌ی موسسه حسابداری تأثیر معناداری بر هزینه سرمایه‌ی سهام ندارد، اما تخصص حساب‌رسان

صنعت و تداوم انتخاب حسابرس دارای رابطه‌ی منفی با هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام هستند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت کیفیت حسابرسی تاثیر معناداری بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی دارد.

احمدی و جمالی (۱۳۹۲) در پژوهشی به تاثیر کیفیت حسابرسی بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، آنان اطلاعات صد شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ بررسی کردند نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مثبت معناداری بین تخصص حسابرس و اندازه موسسه حسابرسی با بازده آتی سهام وجود دارد و رابطه منفی معناداری بین دوره تصدی حسابرس و بازده آتی سهام وجود دارد.

لاری و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی اثر کیفیت حسابرسی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند، برای سنجش کیفیت حسابرسی از سه معیار اندازه حسابرس، دوره تصدی حسابرس و اظهار نظر حسابرسی کردند. نمونه آماری آنها شامل ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ بود. یافته‌های پژوهش بر اساس تحلیل رگرسیون لجستیک، نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین اندازه حسابرس با بازده سهام وجود داشته و بین اظهار نظر حسابرسی تعدیل شده و بازده سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد و بین دوره تصدی حسابرس و بازده سهام ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود داشته است.

نوروزی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی اثر کیفیت حسابرسی و اندازه شرکت بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند برای سنجش کیفیت حسابرسی از دو معیار اندازه حسابرس، دوره تصدی حسابرس استفاده کردند نتایج آزمون رگرسیون لجستیک نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین اندازه حسابرس و دوره تصدی حسابرس با بازده سهام وجود دارد.

صالحی و زمانی مقدم (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه کیفیت حسابرسی با سه متغیر، نسبت نقدینگی، بازده سرمایه در گردش و ضریب سهام پرداختند. جامعه آماری مورد مطالعه پژوهش آنان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در هشت صنعت بیمه، بانک، زراعت، فرآورده‌های نفت، منسوجات، موادشیمیایی، دارویی بوده است. نتایج نشان داده که میزان وابستگی بین کیفیت حسابرسی و نسبت نقدینگی و ضریب سهام بسیار اندک اما بین کیفیت پایین حسابرسی و بازده سرمایه در گردش رابطه‌ای مثبت وجود داشته است.

تقی‌زاده و همکاران (۱۳۹۴) اثر کیفیت حسابرسی و اندازه شرکت بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای ۱۱۲ شرکت طی سال‌های ۱۹۶ تا ۱۳۹۰ بررسی کردند. آنان برای سنجش کیفیت حسابرسی از دو معیار اندازه حسابرس، دوره تصدی حسابرس استفاده کردند نتایج آزمون رگرسیون لجستیک بیانگر این بود که رابطه مثبت و معنی‌داری بین اندازه حسابرس و دوره تصدی حسابرس با بازده سهام وجود داشته است.

وکیلان آغویی، عباس‌زاده و صالحی (۱۳۹۵) در پژوهشی رابطه بین بازده سهام و کیفیت حسابرسی را در شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند نمونه آماری آنها شامل ۲۴ شرکت

در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۷ بود. نتایج تحلیل رگرسیون خطی چند گانه حاکی از آن ابود که بین بازده غیرعادی و کیفیت حسابرسی رابطه مثبت و معناداری وجود داشته اما بین بازده واقعی و کیفیت حسابرسی رابطه معناداری وجود نداشته است سایر یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین بازده دارایی‌ها و دوره تصدی حسابرس با کیفیت حسابرسی بوده است و در شرایط وجود بازده غیرعادی، تمایل به مدیریت سود کم‌تر و کیفیت حسابرسی بالاتر بوده و در نتیجه سرمایه‌گذاران در صنعت دارویی و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی با اتکای بیشتری نسبت به گزارش‌های حسابرسی می‌توانند تصمیم‌گیری کنند.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و مبتنی بر پژوهش‌های میدانی، از نظر روش، از نوع همبستگی و از نظر روش، در زمره پژوهش‌های پس‌رویدادی است. جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره مورد تحقیق یک دوره ده ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ می‌باشد؛ از کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۸۰ شرکت با حذف مستقیم به عنوان نمونه انتخاب شدند. از آنجا که داده‌های تحقیق حاضر اطلاعات مربوط به ۸۰ شرکت موجود در نمونه طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ می‌باشد، لذا از داده‌های ترکیبی جهت بررسی و تحلیل نتایج استفاده می‌شود و از آنجا که متغیر وابسته تحقیق بازده سهام رشدی و ارزشی، بصورت صفر و یک تعریف شده است که یک متغیر باینری است، بنابراین باید از روش رگرسیون لجستیک مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده نمود، متغیر وابسته در مدل‌های رگرسیون لجستیک باینری، یک متغیر وابسته دوسطحی با مفهوم عضویت یا عدم عضویت در یک گروه، یا بلی یا خیر می‌باشد که به صورت صفر و یا یک ارزش‌گذاری شده است به مدلهایی که این گونه متغیرها در آن لحاظ می‌شوند، مدل‌های انتخاب گسسته می‌گویند که اساساً جزء مدل‌های غیر خطی به شمار می‌روند که یکی از پرکاربردترین آن‌ها مدل لاجیت می‌باشد (رضائی‌تبار و محمدزاده، ۱۳۹۰). مهم‌ترین ویژگی روش رگرسیون لجستیک باینری این است که نیازی به برقراری فروض نرمالیتی و همسانی واریانس نیست.

### ۴- فرضیه‌های پژوهش

با عنایت به مطالب مطرح شده در بخش ادبیات و پیشینه پژوهش و نیز پاسخ‌گویی به سؤال‌های مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش در قالب دو گروه، به شرح زیر تدوین گردیده است:

**فرضیه‌های گروه اول:** بین اظهارنظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.

◀ فرضیه اول: بین اظهارنظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت قیمت به فروش رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.

- ◀ فرضیه دوم: بین اظهار نظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت قیمت به ارزش دفتری رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه سوم: بین اظهار نظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت نرخ بازده دارایی‌ها رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه چهارم: بین اظهار نظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه پنجم: بین اظهار نظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد بالای دارایی‌ها رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه ششم: بین اظهار نظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد بالای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌های گروه دوم:** بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه مثبت (منفی) و معنی داری وجود دارد.
- ◀ فرضیه هفتم: بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت قیمت به فروش رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه هشتم: بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت قیمت به ارزش دفتری رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه نهم: بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت نرخ بازده دارایی‌ها رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه دهم: بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه یازدهم: بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد بالای دارایی‌ها رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.
- ◀ فرضیه دوازدهم: بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد بالای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.

#### ۴-۱- الگوها و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های گروه اول و دوم، به ترتیب الگوهای رگرسیونی لجستیک شماره (۱) و (۲) برآورد گردیده است:  
الگوی ۱:

$$P(\text{returns}) = 1 / \{1 + \text{EXP}[-(\beta_0 + \beta_1 \text{Opinion}_{i,t} + \beta_2 \text{size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{Profitability}_{i,t})]\}$$



الگوی ۲:

$$P(\text{returns}) = 1 / \{1 + \text{EXP}[-(\beta_0 + \beta_1 \text{ Audit size}_{i,t} + \beta_2 \text{ size}_{i,t} + \beta_3 \text{ Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{ Profitability}_{i,t})]\}$$

#### ۲-۴- متغیر مستقل

متغیر مستقل تحقیق کیفیت حسابرسی است که خود به دو دسته نوع اظهار نظر حسابرس و اندازه حسابرس تقسیم می‌شود.

#### نوع اظهار نظر حسابرس

Opinion: متغیر مستقل تحقیق نوع اظهار نظر حسابرس می‌باشد که به دو نوع اظهار نظر تعدیل شده و تعدیل نشده تقسیم شده است، به طوری که اظهار نظر تعدیل نشده شامل اظهار نظر مقبول می‌باشد (عدد ۱) و اظهار نظر تعدیل شده، اظهار نظر مشروط، مردود و عدم اظهار نظر (عدد صفر) را شامل می‌شود.

#### اندازه حسابرس

size Audit: مؤسسات حسابرسی بزرگ‌تر (دارای نام تجاری) حسن شهرت بالایی دارند و این حسن شهرت اعتبار حسابرس را بالا می‌برد و اعتبار حسابرس اطلاعاتی را از توانایی نظارت حسابرس و از این‌رو توانایی حسابرس برای تأثیر گذاردن بر کیفیت اطلاعات به دست می‌دهد. در بیشتر تحقیقاتی انجام شده در ایران سازمان حسابرسی و موسسه مفید راهبرد به‌عنوان مؤسسات حسابرسی بزرگ و مابقی مؤسسات حسابرسی معتمد بورس به عنوان مؤسسات کوچک در نظر گرفته خواهد شد (رحیمیان، رضاپور و اختری، ۱۳۹۰).

#### ۳-۴- متغیر وابسته

#### بازده سهام

$Return_{i,t}$ : نرخ بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

بازده عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر) از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین به سرمایه‌ای که برای بدست آوردن این عایدی در ابتدای دوره مصرف گردیده است، و شامل تغییر در اصل سرمایه (تغییر قیمت سهام) و سود نقدی دریافتی می‌باشد. برای محاسبه نرخ بازده سهام عادی، قیمت سهام عادی را در آخر سال از قیمت آن در دوره در اول همان سال کسر و سپس سود سهام دریافتنی به آن اضافه می‌شود آنگاه حاصل جمع قیمت همان سهم در اول دوره تقسیم می‌شود (دستگیر، گوگردچیان و آدمیت ۱۳۹۴). نرخ بازده سهام بیانگر میزان بازده و منفعتی است که سرمایه‌گذار از خرید سهم خود بدست می‌آورد (دهقان، م فرهادی شریف آباد و فهیمی، ۱۳۹۸).

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + \text{DPS}}{P_{t-1}}$$

در مرحله بعد برای تفکیک بازده سهام به رشدی و ارزشی از مدل شش عاملی هاگن استفاده شده است، بدین صورت که بازده شرکت‌ها براساس نسبت‌های مدل هاگن رتبه بندی شده، بازده شرکت‌های کمتر از مقدار میانه به عنوان سهام ارزشی و مقادیر بالاتر از میانه به عنوان بازده سهام رشدی طبقه‌بندی شده‌اند. (هاگن، ۲۰۰۱).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{قیمت سهم در پایان سال انتخاب نمونه}}{\text{ارزش دفتری سهم}}$$

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{قیمت سهم در پایان سال انتخاب نمونه}}{\text{درآمد هر سهم}}$$

$$ROA = \frac{EBIT - Tax}{\text{میانگین کل دارایی شرکت}}$$

$$ROE = \frac{\text{سود خالص بعد از مالیات}}{\text{میانگین حقوق صاحبان سهام شرکت}}$$

$$\text{رشد دارایی ها} = \frac{[\text{دارایی شرکت در سال } n] - [\text{دارایی شرکت در سال } (n-1)]}{\text{دارایی شرکت در سال } (n-1)}$$

$$\text{رشد حقوق صاحبان سهام} = \frac{[\text{حقوق صاحبان سهام شرکت در سال } n] - [\text{حقوق صاحبان سهام شرکت در سال } (n-1)]}{\text{حقوق صاحبان سهام شرکت در سال } (n-1)}$$

#### ۴-۴- متغیرهای کنترل

##### اندازه شرکت

عبارت است از بزرگ و یا کوچک بودن یک شرکت مورد رسیدگی حسابرس. هرچه اندازه‌ی شرکت بزرگ‌تر باشد، تعداد قراردادهای نظارتی و حاکمیت شرکتی نیز افزایش پیدا می‌کند؛ بنابراین، حسابرسان در ارائه گزارش حسابرسی دقت بیشتری را اعمال می‌کنند. همچنین در شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن سیستم‌های حسابداری و کنترل‌های داخلی مطلوب احتمال دریافت گزارش حسابرسی غیر مقبول پایین خواهد بود (نیکومرام و بادآور، ۱۳۸۸).

## اهرم مالی

این متغیر از طریق نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. اهرم مالی نشان دهنده توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها، خصوصاً بدهی‌های بلندمدت است (پیری، دیدار و دانشیار، ۱۳۹۴).

## سودآوری

شاخصی است که از عملکرد مدیریت شرکت مورد رسیدگی حسابرس. این متغیر از تقسیم سود عملیاتی به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید. معیارهای سودآوری به بیان اثرات تجمیعی نقدینگی، مدیریت دارایی‌ها و بدهی‌ها در واحد تجاری می‌پردازند، لذا نتیجه کلی تمامی استراتژی‌های واحد تجاری را نشان می‌دهند (پیری و همکاران، ۱۳۹۴).

## ۵- یافته‌های پژوهش

### ۵-۱- آمار توصیفی

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها جهت برآورد و تخمین مدل‌ها و بررسی آن‌ها، ابتدا از شاخص‌های توصیفی مربوط به متغیرها استفاده می‌شود. نتایج مربوط به مقدار شاخص‌های توصیفی متغیرها در جدول (۱) گزارش شده است. در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و از شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار و شاخص‌های توزیع همچون چولگی و کشیدگی<sup>۱</sup> انجام پذیرفته است. در این تحقیق بیشترین کشیدگی را نسبت رشد حقوق صاحبان سهام (۴۷۱/۲۴) و کمترین کشیدگی را نوع اظهارنظر حسابرس (۱/۰۴۰) دارد همچنین نوع اظهارنظر حسابرس (۰/۰۰۵) کمترین مقدار انحراف معیار را داشته است لذا بیشترین دقت را دارد.

جدول ۱ آمار توصیفی

| تعداد مشاهدات | احتمال | کشیدگی  | چولگی  | انحراف معیار | کمترین | بیشترین | میانه | میانگین |                        |
|---------------|--------|---------|--------|--------------|--------|---------|-------|---------|------------------------|
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۴۷۱/۲۴  | ۱۷/۷۳  | ۳/۰۴         | -۲۳/۸۹ | ۲۵/۱۴   | ۰/۱۱  | ۰/۲۵۶   | رشد حقوق صاحبان سهام   |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۳۷۱/۵۰  | ۱۶/۱۹۴ | ۰/۴۴         | -۰/۹۴  | ۱۰/۴۲   | ۰/۱۴۰ | ۰/۱۸۹   | رشد دارایی‌ها          |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۲۲۱/۹۵  | ۱۲/۶۹  | ۰/۰۱۱        | -۰/۰۵۰ | ۰/۲۳    | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۱   | بازده حقوق صاحبان سهام |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۲۸۰/۰۶۵ | ۱۴/۵۷۰ | ۰/۰۰۵        | -۰/۰۲۰ | ۰/۱۲    | ۰     | ۰/۰۰۰۶  | بازده دارایی‌ها        |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۳۱۵/۶۰  | ۱۴/۶۹  | ۲/۲۹۵        | ۰/۰۳۰  | ۵/۵۹    | ۰/۹۲  | ۱/۴۲۶   | قیمت به درآمد          |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۲۴۸/۸۸  | ۱۵/۲۸۲ | ۰/۲۶۶        | ۰/۰۰   | ۴/۹۷    | ۰/۰۰  | ۰/۰۲۱۱  | قیمت به ارزش دفتری     |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۱/۰۴۰   | ۰/۲۰   | ۰/۴۹۷        | ۰      | ۱       | ۰     | ۰/۴۵۰   | نوع اظهارنظر حسابرس    |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۱/۵۸۷   | ۰/۷۶۶  | ۰/۴۶۷        | ۰      | ۱       | ۰     | ۰/۳۲۱   | اندازه حسابرس          |

| تعداد مشاهدات | احتمال | کشیدگی | چولگی | انحراف معیار | کمترین | بیشترین | میانه  | میانگین |             |
|---------------|--------|--------|-------|--------------|--------|---------|--------|---------|-------------|
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۳/۸۸۳  | ۰/۹۵۶ | ۱/۴۳۱        | ۱۱/۰۰  | ۱۹/۰۱۰  | ۱۳/۶۸۰ | ۱۳/۹۶۲  | اندازه شرکت |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۶/۶۲۵  | ۳/۷۰۵ | ۰/۱۲۷        | ۰      | ۱/۲۴۰   | ۰/۰۵۰  | ۰/۰۹۲۷  | اهرم مالی   |
| ۸۰۰           | ۰/۰۰۰  | ۱۰۶/۰۴ | ۶/۶۲۵ | ۰/۱۶۰        | -۰/۳۲  | ۲/۸۸۰   | ۰/۱۴   | ۰/۱۶۴   | سودآوری     |

### ۲-۵- بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

به‌کارگیری روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد مدل بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو مانا هستند، برای بررسی مانایی هر یک از متغیرها از آزمون‌های «لیون، لین و چوی» استفاده کرده‌ایم. در این آزمون‌ها اگر احتمال آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد مانا بودن داده‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. نتایج مانایی متغیرهای پژوهش به‌طور مختصر در جدول ۲ ارائه شده است. تمامی متغیرهای پژوهش در دوره موردبررسی در سطح پایا هستند.

جدول ۲ آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

| متغیرها                | آماره  | احتمال | نتیجه        |
|------------------------|--------|--------|--------------|
| بازده سهام             | ۳۳/۶۵۷ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| رشد داراییها           | ۲۸/۹۹۶ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| رشد حقوق صاحبان سهام   | ۲۴/۰۰۸ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| قیمت به ارزش دفتری     | ۱۵/۶۶۶ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| قیمت به درآمد هر سهم   | ۲۱/۰۶۱ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| بازده دارایی           | ۲۴/۸۱۱ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| بازده حقوق صاحبان سهام | ۱۵/۶۶۶ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| نوع اظهار نظر حسابرسان | ۴/۱۴۳  | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| اندازه حسابرسان        | ۱۰/۶۹۴ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| اندازه شرکت            | ۲۲/۱۰۴ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| اهرم مالی              | ۴۹/۳۴۰ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |
| سودآوری                | ۲۳/۳۹۳ | ۰/۰۰۰۰ | متغیر ماناست |

### ۳-۵- آزمون فرضیه‌ها

#### ۳-۱- آزمون فرضیه اصلی اول

بین اظهارنظر حسابرسی تعدیل نشده (تعدیل شده) و بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه مثبت (منفی) و معناداری وجود دارد.

#### جدول ۳ تحلیل فرضیه اصلی اول

| رگرسیون لجستیک داده‌های ترکیبی<br>متغیر وابسته: بازده سهام رشدی و ارزشی |          |                |         |        |
|---|----------|----------------|---------|--------|
| متغیر   | ضرایب    | خطای استاندارد | آماره z | احتمال |
| نوع اظهارنظر و بازده براساس رشد حقوق صاحبان سهام                        | ۰/۰۱۵    | ۰/۰۶۳          | ۰/۱۷۰   | ۰/۸۶۴  |
| نوع اظهار نظر و بازده براساس رشد دارایی‌ها                              | -۰/۰۳۱   | ۰/۰۹۴          | -۰/۳۳   | ۰/۷۳۸  |
| نوع اظهارنظر و بازده براساس قیمت به ارزش دفتری                          | -۰/۱۲۷   | ۰/۱۶۰          | -۰/۷۹۰  | ۰/۴۲۹  |
| نوع اظهارنظر و بازده براساس قیمت به درآمد هر سهم                        | ۰/۱۷۸    | ۰/۰۸۹          | ۱/۹۹۳   | ۰/۰۴۶  |
| نوع اظهارنظر و بازده براساس بازده حقوق صاحبان سهام                      | ۰/۰۳۱    | ۰/۰۳۵          | ۰/۸۸۵   | ۰/۳۷۶  |
| نوع اظهارنظر و بازده براساس قیمت به بازده دارایی                        | ۰/۲۰۲    | ۰/۰۹۸          | ۲/۰۵۱   | ۰/۰۴۰  |
| اندازه شرکت   | ۰/۵۵۹    | ۰/۰۶۱          | ۰/۰۳۸   | ۰/۰۰۰  |
| سودآوری   | -۲/۵۲۴   | ۰/۷۶۰          | -۳/۳۲۰  | ۰/۰۰۰  |
| اهرم مالی   | -۱/۶۵۹   | ۰/۷۳۷          | -۲/۲۵۰  | ۰/۰۲۴  |
| LR chi2   | ۱۱۷/۳۷۲  |                |         |        |
| Prob chi2   | ۰/۰۰۰    |                |         |        |
| Log likelihood  | -۴۴۱/۲۹۰ |                |         |        |
| Pseudo R2   | ۰/۱۱     |                |         |        |

در رگرسیون لاجیت دو معیار برای بررسی نکویی برازش استفاده می‌شود که مهمترین آنها LR است. این معیار مانند آماره F در رگرسیون معمولی عمل می‌کند. مقدار  $X^2$  مربوط به این آماره با درجه آزادی هشت برابر  $۲۹۰/۱۱۷$  است و احتمال مربوط به مدل صفر است. بنابراین فرض عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل اعتماد است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود Log likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار بدست آمده برای این مدل عدد  $۴۴۱/۲۹۰-$  است، بر این اساس نیز مدل معیار و قابل اعتماد است.

تحلیل فرضیه اول نشان می‌دهد که نوع اظهارنظر حسابرسی براساس ضریب رگسیون  $۰/۱۷۸$  و احتمال  $۰/۰۴۶$ ، رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی براساس قیمت به درآمد هر سهم همچنین با ضریب رگسیون  $۰/۲۰۲$  و احتمال  $۰/۰۴$  رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی بر اساس بازده دارایی دارد.

همچنین متغیرهای کنترلی شرکت اعم از اندازه شرکت، سودآوری و اهرم مالی به ترتیب با احتمال ۰/۰۰۰، ۰/۰۰۰ و ۰/۰۲۴ رابطه معناداری با بازدهی سهام رشدی و ارزشی داشته‌اند. اما بین نوع اظهارنظر با سایر متغیرهای مستقل اعم از بازده سهام رشدی و ارزشی براساس حقوق صاحبان سهام، رشد دارایی‌ها، قیمت به ارزش دفتری سود و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه‌ای وجود نداشته است، بنابراین هرچه اظهارنظرهای تعدیل‌نشده حسابرسی افزایش یابد بازده سهام به سمت رشدی سوق پیدا کرده و هرچه اظهارنظرهای تعدیل‌شده گزارش حسابرسی مستقل بیشتر ارائه شود بازده سهام ارزشی شرکت‌ها افزایش پیدا می‌کند، همچنین با افزایش اندازه شرکت بازده سهام رشدی شرکت‌ها افزایش پیدا کرده است اما افزایش سودآوری و اهرم مالی بازده ارزشی سهام را در پی داشته است.

### ۵-۳-۱- آزمون فرضیه اصلی دوم

بین موسسه حسابرسی بزرگ (کوچک) و بازده سهام رشدی (ارزشی) رابطه مثبت (منفی) و معنی داری وجود دارد.

| جدول ۴ تحلیل فرضیه اصلی دوم           |         |                                |                |  |
|---------------------------------------|---------|--------------------------------|----------------|--|
| متغیر وابسته: بازده سهام رشدی و ارزشی |         | رگرسیون لجستیک داده‌های ترکیبی |                |  |
| احتمال                                | آماره z | Std.Error                      | ضرایب          | متغیر  |
| ۰/۸۴۱                                 | -۰/۱۹۹  | ۰/۰۳۸                          | -۰/۰۰۷         | اندازه حسابرسی و بازده براساس رشد حقوق صاحبان سهام   |
| ۰/۰۶۱                                 | -۱/۸۶۸  | ۰/۱۵۲                          | -۰/۲۸۴         | اندازه حسابرسی و بازده براساس رشد دارایی‌ها          |
| ۰/۰۰۰                                 | ۴/۹۵۸   | ۰/۰۹۶                          | ۰/۴۷۹          | اندازه حسابرسی و بازده براساس قیمت به ارزش دفتری     |
| ۰/۴۱۹                                 | -۰/۸۰۷  | ۰/۰۹۵                          | -۰/۰۷۶         | اندازه حسابرسی و بازده براساس قیمت به درآمد هر سهم   |
| ۰/۰۰۰                                 | -۴/۱۸۹  | ۰/۰۳۷                          | -۰/۱۵۷         | اندازه حسابرسی و بازده براساس بازده حقوق صاحبان سهام |
| ۰/۰۱۱                                 | -۲/۵۳۳  | ۰/۰۹۵۵                         | -۰/۲۴۲         | اندازه حسابرسی و بازده براساس بازده دارایی           |
| ۰/۰۰۰                                 | ۹/۴۰۳   | ۰/۰۳۵                          | ۰/۳۳۳          | اندازه شرکت  |
| ۰/۰۰۲                                 | -۲/۹۸۲  | ۰/۴۳۱                          | -۱/۲۸۷         | سودآوری  |
| ۰/۰۳                                  | -۲/۱۶۱  | ۰/۴۱۹                          | -۰/۹۰۷         | اهرم مالی  |
| ۱۱۵/۲۳۷                               |         |                                | LR chi2        |  |
| ۰/۰۰۰                                 |         |                                | Prob chi2      |  |
| -۴۹۹/۹۷۶                              |         |                                | Log likelihood |  |
| ۰/۱۱                                  |         |                                | Pseudo R2      |  |

مقدار  $X^2$  مربوط به این آماره با درجه آزادی هشت برابر  $115/237$  است و احتمال مربوط به مدل صفر است. بنابراین فرض عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل اعتماد است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود Log likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار بدست آمده برای این مدل عدد  $499/976-$  است، بر این اساس نیز مدل معنار و قابل اعتماد است.

تحلیل فرضیه دوم نشان می‌دهد که اندازه حسابرسی براساس ضریب رگسیون  $0/479$  و احتمال  $0/000$ ، رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی براساس قیمت به ارزش دفتری همچنین با ضریب رگسیون  $0/157-$  و احتمال  $0/000$  با بازده سهام رشدی و ارزشی بر اساس بازده حقوق صاحبان سهام و با ضریب  $0/242-$  و احتمال  $0/011$  رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی براساس بازده دارایی دارد. همچنین متغیرهای کنترلی شرکت اعم از اندازه شرکت، سودآوری و اهرم مالی به ترتیب با احتمال  $0/000$ ،  $0/002$  و  $0/03$  رابطه معناداری با بازدهی سهام رشدی و ارزشی داشته‌اند. اما بین اندازه حسابرسی با سایر متغیرهای مستقل اعم از بازده سهام رشدی و ارزشی براساس حقوق صاحبان سهام، رشد دارایی‌ها، قیمت به درآمد هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها رابطه‌ای وجود نداشته است، پس هر چه اندازه حسابرسی بزرگ‌تر باشد، بازده سهام شرکت‌ها براساس قیمت به ارزش دفتری بیشتر رشدی بوده و افزایش بازده صورت گرفته است، اما براساس معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی با افزایش اندازه حسابرسی، بازده شرکت‌ها به سمت ارزشی سوق پیدا کرده است، همچنین با افزایش اندازه شرکت‌ها بازده سهام رشدی افزایش پیدا کرده است اما با افزایش سودآوری و اهرم مالی بازده سهام ارزشی شرکت‌ها افزایش یافته است.

#### ۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

آزمون فرضیه اصلی اول نشان داد که نوع اظهارنظر حسابرسی رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی بر اساس قیمت به درآمد و بازده دارایی و متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سودآوری و اهرم مالی وجود دارد و رابطه بی معنی با سایر عامل‌ها از جمله حقوق صاحبان سهام، رشد دارایی‌ها، قیمت به ارزش دفتری سود و بازده حقوق صاحبان سهام داشته است به نحوی که با افزایش اظهارنظرهای تعدیل‌نشده بازده سهام شرکت‌ها بر اساس قیمت به درآمد و بازده دارایی بیشتر به سمت رشدی بوده است بنابراین با افزایش کیفیت حسابرسی، بازده سهام رشدی شرکت‌ها نیز افزایش پیدا کرده است. نتایج آزمون فرضیه دوم هم بیانگر این بود که اندازه حسابرسی با بازده سهام رشدی و ارزشی بر اساس قیمت به ارزش دفتری سود، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها رابطه معناداری داشته و همچنین سه متغیر کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی و سودآوری رابطه معناداری با بازده سهام رشدی و ارزشی داشته‌اند به نحوی که هرچه اندازه حسابرسی بزرگ‌تر باشد بازده سهام براساس قیمت به ارزش دفتری به سمت رشدی سوق پیدا کرده اما براساس دو معیار حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی، بازده سهام به سمت ارزشی بوده است، بنابراین کیفیت حسابرسی با چهار عامل از شش عامل مدل هاگن شامل بازده سهام رشدی و ارزشی براساس قیمت به درآمد هر سهم، بازده دارایی، قیمت به ارزش دفتری

هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری داشته است و می‌توان دریافت که قیمت سهامی که گزارش تعدیل‌نشده (مقبول) دریافت کرده‌اند یا توسط سازمان حسابرسی حسابرسی شده است در بازار بورس اوراق بهادار ایران بیشتر ارزش‌گذاری شده است و یا از دید سرمایه‌گذاران این شرکت‌ها عملکرد بهتری داشته‌اند طوری که قیمت سهام و سودآوری این شرکت‌ها افزایش پیدا کرده و همین افزایش ارزش منجر به افزایش بازده سهام رشدی شده است، بنابراین با انجام حسابرسی با کیفیت که توسط حسابرسان متخصص صورت گیرد بازده سهام بیشتر به واقعیت نزدیک می‌شود. نتایج این پژوهش موافق با کیم و همکاران (۲۰۰۳)، جان و لویز (۲۰۰۶)، لی و رودن (۲۰۰۷)، کوردیو و ماچادو (۲۰۱۳)، احمدی و جمالی (۱۳۹۲)، لاری و همکاران (۱۳۹۳)، نوروزی و همکاران (۱۳۹۳)، صالحی و زمانی مقدم (۱۳۹۴)، تقی‌زاده و همکاران (۱۳۹۴) و آغویی و همکاران (۱۳۹۵) می‌باشد و مخالف با نتایج ملکیان و همکاران (۱۳۹۰)، سجادی و همکاران (۱۳۹۲) بوده است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی از دو روش استفاده شده بنابراین ممکن است استفاده از سایر روش‌ها نتایج متفاوتی را داشته باشد، لذا به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از سایر روش‌های کیفیت حسابرسی استفاده کنند و همچنین می‌توانند در پژوهشی مشابه تاثیر دوره‌های رکود و تورم را مورد بررسی قرار دهند.

#### فهرست منابع

- \* احمدی، محمدرمضان و کامران جمالی، (۱۳۹۲)، تأثیر کیفیت حسابرسی بر بازده آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰(۴)، ۱-۲۰.
- \* اسلامی بیدگلی، غلامرضا، سعید فلاح‌پور و بهار سبزواری، (۱۳۹۱)، مقایسه بازدهی روش‌های مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشدی بر اساس مدل شش عاملی هاگن در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۱(۱)، ۱۴۶-۱۲۵.
- \* بنایی زاده، آمنه و حمیدرضا کردلویی، (۱۳۹۲)، بررسی بازده سهام رشدی و ارزشی بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BE/ME) در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۲(۷)، ۱۰۵-۱۳۰.
- \* پیری، پرویز، حمزه دیدار و فاطمه دانشیار، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه کیفیت گزارشگری مالی با نوع اظهار نظر حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال سوم، شماره ۵، ۷۴-۴۷.
- \* تقی زاده، اصغر، ابراهیم فدائی و الهه پهلوان، ۱۳۹۴، بررسی اثر کیفیت حسابرسی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی اقتصاد مدیریت و علوم اجتماعی، اسپانیا، Universitat Autònoma de Barcelona, International Center of Academic Communication (ICOAC)  
[https://www.civilica.com/Paper-ICEMSS01-ICEMSS01\\_036.html](https://www.civilica.com/Paper-ICEMSS01-ICEMSS01_036.html)



- \* دستگیر، محسن، احمد گوگردچیان و ستاره آدمیت، (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۶، ۳۷-۲۱.
- \* دهقان، عبدالمجید، محسن فرهادی شریف آباد وعلیرضا فهیمی، (۱۳۹۸)، بررسی ارتباط ریسک اعتباری بانک ها و ریسک و بازده سهام آن ها در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۲)، ۲۴۱-۲۵۶.
- \* رحیمیان، نظام‌الدین و علی هدایتی، (۱۳۹۰)، عوامل موثر بر اظهارنظر حرفه ای حسابرسان، حسابدار رسمی، شماره ۲۴.
- \* رحیمیان، نظام‌الدین، نرگس رضاپور و حسین اختری، (۱۳۹۰)، نقش مالکان نهادی در کیفیت حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سال یازدهم، شماره ۴۵، ۸۱-۶۸.
- \* رضائی تبار، وحید و محسن محمدزاده، (۱۳۹۰)، مدل های رگرسیون لجستیک و پروبیت فضایی برای تحلیل داده های یخزدگی گیاهان در استان مازندران، مجله مدل سازی پیشرفته ریاضی، دوره ۱، شماره ۲
- \* سجادی، سیدحسین، حسن فرازمند و عبدالله تاج الدینی، (۱۳۹۲)، تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳(۲)، ۱۲۸-۱۰۹.
- \* قائد امینی، اعظم و اکبر حسینی، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر گزارش حسابرسی بر بازده سهام، دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، کارآفرینی و توسعه اقتصادی، قم، دانشگاه پیام نور، [https://www.civilica.com/Paper-EME02-EME02\\_1260.html](https://www.civilica.com/Paper-EME02-EME02_1260.html)
- \* لاری دشت بیاض، محمود، اسماعیل طاهرزاده و انیسه ایلخانی، (۱۳۹۳)، اثر کیفیت حسابرسی بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی جایگاه مدیریت و حسابداری در دنیای نوین کسب و کار اقتصاد و فرهنگ، علی اباد کتول، ایران
- \* نوروزی، محمد؛ محمد قلی زاده، حسین؛ مرتضی حیدری و محمد مظاهری کلاهرودی، (۱۳۹۳)، بررسی اثر کیفیت حسابرسی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، <http://scholar.conference.ac/index.php/download/file/13401-The-Effect-of-Audit-Quality-on-Stock>Returns-in-Tehran-Stock-Exchange>
- \* نیکومرام، هاشم و یونس بادآور نهندی، (۱۳۸۸)، تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل موثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایرانی، فراسوی مدیریت، سال دوم، شماره ۸، بهار ۱۳۸۸، صص ۱۸۷-۱۴۱.
- \* وکیلان آغوئی، مهدی، محمد رضا عباس‌زاده و مهدی صالحی، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین بازده سهام و کیفیت حسابرسی در شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری سلامت، ۱(۱)، ۱۳۳-۱۰۷.
- \* Abad, D. Sanchez-Ballesta, J. & Yague, J. (2013). Audit Opinion and Information Asymmetry in the Stock Market. Online <http://www.ssrn.com>
- \* Casterella, J. & Francis, B. & Lewis. (2004). Auditor industry specialization, client bargaining power, and audit pricing. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 23 (1) : 123-140

- \* Chan, K. & Louis, K. (2006). Earning Quality and Stock return. *Journal of Business*, 79(3) : 193-228.
- \* Cordeiro, R. A. & Machado, M. A. (2013). Value or growth strategy? Empirical evidence in Brazil, Available Online at: <http://www.ssrn.com>
- \* Elder, R.J. Beasley, M.S. and Arens, A.A. (2010) *Auditing and Assurance Services*, Pearson Prentice Hall, Global Thirteenth edition, ISBN: 0-13-245893-4
- \* Fama, E. F, et R. French. 2003, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*.
- \* Fama, Eugene F. and French, R. (2007) , The equity premium, *Journal of Finance* 47, 427-465.
- \* Haugen, R., (2001) , *The Inefficient Stock Market: What Pays Off and Why*, 2nd
- \* Hendriksen, E. and Van Breda, M. (1991). *Accounting Theory*, Southern Methodist University; Illinois USA.
- \* Hodge, F. & Hopkins, P. & Pratt, J. (2000). *Classification Discretion, Reporting Reputation, and Disclosure Credibility: The Case of Hybrid Securities*, Working Paper, Indiana University.
- \* Jensen, M. and Meckling, W., (1976) , *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360
- \* Kim, J., Chung, R. & Firth, M. (2003). Auditor Conservatism, Asymmetric Monitoring and Earnings Management, *Contemporary Accounting Research*, 20(2) : 323- 359.
- \* Lee, B. & Roden, D. (2007). Have the Big accounting firms lost their audit quality advantage: evidence from the returns earnings relation, *Journal of Forensic Accounting*, 64(1) : 66-73.

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Hendriksen and Breda
- <sup>2</sup> Jensen & Meckling
- <sup>3</sup> Abad and et al
- <sup>4</sup> Hodge, Hopkins & Pratt
- <sup>5</sup> Haugen
- <sup>6</sup> Fama & French
- <sup>7</sup> Elder et al
- <sup>8</sup> Kim, Chung & Firth
- <sup>9</sup> Chan & Louis
- <sup>10</sup> Lee, B. & Roden
- <sup>11</sup> Cordeiro & Machado