



## بررسی رابطه بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت

دکتر محمدرضا نیکبخت<sup>۱</sup>

دانشیار حسابداری، عضو هیأت علمی دانشگاه تهران

ثریا ویسی حصار<sup>۲</sup>

کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی کار، قزوین

علی فاطری<sup>۳</sup>

دانشجوی دکتری حسابداری، پردیس بین‌المللی کیش، دانشگاه تهران

(تاریخ دریافت: ۱۵ اردیبهشت ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۲ مهر ۱۳۹۸)

هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. فرضیه‌های پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۱۰۶ شرکت طی دوره ۹ ساله از سال ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۶ و با استفاده از الگوهای رگرسیونی چند متغیره مورد آزمون قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت (شامل: رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت و معاملات تجاری) رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت (شامل: اختلاف قیمت خرید و فروش سهام و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام) رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی مدیرعامل، معاملات تجاری، اختلاف قیمت خرید و فروش سهام، خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام.

<sup>1</sup> mnikbakht@ut.ac.ir

<sup>2</sup> soraiaweysihsar@yahoo.com

<sup>3</sup> ali.fateri@ut.ac.ir

## مقدمه

بازار سرمایه در اقتصاد کشورها، نقش حیاتی ایفا می‌کند. بنابراین، توجه به این بازار و مبانی اساسی تصمیم‌گیری در آن ضروری می‌باشد. به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در راستای تخصیص بهینه سرمایه، اطلاعات و شفافیت آن‌ها نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند، زیرا اغلب تصمیمات از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری در حالت عدم اطمینان گرفته می‌شود. گزارش‌های مالی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی است که هدف آن فراهم کردن اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی می‌باشد و بخش اعظمی از نیاز اطلاعاتی بازار سرمایه را تأمین می‌کند. این اطلاعات باید به گونه‌ای باشد که سرمایه‌گذاران، اعطاکنندگان تسهیلات مالی و سایر گروه‌های استفاده‌کننده را در تشخیص نقاط قوت و ضعف مالی واحد انتفاعی یاری دهد و مبنایی را فراهم کند که بتوان بر اساس آن، اطلاعات مربوط به عملکرد واحد انتفاعی را طی یک دوره مالی ارزیابی کرد.

شفافیت اطلاعاتی شاخص عملکرد مدیریت در ارائه اطلاعات ضروری به شکلی صحیح، روشن، به موقع و قابل دسترس است [۵]. همچنین، شفافیت در گزارشگری مالی سبب تسهیل نظارت بر عملکرد مدیران از سوی سهامداران می‌شود. حال آن که با وجود عدم شفافیت در گزارشگری مالی، کنترل و نظارت سهامداران بر مدیران کاهش خواهد یافت. به بیان دیگر، افشای صحیح و مناسب اطلاعات مالی، مسأله نمایندگی را با پر کردن شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران تعدیل می‌نماید. حال آن که، افشای مالی ضعیف موجب گمراه شدن سهامداران می‌شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آنان دارد [۳۶].

هیلی و پالپو<sup>۱</sup> [۲۶] معتقدند که شرکت‌ها می‌توانند از طریق گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی و تضادهای نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی را کاهش دهند. از این‌رو، کیفیت افشای، کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. افشای کافی اطلاعات توسط شخصیت اقتصادی، به سرمایه‌گذاران و بستانکاران در جستجوی فرصت‌های سرمایه‌گذاری یاری می‌کند و بدین‌سان سرمایه به کاراترین شرکت‌ها روانه می‌شود. بوشمن<sup>۲</sup> و همکاران [۱۹] شفافیت اطلاعات مالی را توان دسترسی گسترده به اطلاعات مربوط و قابل اتکا در مورد عملکرد مالی، وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، حاکمیت، ارزش و خطرپذیری شرکت‌ها در اقتصاد تعریف کرده‌اند.

تصمیم‌گیری در مورد شفافیت اطلاعاتی شرکت یکی از وظایف مدیرعامل است. پژوهش‌های متعددی نشان داده‌اند که مدیرعامل‌های با توانایی بیشتر، عملکرد بهتری در شرکت برای سهامداران خود دارند [۱۷، ۲۴، ۳۳، ۳۵]. مدیرعامل‌های با توانایی بالا ممکن است به دنبال ایجاد شفافیت بیشتر برای انتقال توانایی خود به بازار باشند، در حالی که مدیرعامل‌های با توانایی کمتر ممکن است برداشت‌های بازار در مورد استعداد و توانایی خود را با محدود کردن اطلاعات در دسترس متراکم کنند [۳۶].

<sup>1</sup> Healy & Palepu

<sup>2</sup> Bushman

توانایی مدیران، به معنای استفاده اثربخش منابع توسط مدیران است؛ به این مفهوم که در سطح ثابتی از منابع، بتوان به خروجی بیشتری رسید یا منابع کمتری برای رسیدن به خروجی مورد انتظار استفاده کرد. مدیران توانا تر درک بهتری از محصول، فناوری، کارکنان، رویه‌های صنعت، وضعیت کلان اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش‌تر دارند و به‌صورت اثربخش‌تری می‌توانند کارکنان خود را مدیریت کنند [۲۲]. توانایی زیاد مدیران به اثربخشی بیشتر در عملیات روزانه سازمان منجر می‌شود؛ به خصوص هنگامی که تصمیم‌گیری مدیران در عملکرد سازمان تأثیر شایان توجهی داشته باشد. بنابراین، توانایی زیاد مدیران موجب بهبود ارزش فعلی خالص برای سازمان می‌شود [۱۶]. در این صورت انتظار می‌رود مدیران توانا تر، قضاوت‌های بهتر و تصمیم‌های دقیق‌تری نسبت به دیگران بگیرند و از آنجا که توجه بیشتری به اثرهای بلندمدت معاملات دارند، احتمالاً آن نوع معاملاتی را برمی‌گزینند که اثر بهتری بر عملکرد آتی شرکت داشته باشند [۳].

به اعتقاد بوتاسان<sup>۱</sup> [۱۸] افشای بیشتر اطلاعات می‌تواند موجب کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه افزایش ارزش شرکت شود. اگر شرکت به لحاظ گزارشگری مالی خوشنام باشد و در مورد فعالیت‌های خود اطلاعات بیشتری اعلام و افشاء نماید توانایی بیشتری در جذب سرمایه خواهد داشت چراکه اعتماد سرمایه‌گذاران را به خود جلب خواهد کرد. گزارش‌های قابل اتکا و به موقع باعث می‌شود که افراد بتوانند به درستی چشم‌اندازهای آتی شرکت را ارزیابی نمایند. این امر باعث کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و همچنین افزایش نرخ بازده مورد انتظار شده و بالتبع کاهش هزینه سرمایه را به دنبال خواهد داشت. به‌صورت کلی، محیط اطلاعاتی که هر شرکت پیرامون خویش ایجاد می‌نماید و میزان شفافیتی که در ارائه اطلاعات از آن برخوردار است، با میزان دسترسی آن شرکت به منابع مالی با هزینه مناسب رابطه مستقیم دارد [۷].

شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی با مدنظر قرار دادن این موضوع سعی می‌کنند بر غنای محیط اطلاعاتی که پیرامون ایشان در بازار سرمایه وجود دارد بیفزایند و با شفاف‌تر کردن اطلاعاتی که در رابطه با وضعیت و عملکرد مالی خویش ارائه می‌نمایند، در رقابت برای کسب منابع مالی مورد نیاز بر دیگر شرکت‌ها پیشی گیرند. در چنین بافتی هنگامی که مدیریت شرکت قادر به اعمال اختیار در فرآیند گزارشگری مالی است، سعی می‌کند از اختیارات و توان اعمال نفوذ خویشتن به شکلی استفاده نماید که بتواند هرچه بهتر از طریق گزارش‌های مالی، به انتقال اطلاعات مربوط و قابل اتکا به فعالان بازار سرمایه بپردازد. زیرا از این موضوع آگاه است که انتقال بهتر اطلاعات به معنی افزایش کیفیت گزارشگری مالی و بیشتر شدن غنای محیط اطلاعاتی پیرامون شرکت خواهد بود که خود در نهایت منجر به دسترسی شرکت به منابع مالی با هزینه کمتر خواهد شد [۱۲].

در طرف مقابل، عدم شفافیت می‌تواند موجب بدبینی و انحراف اخلاقی شده و در نهایت به ارزش‌گذاری ضعیف شرکت و عدم اطمینان بینجامد. چنین عدم اطمینانی، ریسک اطلاعاتی برای بازیگران بازار به

<sup>1</sup> Botosan

دنبال دارد؛ و تأمین سرمایه در این شرایط مستلزم نرخ بازده بالاتر و در نتیجه هزینه سرمایه بیشتر خواهد بود که می‌تواند کاهش قیمت سهم و عدم نقدشوندگی آن را به دنبال داشته باشد [۹].

با توجه به مبانی نظری فوق، مدیرعامل یکی از افرادی است که بر شفافیت/عدم شفافیت اطلاعاتی که ارائه می‌شود نقش دارد. با این حال، تاکنون پژوهشی این موضوع را مورد بررسی قرار نداده است. بنابراین، در این پژوهش به این مسأله پرداخته می‌شود.

در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مورد آزمون و روش‌های به‌کار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

### پیشینه پژوهش

ایگور<sup>۱</sup> [۳۶] در پژوهشی تأثیر توانایی مدیرعامل بر عدم شفافیت اطلاعات شرکت را مورد بررسی قرار داد. تحلیل وی بر روی ۵۰۰ شرکت استاندارد اند پورز (S&P) بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۰ نشان می‌دهد شرکت‌های با مدیرعامل‌های با توانایی بالا به‌طور معناداری ابهام کمتری نسبت به شرکت‌هایی دارند که مدیرعامل‌های با توانایی پایین دارند و ابهام، ارزش را برای شرکت‌هایی که توسط مدیرعامل‌های با توانایی پایین مدیریت می‌شود، بیشتر کاهش می‌دهد. مدیرعامل‌های با توانایی پایین پشت ابهام شرکت پنهان شده و با آن از مسئولیت فرار می‌کنند که ناشی از فقدان حاکمیت شرکتی قوی است، و این نتیجه بیانگر این است که حاکمیت شرکتی برای به‌کارگیری و حفظ مدیرعامل‌های مستعد و همچنین، برای جلوگیری از اینکه مدیرعامل‌های با توانایی پایین از ابهام شرکت سوءاستفاده کنند، اهمیت حیاتی دارد. این یافته‌ها برای استفاده در نمونه‌های منطبق شده بر اساس پیچیدگی شرکت و عملکرد گذشته آن و همچنین، استفاده از شاخص‌های متفاوت توانایی و اندازه‌گیری‌های مستقیم‌تر از انتخاب شفافیت توسط مدیرعامل نیرومند است.

حبیب و حسن (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری‌ها و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری توانایی مدیران از مدل دمرجیان<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲) استفاده کردند و نتایج نشان داد که مدیران توانمندتر به سرمایه‌گذاری بیش از حد نسبت به سایر مدیران تمایل دارند و این بیانگر این است که توانایی مدیر با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها رابطه معناداری دارد. همچنین، نتایج حاکی از وجود رابطه بین توانایی مدیران با ریسک سقوط قیمت سهام می‌باشد.

آندرو<sup>۳</sup> و همکاران [۱۱] در پژوهشی رابطه بین توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل

<sup>1</sup> Uygur

<sup>2</sup> Demerjian

<sup>3</sup> Andreou

دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. آنان با بررسی داده‌های مربوط به ۲۳۴۴ شرکت بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۱، به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد و در طول بحران ۲۰۰۸ مدیران تواناتر؛ منابع شرکت، بدهی‌ها و مخارج سرمایه‌ای را نسبت به مدیران دارای توانایی پایین‌تر، به‌صورت کاراتری مدیریت کرده‌اند.

لانگ و لینز<sup>۱</sup> [۲۹] در مطالعه‌ای بر روی ۲۱ کشور بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۶ به این نتیجه رسیدند که بین شفافیت و نقدشوندگی بازار شرکت‌ها رابطه معنادار مستقیمی وجود دارد. آن‌ها در پژوهش خود از چند مؤلفه برای اندازه‌گیری شفافیت استفاده نمودند که مهم‌ترین آن‌ها مدیریت سود با استفاده از الگوی تعدیل شده جونز [۲۸] بود.

چو و هوآ<sup>۲</sup> [۲۰] در پژوهشی با استفاده از داده‌های ۶۰۰ شرکت طی بازه زمانی ۲۰۰۷-۱۹۹۰ اقدام به بررسی این موضوع کردند که آیا قابلیت‌های مدیران، توانایی ارائه اطلاعات مفید در مورد سودهای آتی شرکت به بازار سرمایه را دارد؟ نتایج حاکی از آن است که بازده سهام در شرکت‌های با مدیران توانا نسبت به شرکت‌های با مدیران ضعیف، منعکس‌کننده سودهای آتی بیشتری هستند. همچنین، آن‌ها نشان دادند که قابلیت‌های مدیران بر روی اظهارنظرهای تحلیل‌گران در مورد شرکت، تأثیر مثبت گذاشته و باعث ترغیب سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود.

بیک و همکاران [۱۴] در پژوهشی با ملاحظه شرایط بین‌المللی و با استفاده از داده‌های ۴۴ کشور طی سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۹۸ اقدام به بررسی ارتباط قابلیت‌های مدیران و کیفیت سود و نقش نهادهای قانونی کشورها بر روی این رابطه نمودند. آن‌ها نشان دادند که مدیران توانا، اقدام به ارائه گزارش‌هایی می‌کنند که در آن‌ها کیفیت ارقام تعهدی، پایین؛ هموارسازی سود، زیاد و همچنین، مدیریت سود واقعی بیشتر است. همچنین، آن‌ها نشان دادند که کیفیت نهادهای قانونی کشورها باعث کاهش رابطه منفی بین قابلیت مدیران و کیفیت سود می‌شود.

بیک و همکاران [۱۳] در پژوهشی تأثیر توانایی مدیران ارشد اجرایی بر پیش‌بینی مدیریت سود را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که پیش‌بینی مدیران ارشد اجرایی دارای توانایی بالاتر در مقایسه با مدیران ارشد اجرایی دارای توانایی کمتر، از دقت بالاتری برخوردار است و بازار به اخبار پیش‌بینی مدیران ارشد دارای توانایی بالاتر نسبت به مدیران ارشد اجرایی با توانایی کمتر، توجه بیشتری می‌کند.

نیکبخت و کلهرنیا [۶] در پژوهشی به تعیین رابطه بین شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت پرداختند. برای اندازه‌گیری شفافیت اطلاعاتی از چهار معیار کیفیت ارقام تعهدی، انحراف در پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیریت، نوع حسابرس و نمره شفافیت بورس استفاده شده است. همچنین برای اندازه‌گیری نقدشوندگی میانگین حجم معاملات سالانه و برای ارزش شرکت از شاخص

<sup>1</sup> Lang & Lins

<sup>2</sup> Cho & Hoa

<sup>3</sup> Baik

کیوتوبین استفاده گردید. پس از برازش مدل بر روی ۵۱ شرکت (۳۵۷ سال-شرکت)، نتایج نشان داد که بین معیارهای شفافیت اطلاعاتی و سطح نقدشوندگی سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد. همچنین، بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه معناداری مشاهده نشد.

یاری و فتیحی [۸] در پژوهشی به تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل، از سه شاخص درصد تملک سهام مدیرعامل، تنها عضو موظف بودن مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها برای ۹۱ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ نشان داد که بین درصد تملک سهام مدیرعامل، تنها عضو موظف بودن مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

ممتازیان و کاظم‌نژاد [۴] در پژوهشی به مطالعه تأثیر قابلیت‌های مدیریت بر معیارهای عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. از این‌رو، ابتدا با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها، قابلیت مدیران اندازه‌گیری شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۶۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۳ می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که به‌طور کلی، بین قابلیت مدیران و معیارهای عملکرد شرکت (ارزش افزوده اقتصادی، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت قیمت به سود و نسبت کیوتوبین) رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. بدین معنا که با افزایش قابلیت مدیران در استفاده بهتر از منابع و به تبع آن افزایش کارایی کل شرکت، عملکرد شرکت بهبود یافته و از این طریق ثروت سهامداران افزایش می‌یابد.

مشایخی و عظیمی [۳] در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی‌های مدیریت به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش به کمک داده‌های ۱۰۷ شرکت از هفت صنعت طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱، مدیریت سود واقعی با سه معیار مدل روی چودهری (۲۰۰۶)، شامل جریان نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه‌های اختیاری غیرعادی و هزینه‌های تولید غیرعادی، اندازه‌گیری شده است. همچنین، توانایی‌های مدیریت با بهره‌مندی از مدل دمریجان و همکاران (۲۰۱۲) و روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) سنجیده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت رابطه منفی وجود دارد و توانایی‌های مدیریت این رابطه منفی را کاهش نمی‌دهد.

بزرگ اصل و صالح‌زاده [۱] در پژوهشی به بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود به تفکیک اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور اثر توانایی مدیریت بر پایداری سود با استفاده از داده‌های ۷۵ شرکت طی دوره ۷ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۹۰، به کمک رگرسیون خطی چند متغیره ارزیابی شده است. برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمریجان و همکاران (۲۰۱۲) و برای پایداری سود و اجزای آن از مدل لو (۱۹۸۳) استفاده شده است. نتایج پژوهش مؤید وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و

پایداری سود و همچنین توانایی مدیریت و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود است، ولی رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی تر است. کاشانی پور و همکاران [۲] در پژوهشی به تأثیر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه پژوهش شامل ۲۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۵ است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری اثرگذار نیست.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده در قسمت‌های قبل، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین می‌شوند:  
**فرضیه اصلی پژوهش:** بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعات شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بین توانایی مدیرعامل و رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بین توانایی مدیرعامل و معاملات تجاری شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی سوم:** بین توانایی مدیرعامل و اختلاف قیمت خرید و فروش سهام شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی چهارم:** بین توانایی مدیرعامل و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع پژوهش کاربردی است و به روش پس‌رویدادی انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۶ در بورس فعال بوده‌اند، تشکیل شده است. نمونه آماری، با توجه به معیارهای گزینشی زیر و به روش غربالگری انتخاب گردید:

۱. شرکت‌ها در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند. ۲. نوع فعالیت شرکت‌ها، تولیدی بوده و لذا جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند. ۳. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه منتهی به ۲۹ اسفندماه در هر سال باشد. ۴. وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند. ۵. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه مثبت باشد. تعداد ۱۰۶ شرکت که حائز شرایط فوق بودند به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

## الگوها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از ایگور [۳۶]، الگوی (۱) به شرح ذیل برآورد می‌شود:

الگوی (۱)

$$\text{Firm opacity} = \alpha_0 + \alpha_1(\text{Ability}) + \alpha_2(\text{Firm size}) + \alpha_3(\text{R\&D}) + \alpha_4(\text{Growth}) + \alpha_5(\text{CAPX}) + \alpha_6(\text{Debt ratio}) + \alpha_7(\text{Risk}) + \alpha_8(\text{Performance}_{t-1}) + \varepsilon$$

که در آن؛

## متغیر وابسته

Firm opacity شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت که شامل معیارهای ذیل می‌باشد؛  
Opacity index رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت که شامل سه معیار به شرح ذیل می‌باشد.  
مطابق اندرسون و همکاران<sup>۱</sup> [۱۰]، درجه ابهام شرکت با افزایش رتبه این شاخص افزایش پیدا می‌کند.  
نحوه اندازه‌گیری رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت به این ترتیب است که هر یک از معیارهای عدم شفافیت اطلاعات شرکت را سورت داده و دسته‌بندی می‌کنیم. به این صورت که دهک اول امتیاز ۱۰، دهک دوم امتیاز ۹ تا آخرین دهک که امتیاز ۱ می‌گیرد. سپس، امتیازهای هر یک از معیارهای عدم شفافیت اطلاعات شرکت با هم جمع می‌شوند و به فاکتور ۳۰ (کل امتیازهای احتمالی شرکت) تقسیم می‌شوند تا یک شاخص که در محدوده ۰/۱ تا ۱ است، به دست آید. ارزش‌های پایین‌تر، بیانگر شرکت‌هایی با بیشترین شفافیت و ارزش‌های بالاتر، بیانگر شرکت‌هایی با بیشترین ابهام هستند.  
Volume معاملات تجاری (نماینده عدم اطمینان اطلاعاتی): لگاریتم طبیعی میانگین حجم معاملات روزانه شرکت طی هر سال [۳۱]

Spread اختلاف قیمت خرید و فروش سهام (نماینده عدم تقارن اطلاعاتی): شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تقسیم بر میانگین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام [۲۳]  
Forecast error خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام (معیار رسیدگی بازار و در دسترس بودن اطلاعات): نسبت تفاوت بین اولین سود هر سهم پیش‌بینی شده و سود واقعی هر سهم به قیمت سهام [۳۰]

به منظور بررسی بیشتر نتایج، الگوی پژوهش با هر یک از سه معیار معاملات تجاری، اختلاف قیمت خرید و فروش سهام و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام نیز برآورد می‌شود.

<sup>1</sup> Anderson & colleagues



**متغیر مستقل**

Ability توانایی مدیرعامل که به شرح ذیل محاسبه می‌شود؛  
 به پیروی از مطالعات بانکر<sup>۱</sup> و همکاران [۱۵]، هرمالین و ویزباچ<sup>۲</sup> [۲۷] و راج‌گوپال<sup>۳</sup> و همکاران [۳۴] از میانگین عملکرد شرکت برای سه سال گذشته که توسط صنعت تعدیل شده است، برای محاسبه توانایی مدیرعامل استفاده می‌شود. ارزش‌های بالاتر از میانه معیار فوق مدیران با توانایی بالا شناخته می‌شوند و ارزش یک می‌گیرند. به پیروی از مطالعات چونگ و جو<sup>۴</sup> [۲۱] و گامپرز<sup>۵</sup> و همکاران [۲۵] از (۱) لگاریتم طبیعی کیوتوبین (Tobin's Q) که برابر نسبت ارزش بازار دارایی‌های شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌هاست و (۲) از نسبت بازده دارایی‌ها (ROA)، برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت استفاده می‌شود.

**متغیرهای کنترل**

Firm size اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها  
 R&D هزینه‌های تحقیق و توسعه: نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به کل دارایی‌ها  
 Growth رشد فروش: نسبت رشد فروش به کل دارایی‌ها  
 CAPX مخارج سرمایه‌ای: نسبت مخارج سرمایه‌ای (وجه نقد پرداختی بابت خرید دارایی‌های ثابت) به کل دارایی‌ها  
 Debt ratio بدهی بلندمدت: نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها  
 Risk نوسان‌پذیری بازده سهام: انحراف معیار بازده‌های سالانه سهام طی سه سال گذشته  
 Performance<sub>t-1</sub> عملکرد گذشته شرکت: نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها در سال گذشته

**یافته‌های پژوهش****آمار توصیفی**

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه گردید و در نگاره (۱) شاخص‌های مرکزی و پراکندگی ارائه می‌شود.  
 بر اساس نگاره (۱) میانگین رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت ۰/۵۴۸، میانگین اختلاف قیمت خرید و فروش سهام ۰/۰۲۲ و میانگین خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام ۰/۱۰۶ است. انحراف معیار داده‌ها، پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد. انحراف معیار کم، نشان‌دهنده پراکندگی کم

<sup>1</sup> Banker

<sup>2</sup> Hermalin & Weisbach

<sup>3</sup> Rajgopal

<sup>4</sup> Chung & Jo

<sup>5</sup> Gompers

داده‌ها از میانگین و انحراف معیار زیاد، نشان‌دهنده پراکندگی زیاد داده‌ها از میانگین می‌باشد. متغیر هزینه‌های تحقیق و توسعه با انحراف معیار ۰/۰۰۲ دارای کمترین پراکندگی از میانگین و متغیر معاملات تجاری با انحراف ۱/۹۱۱، دارای بیشترین پراکندگی از میانگین است. در بررسی ضریب کشیدگی دیده می‌شود که تمام متغیرهای مورد بررسی، دارای ضریب کشیدگی مثبت یعنی بلندتر از توزیع نرمال می‌باشند.

#### نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
Opacity index	۰/۵۴۸	۰/۵۶۷	۱/۰۰۰	۰/۱۰۰	۰/۲۰۹	-۰/۰۴۰	۲/۱۱۴
Volume	۱۱/۷۷۰	۱۱/۶۰۵	۱۸/۵۱۴	۵/۹۸۹	۱/۹۱۱	-۰/۲۹۶	۳/۲۶۵
Spread	۰/۰۲۲	۰/۰۲۱	۰/۱۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۱۲	-۰/۵۵۴	۴/۷۹۷
Forecast error	۰/۱۰۶	۰/۰۵۹	۲/۰۲۶	۰/۰۰۰	۰/۱۵۹	۴/۹۳۰	۴۱/۲۶۵
Ability (Tobin,s Q)	۰/۵۲۹	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۹	-۰/۱۱۸	۱/۰۱۴
Ability (ROA)	۰/۵۰۷	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۰۰	-۰/۰۲۹	۱/۰۰۱
Firm size	۱۳/۸۱۵	۱۳/۷۰۰	۱۹/۰۶۶	۱۰/۰۳۱	۱/۴۴۹	-۰/۶۷۳	۳/۹۷۶
R&D	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۲۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۶/۴۳۶	۵۳/۰۴۸
Growth	۰/۱۰۲	۰/۰۹۲	۲/۷۸۱	-۲/۷۱۶	۰/۲۷۰	-۰/۳۶۰	۲۸/۳۹۰
CAPX	۰/۰۴۰	۰/۰۲۴	۰/۴۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۴۸	۲/۸۸۶	۱۵/۰۴۳
Debt ratio	۰/۰۶۷	۰/۰۴۳	۰/۵۳۰	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۷۳	۲/۴۰۷	۱۰/۰۰۲
Risk	۰/۷۴۳	۰/۴۹۹	۴/۷۸۶	۰/۰۱۴	۰/۷۱۶	۲/۴۳۵	۱۱/۳۴۴
Performance	۰/۱۲۹	۰/۱۰۹	۰/۵۷۹	-۰/۲۸۹	۰/۱۲۰	-۰/۷۲۶	۴/۳۷۳

#### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با متغیر مستقل کیوتوبین به‌عنوان نماینده توانایی مدیرعامل

قبل از برازش الگوهای پژوهش، ابتدا لازم است آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره (۲) آورده شده است. نتیجه حاصل از تخمین الگوهای پژوهش به همراه آزمون‌های تعیین اعتبار باقیمانده‌های الگوها نیز در نگاره (۲) ارائه شده است.

با توجه به اینکه سطح معناداری به‌دست آمده از آزمون F لیمر در الگوهای (۱)، (۲) و (۳)، کمتر از ۰/۵ می‌باشد فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) رد و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود و از آنجا که سطح

معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن، کمتر از ۰.۵٪ می باشد فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی) رد و روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. بنابراین، برای تخمین این الگوها از روش داده های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت استفاده می شود. همچنین، با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر در الگوی (۴)، بیشتر از ۰.۵٪ می باشد فرضیه صفر (داده های تلفیقی) پذیرفته می شود. بنابراین، برای تخمین این الگو از روش داده های ترکیبی معمولی استفاده می شود.

نگاره (۲): نتایج آزمون فرضیه ها با متغیر مستقل کیوتوبین به عنوان نماینده توانایی مدیرعامل

Forecast error		Spread		Volume		Opacity index		معیار عدم شفافیت
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	متغیر
۰/۰۲۷	۰/۰۵۸	۰/۰۰۰	-۰/۱۵۵	۰/۰۰۰	-۴/۵۱۴	۰/۰۰۰	-۱/۴۶۷	C
۰/۴۷۰	-۰/۰۰۴	۰/۰۳۸	-۰/۰۰۱	۰/۶۹۹	۰/۰۳۰	۰/۵۰۵	-۰/۰۰۷	Ability
۰/۱۰۶	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۱/۱۷۶	۰/۰۰۰	۰/۱۴۶	Firm size
۰/۰۰۱	-۳/۲۴۶	۰/۶۴۸	-۰/۰۷۱	۰/۶۵۰	۷/۱۳۶	۰/۶۵۲	۰/۸۷۲	R&D
۰/۰۰۰	-۰/۰۶۲	۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	۰/۰۲۳	۰/۲۵۶	۰/۹۶۶	-۰/۰۰۱	Growth
۰/۹۴۱	۰/۰۰۴	۰/۵۹۰	-۰/۰۰۳	۰/۱۲۴	-۱/۱۱۱	۰/۵۰۵	-۰/۰۷۳	CAPX
۰/۳۸۸	-۰/۰۳۲	۰/۸۲۹	-۰/۰۰۱	۰/۲۳۶	۰/۶۶۳	۰/۹۸۵	-۰/۰۰۱	Debt ratio
۰/۰۲۶	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۱۸۴	۰/۰۰۰	۰/۰۲۹	Risk
۰/۰۰۰	-۰/۰۹۸	۰/۵۲۰	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۱۵۶	۰/۰۰۴	-۰/۱۵۲	Performance
		۰/۰۰۰	۰/۳۳۹					AR(1)
(۰/۳۵۳) ۰/۳۶۱		(۰/۷۴۷) ۰/۷۸۱		(۰/۸۰۸) ۰/۸۳۱		(۰/۶۷۰) ۰/۷۰۹		ضریب تعیین (تعدیل شده)
۱/۹۰		۱/۸۰		۱/۶۰		۱/۷۷		آماره دوربین-واتسون
(۰/۰۰۰) ۷/۶۹۶		(۰/۰۰۰) ۲۲/۹۵۱		(۰/۰۰۰) ۳۶/۴۶۰		(۰/۰۰۰) ۱۸/۱۳۸		آماره F فیشر (سطح معناداری)
(۰/۱۸۳) ۱/۱۳۳		(۰/۰۰۰) ۶/۱۶۱		(۰/۰۰۰) ۸/۹۶۵		(۰/۰۰۰) ۷/۳۸۴		آماره F لیمر (سطح معناداری)
-		(۰/۰۰۰) ۱۲۶/۸۲۰		(۰/۰۰۰) ۳۴/۸۶۰		(۰/۰۰۰) ۷۱/۳۵۷		آماره هاسمن (سطح معناداری)

نتایج نگاره (۲) نشان می دهد که مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگوهای رگرسیونی را تأیید می کند. با توجه به اینکه سطح معنی داری

آماره F فیشتر کمتر از ۰/۵ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگوها نشان می‌دهد که مجموعاً ۰/۶۷، ۰/۸۱، ۰/۷۵ و ۰/۳۵ از تغییرات حاصله در متغیرهای وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگوها توضیح داده شود.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۲) از برآورد الگو با متغیر وابسته رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۰۷- و سطح معناداری آن برابر با ۰/۵۰۵ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیه فرعی اول در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۲) از برآورد الگو با متغیر وابسته معاملات تجاری، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۳۰ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۶۹۹ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و معاملات تجاری شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیه فرعی دوم در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۲) از برآورد الگو با متغیر وابسته اختلاف قیمت خرید و فروش سهام، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۰۱- و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۳۸ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و اختلاف قیمت خرید و فروش سهام شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در نتیجه، فرضیه فرعی سوم در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۲) از برآورد الگو با متغیر وابسته خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۰۴- و سطح معناداری آن برابر با ۰/۴۷۰ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیه فرعی چهارم در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با متغیر مستقل نسبت بازده دارایی‌ها به‌عنوان نماینده توانایی مدیرعامل

قبل از برازش الگوهای پژوهش، ابتدا لازم است آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شود که نتایج آن در نگاره (۳) آورده شده است. نتیجه حاصل از تخمین الگوهای پژوهش به همراه آزمون‌های تعیین اعتبار باقیمانده‌های الگوها نیز در نگاره (۳) ارائه شده است:

با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر در الگوهای (۱)، (۲) و (۳)، کمتر از ۰.۵٪ می باشد فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) رد و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می شود و از آنجا که سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن، کمتر از ۰.۵٪ می باشد فرضیه صفر (روش اثرات تصادفی) رد و روش اثرات ثابت پذیرفته می شود. بنابراین، برای تخمین این الگوها از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت استفاده می شود. همچنین، با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر در الگوی (۴)، بیشتر از ۰.۵٪ می باشد فرضیه صفر (داده‌های تلفیقی) پذیرفته می شود. بنابراین، برای تخمین این الگو از روش داده‌های ترکیبی معمولی استفاده می شود.

نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه‌ها با متغیر مستقل بازده دارایی‌ها به عنوان نماینده توانایی مدیرعامل

Forecast error		Spread		Volume		Opacity index		معیار عدم شفافیت
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	متغیر
۰/۰۲۱	۰/۰۶۰	۰/۰۰۰	-۰/۱۵۷	۰/۰۰۰	-۴/۴۷۸	۰/۰۰۰	-۱/۴۷۳	C
۰/۰۱۰	-۰/۰۱۶	۰/۶۵۰	-۰/۰۰۰۳	۰/۸۷۲	-۰/۰۱۴	۰/۶۵۳	۰/۰۰۵	Ability
۰/۰۸۰	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۱/۱۷۵	۰/۰۰۰	۰/۱۴۶	Firm size
۰/۰۰۲	-۳/۱۵۵	۰/۷۲۸	-۰/۰۵۴	۰/۶۴۸	۷/۱۵۶	۰/۶۲۹	۰/۹۳۱	R&D
۰/۰۰۰	-۰/۰۶۱	۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۰/۰۲۳	۰/۲۵۷	۰/۹۶۵	-۰/۰۰۱	Growth
۰/۹۹۶	۰/۰۰۰۳	۰/۵۶۳	-۰/۰۰۴	۰/۱۴۲	-۱/۰۶۳	۰/۴۶۸	-۰/۰۸۰	CAPX
۰/۲۴۱	-۰/۰۴۴	۰/۸۱۲	-۰/۰۰۱	۰/۲۳۶	۰/۶۶۷	۰/۹۸۴	-۰/۰۰۲	Debt ratio
۰/۰۴۷	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۱۸۸	۰/۰۰۰	۰/۰۲۹	Risk
۰/۰۰۹	-۰/۰۷۰	۰/۴۶۲	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	-۱/۱۴۲	۰/۰۰۳	-۰/۱۶۴	Performance
		۰/۰۰۰	۰/۳۳۹					AR(1)
(۰/۳۵۸) ۰/۳۶۶		(۰/۷۴۴) ۰/۷۷۹		(۰/۸۰۸) ۰/۸۳۱		(۰/۶۷۰) ۰/۷۰۹		ضریب تعیین (تعدیل شده)
۱/۹۰		۱/۸۰		۱/۶۰		۱/۷۷		آماره دوربین و واتسون
(۰/۰۰۰) ۸/۲۹۴		(۰/۰۰۰) ۲۲/۶۴۴		(۰/۰۰۰) ۳۶/۴۷۹		(۰/۰۰۰) ۱۸/۰۸۶		آماره F فیشر (سطح معناداری)
(۰/۲۴۵) ۱/۰۹۹		(۰/۰۰۰) ۶/۱۸۶		(۰/۰۰۰) ۸/۹۴۳		(۰/۰۰۰) ۷/۴۵۱		آماره F لیمر (سطح معناداری)
-		(۰/۰۰۰) ۱۲۶/۶۳۱		(۰/۰۰۰) ۳۴/۷۰۳		(۰/۰۰۰) ۷۱/۵۱۴		آماره هاسمن (سطح معناداری)

نتایج نگاره (۳) نشان می‌دهد که مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگوهای رگرسیونی را تأیید می‌کند. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F فیشر کمتر از ۰/۵٪ است، لذا معناداری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۰/۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگوها نشان می‌دهد که مجموعاً ۰/۶۷٪، ۰/۸۱٪، ۰/۷۴٪ و ۰/۳۶٪ از تغییرات حاصله در متغیرهای وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگوها توضیح داده شود.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو با متغیر وابسته رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۰۵ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۶۵۳ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیه فرعی اول در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو با متغیر وابسته معاملات تجاری، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۱۴- و سطح معناداری آن برابر با ۰/۸۷۲ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و معاملات تجاری شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیه فرعی دوم در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو با متغیر وابسته اختلاف قیمت خرید و فروش سهام، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۰۰۳- و سطح معناداری آن برابر با ۰/۶۵۰ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و اختلاف قیمت خرید و فروش سهام شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیه فرعی سوم در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در نگاره (۳) از برآورد الگو با متغیر وابسته خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام، ضریب متغیر توانایی مدیرعامل (Ability) برابر ۰/۰۱۶- و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۱۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، بین توانایی مدیرعامل و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در نتیجه، فرضیه فرعی چهارم در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به بررسی رابطه بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج این پژوهش با متغیر کیوتوبین به‌عنوان نماینده توانایی مدیرعامل نشان می‌دهد بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعات شرکت (شامل: رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت، معاملات تجاری و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام) رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، بین توانایی مدیرعامل و اختلاف قیمت خرید و فروش سهام

شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. نتایج این پژوهش با متغیر نسبت بازده دارایی‌ها به‌عنوان نماینده توانایی مدیرعامل نشان می‌دهد بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعات شرکت (شامل: رتبه شاخص عدم شفافیت اطلاعات شرکت، معاملات تجاری و اختلاف قیمت خرید و فروش سهام) رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، بین توانایی مدیرعامل و خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سهام شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در توجیه این یافته‌ها می‌توان بیان کرد مدیرعامل‌های توانمند می‌توانند اطلاعات بیشتری را به منظور اطلاع‌رسانی بازار در مورد مهارت‌های برتر خود افشاء کنند، در حالی که مدیرعامل‌های با توانمندی کمتر به دلیل توانایی‌های پایین خود ممکن است اطلاعات کامل و دقیقی به بازار ارائه ندهند و حتی اطلاعات گمراه‌کننده‌ای به بازار ارائه دهند، در حقیقت آن‌ها توانایی کم خود را در شرکت‌هایی با ابهام بالا پنهان می‌کنند. نتایج این مطالعه با پژوهش بیک و همکاران [۱۳، ۱۴]، چو و هوآ [۲۰] و ایگور [۳۶] در تطابق است.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود سهامداران عمده و اعضای هیأت مدیره، در انتخاب و گزینش مدیران، افراد توانمند و کارآمد را انتخاب کنند تا بتوانند با بهبود شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه، ارزش‌افزایی بیشتری برای مالکان داشته باشند. همچنین، به سرمایه‌گذاران به خصوص سرمایه‌گذارانی که قصد خرید و نگهداری سهام دارند، پیشنهاد می‌شود هنگام انتخاب مقصد سرمایه‌گذاری، به توانایی مدیریت توجه ویژه‌ای داشته باشند؛ زیرا طبق نتایج پژوهش، توانایی مدیریت رابطه معکوسی با عدم شفافیت اطلاعات شرکت دارد. پیرو پیشنهاد دوم، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود سازوکاری اتخاذ کند تا شرکت‌ها اطلاعاتی را در رابطه با توانایی مدیریت خود ارائه دهند تا سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان را در گرفتن تصمیم یاری کند. در راستای پژوهش، به منظور انجام پژوهش‌های آتی پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

- بررسی تأثیر معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها؛
- بررسی تأثیر معیارهای کیفیت حسابداری بر ارتباط بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها؛
- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ارتباط بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها؛
- بررسی تأثیر اندازه شرکت بر ارتباط بین توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها؛
- انجام پژوهش حاضر با استفاده از سایر معیارهای اندازه‌گیری توانایی مدیرعامل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها و مقایسه نتایج.

## فهرست منابع

۱. بزرگ اصل، موسی و صالح‌زاده، بیستون. (۱۳۹۴). "رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش حسابرسی**، ۴ (۵۸): ۱۷۰-۱۵۳.
۲. کاشانی پور، محمد؛ آذرخوش، حمید و رحمانی، محمد. (۱۳۹۴). "تأثیر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه حسابداری سلامت**، ۴ (۳): ۸۵-۶۶.
۳. مشایخی، بیتا و عظیمی، عابد. (۱۳۹۵). "تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۲۳ (۲): ۲۶۷-۲۵۳.
۴. ممتازیان، علیرضا و کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها: مطالعه تجربی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، ۵ (۲۰): ۸۸-۶۵.
۵. نوبخت، زهرا. (۱۳۸۳). "ارزیابی شفافیت اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۶. نیکبخت، محمدرضا و کلهرنیا، حمید. (۱۳۹۶). "تعیین رابطه بین شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت". **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی**، ۹ (۳۳): ۱۶-۱.
۷. ولک، هری آی، جی تیرنی، مایکل و ال داد، جیمز. (۲۰۰۶). "تئوری حسابداری. بحث‌های مفهومی در محیط‌های اقتصادی و سیاسی". ترجمه: غلامرضا کرمی و کامران تاجیک. (۱۳۸۷). تهران: انتشارات نگاه دانش.
۸. یاری، فرانک و فتحی ارطه، کیوان. (۱۳۹۵). "تأثیر قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری**، ۲ (۳): ۳۰۰-۲۸۵.
۹. یوسفی اصل، فرزانه؛ ملانظری، مهناز و سلیمانی امیری، غلامرضا. (۱۳۹۳). "تبیین مدل شفافیت گزارشگری مالی". **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، ۴ (۱۴): ۳۸-۱.



10. Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2009). "Founders, heirs, and corporate opacity in the United States". **Journal of Financial Economics**, 92(2), 205–222.
11. Andreou, p., D. Ehrlich, and C. Louca. (2013). "Managerial ability and Firm performance: Evidence from the global financial crisis". Working paper. Available at <http://www.mfsociety.org>
12. Badertscher, B.A., Collins, D.W., Lys, T.Z., (2012). "Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows". **Journal of Accounting and Economics**, 53 (1-2): 330-352.
13. Baik, B. O. K.; Farber D. B.; and S. S. Lee (2011). "CEO Ability and Management Earnings Forecasts". **Contemporary Accounting Research**, Vol. 28, No. 5, pp. 1645-1668.
14. Baik, B., Choi, S., Farber, D.B. Zhang, J. (2012). "Managerial ability and earnings quality: an international analysis". Available at: <http://www.kaaeu.or.kr/func/download.Php?path>.
15. Banker, R. D., Darrough, M. N., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. M. (2012). "The relation between CEO compensation and past performance". **Accounting Review**, 88(1), 1–30.
16. Berk, J. & Stanton, R. (2007). "Managerial ability, compensation, and the closed-end fund discount". **The Journal of Finance**, 62 (2): 529-556.
17. Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). "Managing with style: The effect of managers on firm policies". **Quarterly Journal of Economics**, 118(4), 1169–1208.
18. Botosan, C. A. (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital". **Accounting Review**, 72 (3), 323–349.
19. Bushman, R. Pitotroski, J and Smith, A., (2004). "What determines corporate transparency?". **Journal of Accounting Research**, Vol. 42, No. 2.
20. Cho, S.Y., Hoa, H.T. (2011). "The influence of product market competition on the timing and quality of corporate financial disclosure". Available at: SSRN.

21. Chung, K. H., & Jo, H. (1996). "The impact of security analysts' monitoring and marketing functions on the market value of firms". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 31(4), 493–512.
22. Demerjian, P., Lev, B. & McVay, S. (2012). "Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests". **Management Science**, 58(7): 1229-1248.
23. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). "Disclosure, liquidity, and the cost of capital". **Journal of Finance**, 46(4), 1325–1359.
24. Falato, A., Li, D., & Milbourn, T. (2009). "The role of CEO talent on pay, firm performance and turnover". Working paper: Washington University.
25. Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A. (2010). "Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States". **Review of Financial Studies**, 23(3), 1051–1088.
26. Healy, P.M., and Palepu, K.G., (2001). "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature". **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, No. 1–3, pp. 405–440.
27. Hermalin, B., & Weisbach, M. (1998). "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO". **American Economic Review**, 88, 96–118.
28. Jones, J., (1991). "Earnings management during import relief investigations". **Journal of Accounting Research** 29, 193–228.
29. Lang, H.Lins, V, (2012). "Transparency, Liquidity and Valuation: International Evidence". **Journal of Accounting Research (Jar)**, No. 3.
30. Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). "Corporate disclosure policy and analyst behavior". **Accounting Review**, 71(4), 467–492.
31. Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). "The economic consequences of increased disclosure". **Journal of Accounting Research**, 38(3), 91–124.
32. Murphy, K. J. (1986). "Incentives, learning, and compensation: A theoretical and empirical investigation of managerial labor contracts". **RAND Journal of Economics**, 17(1), 59–76.

33. Pérez-González, F. (2006). "Inherited control and firm performance". **American Economic Review**, 96(5), 1559–1588.
34. Rajgopal, S., Shevlin, T., & Zamora, V. (2006). "CEOs' outside employment opportunities and the lack of relative performance evaluation in compensation contracts". **Journal of Finance**, 61(4), 1813–1844.
35. Uygur, O. (2015). "Do high ability CEOs matter to shareholders? Evidence using a unique measure for CEO ability". **Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting**, 13, 137–164.
36. Uygur, O., (2017). "CEO ability and corporate opacity". **Global Finance Journal**, <http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2017.05.002>.



## **Investigating the Relationship between Managers' Ability and Lack of Transparency in Company Information**

**Mohammad Reza Nikbakht (Phd)<sup>1</sup>©**

Associate Prof. of Accounting, Faculty Member of Tehran University, Tehran, Iran

**Soraya Weysihsar<sup>2</sup>**

MSc. of Accounting, KAR Higher Education Institute, Qazvin, Iran

**Ali Fateri<sup>3</sup>**

Ph.D. Student of Accounting, Kish International Campus, University of Tehran, Iran

(Received: 5 May 2019; Accepted: 24 September 2019)

The main purpose of this research is to investigate the relationship between managers' ability and lack of transparency of information in companies listed in Tehran Stock Exchange. Research hypotheses based on a statistical sample consisting of 106 companies during a 9-year period from 2009 to 2017 were tested using multivariate regression models. The results of this research show that there is no significant relationship between CEO's ability and lack of transparency in company information (including: index rate of lack of transparency in company information and trading volume). Also, there is a negative and significant relationship between the CEO's ability and lack of transparency in company information (including: the price difference in company stock trading and the stock market analysts' prediction error).

**Keywords:** Managers' Ability, Trading Volume, Price Difference in Stock Trading, Stock Market Analysts' Prediction Error.

---

<sup>1</sup> mnikbakht@ut.ac.ir © (Corresponding Author)

<sup>2</sup> soraiaweysihsar@yahoo.com

<sup>3</sup> ali.fateri@ut.ac.ir