

آزمون تجربی تطبیق دهی تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران مبتنی بر درجات ابهام زیاد در اطلاعات حسابداری

جعفر خانمحمدی فرد

دانشجویی دکترای حسابداری، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران .
Kjafar50@hotmail.com

فرزین رضایی

دانشیار، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (نویسنده مسئول)
farzin.rezaei@qiau.ac.ir

ایوب احمدی موسی آباد

استادیار، گروه مدیریت، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران
Aiyuob151@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۲/۱۴ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۲/۱۷

چکیده

افزایش درجه ابهام اطلاعاتی از منظر نااطمینانی سهامداران در بازار سهام به دلیل افزایش انتشار اطلاعات شرکتها، موجب واگرایی تصمیمات مدیران و سهامداران می‌شود. هدف اصلی پژوهش بررسی تاثیر ابهام زیاد در اطلاعات حسابداری بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از تصمیمات مدیران بر ارزش بازار سهام شرکتها و بازده غیر عادی انباشته شرکتها بعنوان معیارهای تصمیمات سهامداران می‌باشد. بدین منظور داده‌های ۱۰۱ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس و فرابورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ از طریق داده‌های ترکیبی مورد بررسی و آزمون قرار می‌گیرند. برای تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان و اندازه‌گیری درجات ابهام در اطلاعات حسابداری از دو معیار محافظه‌کاری مشروط و نامشروط استفاده می‌گردد. به علاوه به منظور آزمون تطبیق دهی تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران در سطح ابهام زیاد از آزمون کروسکال-والیس جهت بررسی مقایسه میانگین گروه‌ها بهره گرفته می‌شود. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین گروه‌های مختلف در سطح ابهام زیاد تنها در سطح بالای محافظه‌کاری نامشروط بین تصمیمات مدیران و سهامداران با معیار بازده غیرعادی انباشته متفاوت است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که تطابق (عدم تطابق) تصمیمات سهامداران و مدیران تحت تاثیر ابهام زیاد اطلاعات حسابداری کاهش (افزایش) می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: تصمیمات عقلایی مدیران، تصمیمات عقلایی سهامداران، ابهام در اطلاعات حسابداری.

۱- مقدمه

سهامداران ارکان اصلی بازارها و نهادهای مالی به شمار می‌روند و همواره در پی اطلاعاتی هستند که با استفاده از آنها، تصمیم‌های مناسبی بگیرند. لازمه تصمیم‌گیری مناسب، وجود اطلاعات شفاف و صحیح است (کرمی و افتخاری، ۱۳۹۲). این اطلاعات باید به گونه‌ای باشد که سهامداران، اعطاکندگان 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. اطلاعات شفاف باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد (لی و همکاران^۱، ۲۰۱۸).

با جدایی مالکیت از مدیریت و با شکل‌گیری روابط نمایندگی تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد گردید. بدان معنا که ممکن است مدیران، دست به رفتارهای فرصت‌طلبانه زده و تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع آنها و برخلاف منافع سهامداران باشد (بدیعی و همکاران، ۱۳۹۳). مدیران که در کانون تضاد منافع قرار دارند، با ارائه اطلاعات مالی سعی می‌کنند از یک سو موقعیت خود را در شرکت حفظ کنند و از سوی دیگر تضاد منافع را کاهش دهند. آنان انگیزه دارند که وضعیت شرکت را مطلوب جلوه داده و اغلب به علت اختیارات مدیریت در ارائه گزارش‌ها، فرصت اعمال این رویه را نیز بدست می‌آورند (کردستانی و خاتمی، ۱۳۹۵). در بسیاری از موارد مدیران بدلیل عدم اطمینان در انجام عملیات آتی شرکت، از طریق دستکاری رویه‌ها و روش‌های حسابداری باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند. سرمایه‌گذاری ناکارآمد شرکت با درجه عدم تقارن اطلاعات افزایش می‌یابد، در حالی که اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می‌تواند با بهبود قراردادها و نظارت و همچنین کاهش خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب، بازده سرمایه‌گذاری را افزایش دهد (لی و همکاران، ۲۰۱۸). عدم اطمینان که به آن ابهام گفته می‌شود نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌ها دارد. در بازارهای مالی عدم اطمینان در آینده در رابطه با پرداخت سود سهام، بازده سهام، جریان نقد و غیره به ابهام تعلق دارد. عدم اطمینان اطلاعات باعث افزایش سود (زیان) پیش‌بینی شده می‌شود، یعنی با افزایش سطح عدم اطمینان اطلاعات، سود (زیان) مورد انتظار بیشتر خواهد بود (اکسو^۲، ۲۰۱۶).

از آنجا که اندازه‌گیری ابهام دشوار است، در این پژوهش ملاک اندازه‌گیری ابهام در اطلاعات با استفاده از دو متغیر محافظه‌کاری مشروط و محافظه‌کاری نامشروط می‌باشد. محافظه‌کاری مشروط به معنی کاربرد رویه‌ها و روش‌های

حسابداری می‌باشد که اخبار بد را نسبت به اخبار خوب در یک زمان پایه شناسایی می‌کند که این دلالت بر تأثیرگذاری سیستماتیک در گزارش سود برای اخبار بد و دوره‌های اخبار خوب دارد (ها و فنگ^۳، ۲۰۱۸). محافظه‌کاری نامشروط به معنی پذیرش روش‌ها و رویه‌های حسابداری است که سودها و ارزش دفتری خالص دارایی‌ها را مستقل از اخبار اقتصادی کاهش می‌دهد (گارسیا لارا و همکاران^۴، ۲۰۱۵). محافظه‌کاری حسابداری با ابهام همراه است. شرکت‌هایی که با ابهام بیشتری روبرو هستند، محافظه‌کارانه‌تر عمل می‌کنند (هزی و همکاران^۵، ۲۰۱۸).

ابهام اطلاعاتی که ناشی از ابهام در انجام عملیات آتی شرکت است زمانی اتفاق می‌افتد که مدیر نسبت به توانمندی‌های خود در رابطه با عملکرد شرکت دچار تردید شود و به این نتیجه برسد که مثل گذشته یا حال نمی‌تواند شرکت را در جهت اهداف خودش پیش ببرد و با کاهش فروش مواجه می‌شود. در این شرایط مدیر برای حفظ موقعیت خود در شرکت و با علم اینکه عملیات شرکت در آینده با نوسان شدید در تولید و فروش همراه است اقدام به دستکاری رویه‌ها و روش‌های حسابداری می‌کنند و با افزایش ذخایر و هزینه‌های مخفی در شرکت، سود سال‌هایی را که رشد فروش بالایی داشته است را به سال‌هایی منقل می‌کند که احتمالاً ابهام در انجام عملیات بالاست و شرکت قادر نیست که سود بیشتری را نسبت به سال‌های قبل گزارش کند. بنابراین یکی از دلایلی که محافظه‌کاری نامشروط یعنی دستکاری مدیریت با انگیزه‌های خاص اتفاق می‌افتد متأثر از تفکر مدیریت نسبت به عملیات آتی شرکت است و از طریق ذخیره‌سازی و انتقال سود به سال‌های آتی افزایش می‌یابد. دستکاری‌های مدیریت باعث می‌شود تا مساله ابهام در انجام عملیات، برای سهامداران با تاخیر افشاء شود. بنابراین محافظه‌کاری نامشروط از این بابت می‌تواند یکی از پروکسی‌های اندازه‌گیری ابهام اطلاعاتی یا در واقع تصویری از ابهام عملیاتی شرکت باشد چون کارکرد حسابداری این است که تصویری از یک واقعیت شرکت را نشان می‌دهد. محافظه‌کاری مشروط یعنی عدم تقارن زمانی سود و بازده، زمانی ایجاد می‌شود که سهامداران بالفعل نسبت به بازده‌های منفی و اخبار بد واکنش سریعتری نسبت به بازده‌های مثبت و اخبار خوب از خود نشان می‌دهند. این عدم تقارن در واکنش به بازده‌های منفی و مثبت و اخبار خوب و بد نشان از ترس و نااطمینانی سهامداران به عملکرد مدیریت است. بنابراین می‌توان گفت که محافظه‌کاری مشروط این علامت را به سهامداران بالفعل می‌دهد که آیا عملکرد مدیر در آینده با ابهام روبرو است یا خیر؟ در واقع در محافظه‌کاری

احتیاط به معنای دور اندیشی مدیران و سهامداران می‌باشد. مدیران در محیط‌های کسب و کار خود انتظار ندارند رویدادهایی خارج از کنترل آنها رخ دهد تا این امر موجب شود که مدیران با گزینش نادرست، بر اساس عدم اطمینان از آینده شرکت و به شیوه‌ای ناکارا (سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب) اقدام به تصمیم‌گیری نمایند. متعاقب آن، ریسک سرمایه‌گذاری و در نتیجه هزینه‌های تأمین مالی شرکت افزایش می‌یابد (بیدل و همکاران،^۷ ۲۰۰۹). همچنین وجود رقبا و رقابت روز افزون بنگاه‌های اقتصادی موجب شده که مدیران در تصمیم‌های مالی خود راهبردی‌تر عمل کنند. بنابراین یکی از راه‌های کمک به مدیران برای مقابله با شرایط ابهام در عملیات آتی، اعمال محافظه‌کاری حسابداری می‌باشد (باسو،^۸ ۲۰۰۹).

اطلاعات عامل اصلی تعیین‌کننده بهره‌وری سرمایه‌گذاری است. به طور کلی، سرمایه‌گذاری ناکارآمد شرکت با درجه بالای ابهام در انجام عملیات آتی افزایش می‌یابد. بنابراین سرمایه‌گذاری ضعیف و ناکارا می‌تواند تبعات مالی جدی داشته باشد (لی و همکاران، ۲۰۱۸). اگر مدیران مبلغ بسیار زیادی را به صورت ناکارا سرمایه‌گذاری کند شرکت با هزینه‌های استهلاک بالا و سایر هزینه‌های غیرضروری مواجه خواهند شد. از سوی دیگر اگر به میزان کافی سرمایه‌گذاری نکند ممکن است تجهیزات شرکت به حد کافی پیشرفته نباشد تا شرکت بتواند تولید رقابتی نماید، همچنین اگر شرکت ظرفیت کافی نداشته باشد ممکن است سهم بازار را به شرکت‌های رقیب واگذار کند و در آن صورت بازیافتن سرمایه شرکت نیازمند هزینه‌های بالایی همچون هزینه‌های تأمین مالی خواهد بود (جافر و موسوی، ۱۳۹۲). با افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و وام‌دهی به چنین شرکت‌هایی، بازده مورد توقع اعتباردهندگان و در نتیجه هزینه‌های تأمین مالی شرکت نیز افزایش خواهد یافت (بیتی و همکاران،^۹ ۲۰۰۷).

در نتیجه، شرکت‌هایی که با محدودیت در تأمین مالی مواجه هستند، پروژه‌های دارای ارزش‌های خالص مثبت را به علت هزینه‌های بالای تأمین مالی کنار می‌گذارند که این امر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت منتج می‌شود (عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت)؛ حتی در شرایطی که شرکت موفق به تأمین مالی به میزان کافی گردد نیز هیچگونه ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود، زیرا مدیران ممکن است بر اثر گزینش اشتباه پروژه‌های نامناسب و ناکارا، منابع موجود را در زمینه‌ای اشتباه مصرف و آن را به هدر دهند که در این صورت شرکت به سمت سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (سرمایه‌گذاری در

مشروط سهامداران بالفعل به سایر استفاده‌کنندگان این سیگنال یا علامت را می‌دهند که سطح بالایی از بازده‌های منفی به معنای ابهام در عملکرد آتی شرکت می‌باشد. نقوص بازار به همراه عدم تقارن اطلاعاتی و مساله نمایندگی، می‌تواند به اجرای پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری اضافی) و رد پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری ناکافی) منجر شود. براساس مساله نمایندگی، سرمایه‌گذاری اضافی و ناکافی را می‌توان از طریق بیان وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران تشریح کرد (مشایخی و محمدپور، ۱۳۹۳). بنابراین بررسی تاثیر درجات مختلف ابهام در اطلاعات حسابداری بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری بعنوان یکی از تصمیمات مدیران بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها و بازده غیر عادی انباشته شرکت‌ها بعنوان یکی از تصمیمات سهامداران از اهداف اصلی پژوهش می‌باشد. همچنین چگونگی مطابقت‌دهی تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران با هدف حداکثرسازی ثروت با شناخت از مفهوم و درجات ابهام اطلاعاتی در گزارشات حسابداری کمک‌کننده در تصمیم‌گیری به مخاطبان اصلی این پژوهش می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه‌های پژوهش

هیئت استانداردهای حسابداری مالی، در بیانیه مفهومی شماره دو، محافظه‌کاری در حسابداری را به صورت یه واکنش محافظه‌کارانه به ابهام برای اطمینان از منظور نمودن ریسک‌ها و ابهامات موجود در شرکت به قدر کافی، تعریف کرده است (هیئت استانداردهای حسابداری مالی،^۶ ۱۹۸۰). پیش نویس چارچوب مفهومی مشترک برای گزارشگری مالی، ارائه شده در سال ۲۰۰۸، بیان می‌کند که محافظه‌کاری ممکن است موجب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی شود؛ به گونه‌ای که بینش‌های سرمایه‌گذار در خصوص جریان‌های نقد آتی را دچار نقصان نماید. همچنین بر طبق این چارچوب، احتیاط توصیف شده یا محافظه‌کاری، به عنوان یک مشخصه کیفی یا پاسخ منطقی به ابهام با کیفیت بی طرفی، در تعرض است (هیئت استانداردهای حسابداری مالی، ۲۰۰۸). کمیته فنی سازمان حسابرسی ایران در مفاهیم نظری گزارشگری مالی محافظه‌کاری را به عنوان یکی از مولفه‌های خصوصیت کیفی قابل اتکا بودن در نظر گرفته است. اما واژه محافظه‌کاری را به کار نبرده و از واژه احتیاط به جای آن استفاده نموده است (بدیعی و همکاران، ۱۳۹۳). بنابراین، ابهام یک دلیل ساده و در عین حال قانع‌کننده برای محافظه‌کاری حسابداری فراهم می‌کند (هزی و همکاران، ۲۰۱۸).

می‌شود و درک ریسک سهامداران را بالا می‌برد (کراوت و موسلو^{۱۲}، ۲۰۱۳). ابهام زیاد در رابطه با رویدادهای آتی و رویدادهای گذشته از طرفی باعث می‌شود تا مدیران قادر به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسبی در دارایی‌های شرکت نباشند و از طرفی سهامداران که اعتباردهندگان شرکت محسوب می‌شوند در شرایط وجود ابهام زیاد از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت بپرهیزند. زیرا سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با فرصت‌های رشد پایین برای آنها بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری را به همراه نخواهد داشت (لی و همکاران، ۲۰۱۸). در صورت وجود ابهام، تصمیمات افراد تنها با یک توزیع احتمال روبرو نیستند بلکه مجموعه‌ای از توزیع احتمال را در بر می‌گیرند. افزایش ابهام ارزش یک فرصت سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. دلیل این امر آن است که اگر یک شرکت آینده را مبهم تلقی کند، ارزش کمتری برای شرکت انتظار خواهد داشت زیرا ارزش مورد انتظار اطلاعات جدید کاهش می‌یابد (ویوانی و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۷).

با توجه به هدف‌گذاری سازمان بورس اوراق بهادار در الزام به توسعه بکارگیری استانداردهای حسابداری بین‌المللی و اهداف کمیته تدوین استانداردهای حسابداری در سازمان حسابرسی و در نظر گرفتن شرایط خاص محیط کسب و کار بررسی موضوع ابهام بعنوان مقوله توضیح دهنده ریسک که برای تصمیم‌گیران برون‌سازمانی حائز اهمیت می‌باشد. آگاهی بخشی از طریق ایجاد شاخصه‌های بیان‌کننده ابهام اطلاعاتی و قابل مقایسه شدن این اطلاعات در بین شرکت‌های منتخب سرمایه‌گذاری کمک به ارتقا کیفیت تصمیم‌گیری مخاطبان خواهد کرد. با توجه به مطالب گفته شده پرسش اصلی پژوهش حاضر این است که آیا ابهام اطلاعاتی بر همگون‌سازی تصمیمات مدیران و سهامداران نقش و تاثیر معناداری دارد؟

گانگ و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۹) به بررسی تأثیرات بی‌اعتمادی ابهام و عدم اطمینان اطلاعات بر مومنتوم پرداختند. نتایج نشان داد که تأثیر مومنتوم برای شرکت‌هایی که عدم اطمینان بیشتری دارند (به عنوان مثال شرکت‌های کوچک‌تر، جوان و بی‌ثبات) قوی‌تر است. علاوه بر این، تأثیر عدم اطمینان اطلاعات در کشورهایی که درجه ابهام کمتری دارند، قوی‌تر است.

هزی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی محافظه‌کاری حسابداری، استراتژی کسب و کار و ابهام پرداختند. نتایج آنها نشان داد که شرکت‌هایی که ابهام بیشتری دارند گزارشات خود را محافظه‌کارانه‌تر ارائه می‌دهند. همچنین به بررسی شرکت‌هایی با استراتژی کسب و کار تهاجمی و تدافعی پرداختند. آنها نشان دادند که شرکت‌هایی با استراتژی تدافعی

پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی) و یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد سوق داده می‌شود (بر اثر از دست دادن منابع موجود به علت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب و ناکارا و عدم امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب دارای ارزش فعلی خالص مثبت) (گارسیا لارا و همکاران، ۲۰۱۵). در مقابل سهامداران در تصمیم‌های مربوط به سرمایه‌گذاری خود به دنبال حداکثرسازی ثروت خود هستند. بنابراین در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش بازار سهام آنها بالا بوده و دارای فرصت‌های رشد بالایی باشند. به علاوه سهامداران خواهان کسب بازده بیشتری از میزان بازدهی اوراق بهاداری که در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند، هستند و تمایل دارند عایدات بیشتری نسبت به دیگران کسب کنند. بنابراین کارایی سرمایه‌گذاری باعث می‌شود که بازده بیشتری کسب کنند. مدیران و سهامداران در تصمیم‌های خود در رابطه با گذشته و آینده دارای ابهام هستند. اگر مدیران و سهامداران در تصمیمات خود بیش از حد انتظار محافظه‌کاری را اعمال نکنند (ابهام زیاد) موجب بهبود تصمیم‌گیری‌های آنها می‌گردد. محافظه‌کاری با بهبود نظارت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران از طریق کاهش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند و موجب تسهیل دسترسی به تامین مالی خارجی ارزان قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری در جایی که مدیران مایلند سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشند، می‌شود (جافر و موسوی، ۱۳۹۲). به علاوه احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته توسط شرکت که به مفهوم عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی است (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) نیز کاهش می‌یابد (گماریز و بالستا^{۱۵}، ۲۰۱۳).

بنابراین انتظار می‌رود ابهام اطلاعاتی بر همگرایی و یا واگرایی تصمیمات مدیران و سهامداران نقش اساسی داشته باشد فرضیه همگرایی، دسترسی یکسان اطلاعات و قابلیت مقایسه با سایر اطلاعات در گزارش‌های سالانه را برای مدیران و سهامداران در نظر می‌گیرد، که با افزایش اطلاعات در دسترس سهامداران، تفسیر عوامل شناخته شده ریسک و رویدادهای غیر منتظره و کاهش درک ریسک سرمایه‌گذاران، بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد (کمپیل و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۴). در مقابل، فرضیه واگرایی از ناهمگونی اطلاعات در دسترس مدیران و سهامداران پشتیبانی می‌کند، که با آشکار شدن عوامل خطر ناشناخته قبلی و وقایع غیر منتظره، باعث کاهش بهره‌وری در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

کاهش می‌دهد اما در این رابطه شواهدی مبنی بر رابطه تعاملی مدیران توانمند و کیفیت گزارشگری بالا با ریسک سقوط قیمت سهام آتی مشاهده نشد.

مشایخی و محمدپور (۱۳۹۳) به بررسی کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج آنها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی کوتاه‌تر، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند. همچنین، شرکت‌هایی که استفاده بیشتری (کمتر) از بدهی کوتاه‌مدت می‌کنند، شاهد تاثیر کمتر (بیشتر) کیفیت گزارشگر مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری خواهند بود.

فخاری و رسولی (۱۳۹۲). به بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ پرداختند. نتایج نشان داد که اعمال محافظه‌کاری، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را افزایش می‌دهد اما ارتباط معناداری میان کیفیت اقلام تعهدی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد. یافته‌های آنها تاکید مجددی بر نقش اقلام حسابداری در کمک به سرمایه‌گذاران می‌باشد.

با عنایت به محدودیت‌های برون‌زا و درون‌زا در اقتصاد کشور و لزوم حرکت ملی در اقتصار برای برون رفت از شرایط پرخطر اقتصادی محدود نمودن خطرات و یا قابل پذیرش نمودن آن در این برهه زمانی نسبت به قبل بیشتر مورد توجه قرار گرفته و این مقوله خود نه تنها به افزایش میزان سرمایه‌گذاری بلکه کمک‌کننده کارایی سرمایه‌گذاری و در نهایت توزیع مناسب‌تر ثروت در بازار سرمایه خواهد شد. رونق بورس اوراق بهادار امروز از ضروریات اقتصاد ایران هست و دولت با راهکارهای مختلف در راستای رونق آن اهتمام دارد.

۲-۱- فرضیه‌های پژوهش

در عصر اطلاعات سرمایه‌گذاران به شکل منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند، در این بین اطلاعات مالی شرکت از اهمیت ویژه‌ای نزد سرمایه‌گذاران برخوردار است. شفافیت و عدم وجود ابهام در اطلاعات دریافتی از سوی سرمایه‌گذاران منجر می‌شود که آنان واکنشی صحیح به اطلاعات داده و قیمت سهام به ارزش ذاتی آن نزدیک گردد. در صورت وجود ابهام در اطلاعاتی که از طریق سیستم مالی شرکت به سمت بازار جریان دارد، با تاثیرگذاری بر واکنش سرمایه‌گذاران می‌تواند موجبات نوسان بیش از حد قیمت‌ها را فراهم سازد. نوسان شدید قیمت ریسک انتقالی به سرمایه‌گذاران را افزایش خواهد داد. تدوam این جریان موجب

بر منابع موجود خود تمرکز می‌کنند و شرکت‌هایی با استراتژی تهاجمی با توجه به چشم اندازهای آتی خود به دنبال فرصت‌های کسب و کار جدید هستند بنابراین ابهام بیشتری دارند. به علاوه شرکت‌هایی که ابهام بیشتری دارند، محافظه‌کارتر گزارش می‌دهند.

ویوانی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر ابهام نامتقارن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پرداختند. نتایج نشان داد که مدیرانی که پیش‌بینی دقیق‌تری از بدهی‌های نقدی دارند، علاقه‌ای به سرعت بخشیدن به سرمایه‌گذاری دارند تا بتوانند برای بروز مشکلات حاد از عملکرد خود پشتیبانی کنند. علاوه بر این، وجود ابهام نامتقارن منجر به نگهداشتن وجه نقد بیشتر است. این اطلاعات ممکن است هنگام تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری و تأمین مالی تصمیمات مدیران را تحت ابهام نامتقارن قرار دهد.

گارسیا لارا و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیق خود تحت عنوان محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند روش‌های حسابداری محافظه‌کارانه‌تر موجب کاهش سطح سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و افزایش میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار خواهد شد و این تأثیرات در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعات بالاست، بیشتر بروز می‌کند.

فروغ نژاد و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداختند. نتایج آنها نشان داد که نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارد. بدین صورت که نقدشوندگی سهام منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این کارایی سرمایه‌گذاری منجر با افزایش عملکرد شرکت می‌شود. همچنین یافته‌ها نشان داد که معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از قدرت تبیین بالاتری در مقایسه با دو معیار نسبت حجم معاملات و نسبت نقدشوندگی برخوردار است.

مرادزاده فرد (۱۳۹۵) به بررسی توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی، سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تقویت و در مجموع سبب افزایش انحراف در سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار می‌شود. همچنین توانایی مدیریتی، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را به طور معناداری افزایش می‌دهد. به علاوه کیفیت گزارشگری مالی مطلوب، ریسک سقوط قیمت سهام آتی را

(۱) ارزش بازار به دفتری (MTB): نسبت ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش نسبت ارزش بازار به دفتری بر اساس سطح میانه به دو گروه بالا و پایین تقسیم می‌شود. بنابراین در صورت اخذ تصمیمات عقلایی سهامداران $FMTB - IMTB > 0$ و در صورت اخذ تصمیمات غیرعقلایی سهامداران $FMTB - IMTB \leq 0$ می‌باشد.

FMTB: ارزش بازار به دفتری صنعت.

IMTB: ارزش بازار به دفتری شرکت.

(۲) بازده غیرعادی انباشته (CAR): بازده غیرعادی انباشته برابر است با بازده‌های غیرعادی ماهانه‌ای که در طول سال جمع می‌شوند. و برابر است با (دارایی، ۱۳۹۵):

رابطه (۱)

$$CAR_{q-s} = \sum_{T=q}^s AR_T$$

در رابطه (۱) بازده غیرعادی از رابطه زیر بدست می‌آید:

رابطه (۲)

$$AR_i = r_i - E(r_i)$$

r : نرخ بازده واقعی سهام از طریق رابطه زیر می‌باشد:

رابطه (۳)

$$r_i = \frac{P_{i,1} - P_{i,0} + \text{div}_{i,0}}{P_{i,0}}$$

P : قیمت سهام در ابتدای دوره و انتهای دوره.

Div: سود تقسیمی دوره.

$E(r)$: نرخ بازده مورد انتظار سهام: نرخ بازده مورد انتظار با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای به صورت زیر محاسبه می‌شود:

رابطه (۴)

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times (r_m - r_f)$$

r_m : بازده پرتفولیوی بازار.

r_f : بازده بدون ریسک.

β_i : ریسک سیستماتیک شرکت.

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش مقدار رابطه (۱) بر اساس سطح میانه به دو گروه تصمیمات عقلایی سهامداران و تصمیمات غیرعقلایی سهامداران تقسیم گردید.

می‌شود که در شرایط عدم اطمینان، سرمایه‌گذاران با قبول ریسک بیشتر بازده کمتری دریافت نمایند و به صورت آهسته از بازار خارج شوند. وجود محافظه‌کاری حسابداری باعث می‌شود تا مدیران جهت کاهش زیان‌های اقتصادی ناشی از سرمایه‌گذاری‌هایی با عملکرد ضعیف انگیزه خواهند داشت زیرا بدون چنین اقدامی زیان‌ها افزایش می‌یابند و در دوره تصدی آنها شناسایی خواهند شد. بنابراین محافظه‌کاری (۱) برای اخذ تصمیمات بهینه جهت انجام سرمایه‌گذاری‌ها انگیزه ایجاد می‌کند و (۲) نظارت بر عملکرد و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را آسان می‌سازد. با توجه به مطالب فوق فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین گردیدند.

فرضیه اول: مطابقت‌دهی تصمیمات عقلایی سهامداران و مدیران مبتنی بر درجات مختلف ابهام در اطلاعات حسابداری تفاوت معناداری دارد.

فرضیه دوم: تطابق تصمیمات سهامداران و مدیران تحت تاثیر ابهام زیاد اطلاعات حسابداری کاهش می‌یابد.

۳- روش پژوهش

این پژوهش از جنبه هدف، از نوع تحقیقات کاربردی و از بعد نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی و وابستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین درجات ابهام و تصمیمات مدیران و سهامداران می‌باشد. همچنین، از آنجایی که از طریق آزمایش روابط داده‌های متغیرهای ابهام و انواع تصمیمات به نتیجه‌ای خواهیم رسید، که آن نتیجه تایید کننده یا عدم تایید کنندگی فرضیه پژوهش را در بر دارد تحقیق حاضر را در گروه تئوری‌های اثباتی حسابداری قرار خواهد داد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌های تولیدی فعال در بورس اوراق بهادار تهران که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند بوده، نماد معاملاتی آن‌ها توقف بیش از شش ماه نداشته، زیان‌ده و حقوق صاحبان سهام آن‌ها منفی نبوده طی دوره ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ جمع‌آوری شدند. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده نمونه پژوهش شامل ۱۰۱ شرکت می‌باشد.

۳-۱- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیرهای وابسته

تصمیمات عقلایی سهامداران: در این تحقیق برای اندازه‌گیری تصمیمات عقلایی سهامداران از ارزش بازار به دفتری (MTB) و بازده غیرعادی انباشته (CAR) به صورت زیر بهره گرفته می‌شود.

متغیر مستقل

تصمیمات عقلایی مدیران (INV): در این پژوهش برای اندازه‌گیری تصمیمات عقلایی مدیران از مدل کارایی سرمایه‌گذاری به صورت زیر اعمال می‌شود.

رابطه (۵)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 GO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

INV_{i,t}: تفاوت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود سال جاری و سال قبل تقسیم بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود سال قبل.

CFO_{i,t}: جریان وجه نقد حاصل از عملیات می‌باشد که به منظور همگن‌سازی بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود ابتدای سال تقسیم می‌گردد.

GO_{i,t}: فرصت‌های رشد از تفاوت درآمد فروش سال جاری و سال قبل تقسیم بر درآمد فروش سال قبل بدست می‌آید.

ε_{i,t}: باقیمانده مدل (قدمیاری و افتخاری، ۱۳۹۴).

انجام سرمایه‌گذاری با توجه به رشد شرکت‌ها به عنوان تصمیم‌گیری عقلایی مدیران تلقی می‌شود. در تحقیق حاضر به استناد رابطه (۵) باقیمانده مدل نشان‌دهنده آن میزان از سرمایه‌گذاری می‌باشد که توسط فرصت‌های رشد توضیح داده نمی‌شود. مقادیر خطای حاصل به ۴ قسمت چارک اول تا چهارم تقسیم‌بندی می‌گردند. شرکت‌هایی که میزان سرمایه‌گذاری آنها در چارک دوم و سوم قرار گیرند به عنوان سرمایه‌گذاری کارا یا عقلانی در نظر گرفته می‌شود. همچنین شرکت‌هایی که در چارک اول و چارک چهارم قرار گیرند به عنوان شرکت‌هایی محسوب می‌گردند که سرمایه‌گذاری ناکارایی داشته‌اند. ناکارایی به معنای آن است که تصمیم‌گیری عقلایی توسط مدیریت صورت نپذیرفته است. بنابراین در صورت اخذ تصمیمات عقلایی مدیران $Q_1 < \varepsilon_{i,t} < Q_4$ و در صورت اخذ تصمیمات غیرعقلایی مدیران $Q_1 > \varepsilon_{i,t} > Q_4$ می‌باشد.

متغیرهای مداخله‌گر

ابهام اطلاعات حسابداری: به منظور اندازه‌گیری ابهام اطلاعات حسابداری از دو معیار محافظه‌کاری مشروط و نامشروط استفاده می‌شود.

(۱) ارزیابی سطح محافظه‌کاری نامشروط براساس پژوهش احمد و دالمن^{۱۵} (۲۰۱۲)، بیدل و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۳) و گیولی و هاین^{۱۷} (۲۰۰۰) طبق رابطه (۶) محاسبه می‌شود.

رابطه (۶)

$$UC_SCORE_{i,t} = \frac{TACC_{i,t}}{ATA_{i,t}} \times (-1)$$

UC_SCORE_{i,t}: شاخص محافظه‌کاری نامشروط شرکت i در سال مالی t است.

TACC_{i,t}: کل اقلام تعهدی شرکت i در سال مالی t است.

ATA_{i,t}: میانگین کل دارایی‌های شرکت i در سال مالی t است.

به عقیده گیولی و هاین (۲۰۰۰) رشد اقلام تعهدی می‌تواند شاخصی از تغییر در درجه محافظه‌کاری حسابداری در یک دوره بلندمدت باشد. به بیانی دیگر اگر اقلام تعهدی افزایش یابد، در آن صورت محافظه‌کاری کاهش می‌یابد و برعکس، از این رو برای تعیین جهت تغییرات محافظه‌کاری اقلام تعهدی در عدد منفی یک ضرب می‌شود. بنابراین، در رابطه فوق مقدار بدست آمده هر چه بالاتر باشد، سطح محافظه‌کاری بیشتری (ابهام بیشتری) را نشان می‌دهد (کردستانی و خاتمی، ۱۳۹۵). در این پژوهش محافظه‌کاری نامشروط به صورت رولینگ سه ساله انجام می‌شود. بدین صورت که اگر مقدار محافظه‌کاری نامشروط از سه سال قبلش بیشتر بود مقدار محافظه‌کاری لحاظ می‌شود که به معنای ابهام زیاد است و اگر مقدار محافظه‌کاری نامشروط از سه سال قبلش کمتر بود مقدار صفر و به معنای ابهام کم می‌باشد.

(۲) برای اندازه‌گیری میزان محافظه‌کاری مشروط در هر سال شرکت، از معیار محافظه‌کاری مشروط خان و واتز^{۱۸} (۲۰۰۹) استفاده شده است. معیار CC_Score با استفاده از مدل باسو (۱۹۹۷) طبق رابطه (۷) محاسبه می‌شود:

رابطه (۷)

$$X_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 D_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

X_{i,t}: سود عملیاتی پس از کسر هزینه‌های مالی تقسیم بر ارزش بازار سرمایه است.

R_{i,t}: بازده سالانه سهام شرکت i در سال مالی t است.

D_{i,t}: متغیر مجازی است و اگر بازده سالانه شرکت منفی باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

β₃: معیار به هنگام بودن اخبار خوب است.

β₄: معیار به هنگام بودن تفاضلی اخبار بد نسبت به اخبار خوب (محافظه‌کاری) است.

ε_{i,t}: باقیمانده مدل است.

مشروط محاسبه شد (کردستانی و خاتمی، ۱۳۹۵). به منظور تفکیک سطوح مختلف ابهام اطلاعاتی از معیار محافظه‌کاری مشروط و نامشروط میانه گرفته می‌شود. مقادیر بالاتر از میانه به عنوان ابهام زیاد و سطوح پایین تر از میانه به عنوان ابهام کم تقسیم‌بندی گردیدند.

متغیرهای کنترل

- (۱) اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان سال مالی t .
- (۲) اهرم مالی (Lev): نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی شرکت i در پایان سال مالی t .
- (۳) بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص بر دارایی‌های اول دوره شرکت i در سال مالی t .

۳-۲- مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا جدول توافقی زیر را تنظیم می‌کنیم با توجه به پرتفوی‌های بدست آمده از آزمون ناپارامتریک کروسکال-والیس^{۱۹} جهت بررسی مقایسه میانگین گروه‌های ایجاد شده بهره گرفته می‌شود. در آزمون کروسکال-والیس متغیر مورد مقایسه کمی، تعداد نمونه‌ها کم و توزیع آنها نرمال نمی‌باشد (مومنی و فعال، ۱۳۹۱). و از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه دوم پژوهش استفاده گردید.

β_3 و β_4 توابع خطی از ویژگی‌های خاص شرکت بوده و براساس روابط (۸) و (۹) تعریف می‌شوند:

رابطه (۸)

$$G - SCORE: \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 MKV_{j,t} + \mu_3 MB_{j,t} + \mu_4 LEV_{j,t}$$

رابطه (۹)

$$C - SCORE: \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 MKV_{j,t} + \lambda_3 MB_{j,t} + \lambda_4 LEV_{j,t}$$

G-SCORE: معیار به موقع بودن اخبار خوب است.

C-SCORE: معیار به موقع بودن تفاضلی اخبار خوب نسبت به اخبار بد (محافظه‌کاری) است.

MB_{j,t}: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت j در سال مالی t است.

LEV_{j,t}: نسبت بدهی یا اهرم مالی شرکت j در سال مالی t است که از تقسیم مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها محاسبه شده است.

MKV_{j,t}: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت j در سال مالی t است. در ادامه رابطه (۱۰) برآورد شده است.

رابطه (۱۰)

$$X_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + (\mu_1 + \mu_2 MKV_{i,t} + \mu_3 MB_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t}) \times R_{i,t} + (\lambda_1 + \lambda_2 MKV_{i,t} + \lambda_3 MB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}) \times D_{i,t} \times R_{i,t} + (\delta_1 MKV_{i,t} + \delta_2 MTB_{i,t} + \delta_3 LEV_{i,t}) + (\delta_4 D_{i,t} \times MKV_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} \times MB_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} \times LEV_{i,t}) + \omega_{i,t}$$

این مدل با استفاده از رگرسیون مقطعی سال- شرکت برآورد شده و با توجه به ضرایب حاصل از این برآورد محافظه‌کاری

جدول (۱) جدول توافقی در سطح ابهام زیاد اطلاعات حسابداری

غیرعقلایی	عقلایی	غیرعقلایی	عقلایی	تصمیمات عقلایی سهامداران	
				تصمیمات عقلایی مدیران	
پایین‌تر از میانه و مقدار صفر	بالاتر از میانه و مقدار CAR	FMTB - IMTB ≤ 0	FMTB - IMTB > 0	$Q_1 < \varepsilon_{i,t} < Q_4$	عقلایی
LH	HH	LH	HH	$Q_1 > \varepsilon_{i,t} > Q_4$	غیرعقلایی
LL	HL	LL	HL		

رابطه (۱۱)

$$(H - L) MTB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 (H - L) INV_{i,t} + \alpha_2 (H) AM_{i,t} + \alpha_3 (H - L) INV_{i,t} \times (H) AM_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۱۲)

$$(H - L) MTB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 (H - L) INV_{i,t} + \alpha_2 (H) AM_{i,t} + \alpha_3 (H - L) INV_{i,t} \times (H) AM_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل‌های فرضیه دوم

رابطه (۱۱) تا (۱۴) برای آزمون فرضیه دوم پژوهش انجام می‌شود با توجه به تحلیل فرضیه دوم ضریب α_3 به عنوان تطابق تصمیمات مدیران و سهامداران و α_3' به عنوان عدم تطابق تصمیمات مدیران و سهامداران در سطح ابهام زیاد مورد بررسی قرار می‌گیرد. به منظور تایید و عدم تایید فرضیه پژوهش فرضیه‌های H_0 و H_1 به صورت زیر تدوین می‌شوند.

جدول (۲) آزمون کروسکال-والیس

	C Score & MTB	C Score & CAR	UC Score & MTB	UC Score & CAR
Chi-Square	۱۸/۴۴۶	۱۳/۲۶۱	۲۱/۸۹۸	۱/۴۶۵
Df	۳	۳	۳	۳
Asymp. Sig.	.۰۰۰	.۰۰۴	.۰۰۰	.۶۹۰

منبع: یافته‌های پژوهش

۴-۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نتایج حاصل در جداول (۳) الی (۵) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

ابهام اطلاعات حسابداری		تصمیمات سهامداران		تصمیمات مدیران	متغیرهای پژوهش
UC Score	C Score	CAR	MTB		
۰/۰۸۴	۰/۵۳۷	۵/۷۳۶	۳/۰۸۶	۰/۱۲۵	میانگین
۰/۰۴۴	۰/۲۶۲	۲/۷۱۵	۲/۴۶۷	۰/۰۴۱	میانه
۰/۶۱۰	۷/۲۷۵	۱۱۵/۶۶۰	۱۴/۷۰۶	۷/۷۳۹	بیشترین مقدار
۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۳۵	۱/۰۱۱	۰/۰۰۰	کمترین مقدار
۰/۱۰۷	۰/۸۱۸	۹/۸۰۹	۱/۹۶۷	۰/۳۷۹	انحراف معیار
۱/۶۵۲	۳/۴۸۸	۵/۱۶۹	۱/۹۵۵	۱۲/۱۷۲	چولگی
۵/۶۰۴	۱۸/۱۹۶	۴۱/۵۴۴	۸/۲۹۰	۲۰۸/۳۱۲	کشیدگی
۹۰۹					تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول شماره (۲) متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. میانگین تصمیمات مدیران برابر با ۰/۱۲۵ می‌باشد که نشان می‌دهد ۱۲/۵ درصد از مشاهدات پژوهش دارای تصمیمات عقلایی مدیران می‌باشد. میانگین MTB و CAR به ترتیب ۳/۰۸۶ و ۵/۷۳۶ می‌باشد که نشان دهنده درصد سهامدارانی می‌باشد که سهام شرکت‌های نمونه را در قلمرو تحقیق خریداری نموده و رفتار عقلایی از خود نشان داده‌اند. همچنین میانگین C Score و UC Score به ترتیب ۰/۵۳۷ و ۰/۰۸۴ می‌باشد که نشان می‌دهد ۵۳ درصد و ۸ درصد از مشاهدات پژوهش دارای ابهام اطلاعاتی بالا می‌باشند.

رابطه (۱۳)

$$(H - L) CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(H - L) INV_{i,t} + \alpha_2(H) AM_{i,t} + \alpha_3(H - L) INV_{i,t} \times (H) AM_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۱۴)

$$(H - L) CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(H - L) INV_{i,t} + \alpha_2(H) AM_{i,t} + \alpha_3'(H - L) INV_{i,t} \times (H) AM_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$H_0: \alpha_3' \leq \alpha_3$$

$$H_1: \alpha_3' > \alpha_3$$

۴- یافته‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور بررسی مقایسه میانگین گروه‌ها از آزمون کروسکال-والیس و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی و استنباطی استفاده گردید. در آمار توصیفی اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی، کشیدگی، حداقل و حداکثر مقادیر متغیرهای پژوهش در مورد بانک‌های نمونه محاسبه شد. در آمار استنباطی از آزمون هم‌خطی (عامل تورم واریانس)، آزمون مانایی متغیرها، آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون همسانی واریانس بهره گرفته شد. همچنین از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته جهت کم‌رنگ کردن اثرات ناهمسانی واریانس و آزمون‌های معتبری نظیر تی‌استیودنت و F فیشر جهت معنادار بودن ضرایب رگرسیون و معنادار بودن معادله رگرسیون استفاده گردید. به علاوه برای توصیف تغییرات متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت به متغیر وابسته از ضریب تعیین تعدیل شده و برای بررسی عدم خودهمبستگی داده‌ها از آزمون دورین-واتسون و برای بررسی معناداری تفاوت ضرایب تعیین دو مدل از آزمون Z کرامر استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار SPSS و Eviews بهره گرفته شد.

۴-۱- نتایج آزمون مقایسه میانگین گروه‌ها

جدول (۲) مقدار آماره مربع کی با درجه آزادی ۳ و مقدار احتمال آماره را نشان می‌دهد. با در نظر گرفتن سطح معنی‌داری ۵ درصد ملاحظه می‌گردد تفاوت معنی‌داری بین گروه‌ها (UC Score & C Score, CAR, C Score & MTB) وجود دارد. بدین معنی که مقدار ابهام در سطوح مختلف تطابق سهامداران و مدیران متفاوت است. همچنین تفاوت معنی‌داری بین گروه‌های (UC Score & CAR) وجود ندارد و این امر نشان دهنده یکسان بودن مقدار ابهام در سطوح مختلف تطابق سهامداران و مدیران است.

جدول (۴) آمار توصیفی داده‌های پژوهش با متغیر وابسته MTB و مستقل C Score

ROA		LEV		SIZE		CSCORE		MTB		متغیرهای پژوهش
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۱۷۴	۰/۱۵۸	۰/۵۶۲	۰/۵۷۱	۱۳/۸۶۸	۱۴/۰۰۳	۰/۹۵۳	۰/۹۳۰	۳/۴۴۱	۳/۱۱۱	میانگین
۰/۱۲۷	۰/۱۱۸	۰/۵۹۵	۰/۵۹۰	۱۳/۶۵۳	۱۳/۸۴۵	۰/۵۳۹	۰/۵۴۳	۲/۱۲۳	۲/۳۲۰	میانه
۰/۸۷۶	۰/۸۱۹	۰/۹۶۲	۰/۹۶۰	۱۸/۵۴۹	۱۹/۱۴۹	۷/۲۷۵	۵/۰۵۷	۱۴/۷۰۶	۱۱/۵۴۱	بیشترین مقدار
۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۶۵	۰/۱۱۵	۱۰/۲۲۶	۱۰/۳۵۲	۰/۲۶۲	۰/۲۶۳	۱/۰۱۴۴	۱/۰۱۵	کمترین مقدار
۰/۱۵۹	۰/۱۳۱	۰/۱۹۷	۰/۱۷۹	۱/۳۷۲	۱/۶۷۸	۱/۰۶۶	۰/۹۳۹	۲/۵۰۷	۲/۰۷۷	انحراف معیار
۱/۸۳۳	۱/۵۵۴	-۰/۴۹۲	-۰/۳۴۵	۰/۶۶۳	۱/۰۲۰	۲/۸۹۶	۲/۰۷۴	۱/۶۲۸	۱/۶۰۹	چولگی
۶/۸۶۵	۵/۹۸۵	۲/۴۱۲	۲/۴۰۲	۳/۷۹۲	۴/۱۶۰	۱۲/۹۳۵	۶/۹۶۰	۶/۴۳۳	۵/۴۹۴	کشیدگی
۲۲۷										تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۵) آمار توصیفی داده‌های پژوهش با متغیر وابسته CAR و مستقل C Score

ROA		LEV		SIZE		CSCORE		CAR		متغیرهای پژوهش
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۱۷۲	۰/۱۶۰	۰/۵۶۴	۰/۵۶۸	۱۳/۹۶۰	۱۳/۹۳۱	۰/۹۷۳	۰/۹۱۰	۵/۸۳۲	۵/۴۴۲	میانگین
۰/۱۳۲	۰/۱۱۷	۰/۵۹۴	۰/۵۹۱	۱۳/۷۶۲	۱۳/۷۳۶	۰/۵۶۵	۰/۵۲۶	۲/۴۸۹	۲/۷۵۰	میانه
۰/۸۷۶	۰/۸۱۹	۰/۹۶۲	۰/۸۹۳	۱۸/۸۱۷	۱۹/۱۴۹	۷/۲۷۵	۵/۹۳۶	۱۱۵/۶۶۰	۹۹/۸۳۷	بیشترین مقدار
۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۹۶	۰/۰۶۵	۱۰/۲۲۶	۱۰/۳۵۲	۰/۲۶۳	۰/۲۶۲	۰/۰۷۹	۰/۰۳۵	کمترین مقدار
۰/۱۴۶	۰/۱۴۶	۰/۱۸۷	۰/۱۸۹	۱/۴۸۲	۱/۵۸۴	۱/۰۳۸	۰/۹۶۹	۱۰/۷۷۵	۱۰/۶۹۱	انحراف معیار
۱/۷۷۲	۱/۷۹۳	-۰/۳۷۹	-۰/۴۹۳	۰/۹۴۵	۰/۹۱۷	۲/۶۹۶	۲/۴۲۳	۶/۲۰۲	۵/۶۱۰	چولگی
۷/۲۳۸	۶/۶۵۴	۲/۴۸۶	۲/۴۰۷	۴/۲۵۴	۴/۲۶۳	۱۲/۱۳۵	۹/۰۶۰	۵۴/۷۴۰	۴۰/۷۷۴	کشیدگی
۲۲۷										تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۶) آمار توصیفی داده‌های پژوهش با متغیر وابسته MTB و مستقل UC Score

ROA		LEV		SIZE		UCSCORE		MTB		متغیرهای پژوهش
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۱۶۷	۰/۱۷۴	۰/۵۵۷	۰/۵۵۹	۱۴/۱۰۲	۱۴/۰۶۵	۰/۱۶۳	۰/۱۵۸	۳/۲۵۰	۳/۰۴۵	میانگین
۰/۱۲۶	۰/۱۳۷	۰/۵۶۷	۰/۵۸۴	۱۳/۹۸۵	۱۳/۸۸۲	۰/۱۲۳	۰/۱۲۷	۲/۴۶۷	۲/۵۱۸	میانه
۰/۹۰۲	۰/۹۳۵	۰/۹۶۵	۰/۹۴۷	۱۸/۹۰۳	۱۹/۱۴۹	۰/۶۱۰	۰/۵۰۵	۱۴/۷۰۶	۱۱/۵۴۱	بیشترین مقدار
۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۹۶	۰/۱۳۰	۱۱/۲۴۷	۱۰/۳۵۲	۰/۰۴۶	۰/۰۴۴	۱/۰۲۳	۱/۰۷۴	کمترین مقدار
۰/۱۵۱	۰/۱۴۶	۰/۱۸۴	۰/۱۷۳	۱/۴۷۵	۱/۴۵۹	۰/۱۱۳	۰/۱۰۰	۲/۲۷۲	۱/۷۷۰	انحراف معیار
۱/۸۸۰	۱/۹۲۴	-۰/۳۴۰	-۰/۳۴۱	۰/۷۵۸	۱/۰۳۲	۱/۴۴۱	۱/۰۶۰	۲/۲۴۳	۱/۸۵۳	چولگی
۷/۸۴۲	۸/۰۹۰	۲/۵۶۶	۲/۳۹۶	۳/۶۵۲	۵/۱۲۳	۴/۷۷۳	۳/۳۸۷	۹/۶۹۶	۷/۱۴۱	کشیدگی
۲۲۷										تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۷) آمار توصیفی داده‌های پژوهش با متغیر وابسته CAR و مستقل UC Score

ROA		LEV		SIZE		UCSCORE		CAR		متغیرهای پژوهش
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۱۶۹	۰/۱۷۳	۰/۵۵۸	۰/۵۵۷	۱۴/۱۴۳	۱۴/۰۲۵	۰/۱۶۰	۰/۱۶۱	۴/۹۱۵	۵/۴۲۲	میانگین
۰/۱۳۵	۰/۱۳۲	۰/۵۸۶	۰/۵۷۴	۱۳/۸۸۲	۱۳/۹۲۲	۰/۱۲۸	۰/۱۲۱	۲/۴۱۷	۲/۴۸۹	میانه
۰/۹۰۲	۰/۹۳۵	۰/۹۶۳	۰/۹۶۵	۱۸/۹۰۳	۱۹/۱۴۹	۰/۶۱۰	۰/۴۵۳	۵۰/۳۷۹	۸۵/۰۱۵	بیشترین مقدار

ROA		LEV		SIZE		UCSCORE		CAR		متغیرهای پژوهش
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۹۶	۰/۱۳۰	۱۰/۶۷۱	۱۰/۳۵۲	۰/۰۴۴	۰/۰۴۶	۰/۰۳۵	۰/۰۳۵	کمترین مقدار
۰/۱۴۶	۰/۱۵۰	۰/۱۸۵	۰/۱۷۲	۱/۴۹۳	۱/۴۳۹	۰/۱۰۸	۰/۱۰۵	۷/۲۲۴	۹/۶۷۹	انحراف معیار
۱/۹۶۵	۱/۸۳۳	-۰/۳۶۱	-۰/۳۱۷	۰/۹۲۷	۰/۸۵۰	۱/۴۸۹	۱/۰۹۶	۳/۶۸۵	۴/۵۷۱	چولگی
۸/۴۵۸	۷/۴۹۴	۲/۵۷۱	۲/۳۸۲	۴/۰۷۳	۴/۶۷۰	۵/۴۲۰	۳/۱۷۳	۲۰/۲۴۶	۲۹/۲۹۲	کشیدگی
۲۲۷										تعداد مشاهدات

منبع: یافته‌های پژوهش

احتمال آماره Z کرامر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. با توجه به بیشتر بودن ضریب تعیین تعدیل شده عدم تطابق تصمیمات مدیران و سهامداران نسبت به تطابق تصمیمات مدیران و سهامداران ارتباط متغیرهای مستقل با وابسته در حالت اول قوی‌تر است. مقدار احتمال و علامت آماره t، بین متغیر INV*UCSCORE و MTB، در هر دو سطح رابطه منفی و معناداری را نشان می‌دهد. همچنین بیشتر بودن ضریب α_3 نسبت به α_3 نشان دهنده پذیرش فرضیه دوم است. با توجه به مقدار احتمال و علامت آماره t در سطح معناداری ۵ درصد، بین متغیر INV*UCSCORE و CAR، در هر دو سطح رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بیشتر بودن ضریب α_3 نسبت به α_3 نشان دهنده پذیرش فرضیه دوم است.

با توجه به مقدار احتمال و علامت آماره t در سطح معناداری ۵ درصد، بین متغیر INV*UCSCORE و MTB، در هر دو سطح رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه دوم مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد.

با توجه به مقدار احتمال و علامت آماره t در سطح معناداری ۵ درصد، بین متغیر INV*UCSCORE و CAR، در هر دو سطح رابطه منفی و معناداری وجود دارد. لذا از آنجا که ضریب α_3 نسبت به α_3 بیشتر است فرضیه دوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

جداول (۴) الی (۷) متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. با توجه به مقادیر بیشترین مقدار، کمترین مقدار و میانگین اعداد MTB در جداول (۴) و (۶)، نزدیک بودن مقدار میانگین به کمترین مقدار بیانگر این است که فرصت رشد شرکت که نشان‌دهنده سودآوری است، در بیشتر شرکت‌های مورد بررسی کم می‌باشد. جداول (۵) و (۷) مقادیر بیشترین مقدار، کمترین مقدار و میانگین اعداد CAR را نشان می‌دهد. نزدیک بودن مقدار میانگین به کمترین مقدار، بیانگر این است که ارزیابی اطلاعات بیشتر شرکت‌های مورد بررسی برای پیش‌بینی بازده واقعی با دقت بالاتری صورت گرفته است. همچنین مثبت بودن مقادیر یاد شده نشان دهنده افزایش ثروت سرمایه‌گذاران است. جداول (۴) و (۵) مقادیر بیشترین مقدار، کمترین مقدار و میانگین اعداد C Score را نشان می‌دهد. نزدیک بودن مقدار میانگین به کمترین مقدار، بیانگر این است که در بیشتر شرکت‌های مورد بررسی محافظه‌کاری مشروط که نشان‌دهنده به هنگام بودن تفاضلی پاسخ به اخبار بد نسبت به اخبار خوب است کم می‌باشد. با توجه به مقادیر بیشترین مقدار، کمترین مقدار و میانگین اعداد UC Score در جداول (۶) و (۷)، نزدیک بودن مقدار میانگین به کمترین مقدار بیانگر این است که در بیشتر شرکت‌های مورد بررسی تمایل به کمتر نشان دادن سود یا همان محافظه‌کاری نامشروط کم است.

۴-۳- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج فرضیه دوم در جداول (۸) الی (۱۱) ارائه گردیده است. احتمال آماره F در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. در جدول قوق آزمون دوربین- واتسون برای مدل پژوهش عدم خودهمبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای تطابق تصمیمات مدیران و سهامداران معادل ۶۲/۵ درصد و برای عدم تطابق تصمیمات مدیران و سهامداران معادل ۷۷/۸ درصد است که این تفاوت با توجه به

جدول (۸) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه دوم پژوهش با متغیر وابسته MTB و مستقل C Score

احتمال		آماره t		ضریب		متغیر
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۴/۵۰۰	۳/۶۵۹	۳/۵۹۷	۲/۱۰۰	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱۵/۳۱۴	۱۲/۲۰۶	-۲/۹۲۱	۲/۵۵۹	INV
۰/۰۰۱	۰/۴۳۴	۳/۱۶۱	۰/۷۸۳	۰/۳۰۴	۰/۰۶۸	CSCORE
۰/۰۱۷	۰/۰۴۵	-۱/۷۸۵	-۲/۴۰۳	-۰/۲۵۱	-۰/۳۴۳	INV*CSCORE
۰/۵۸۲	۰/۰۰۲	-۰/۵۵۱	-۳/۰۹۷	-۰/۰۲۸	-۰/۱۱۸	SIZE
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۴/۸۹۰	۴/۵۲۷	۱/۹۸۳	۱/۹۲۶	LEV
۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	۳/۳۱۲	۲/۷۲۳	۱/۸۱۷	۱/۷۶۲	ROA
۱۳۳/۶۴۵	۶۳/۹۶۷	آماره F		۰/۷۸۴	۰/۶۳۵	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۷۷۸	۰/۶۲۵	ضریب تعیین تعدیل شده
	-۳۹/۵۶۸	آماره Z کرامر		۱/۶۵۴	۱/۸۸۶	آماره دوربین- واتسون
	۰/۰۰۰	احتمال (آماره Z کرامر)				

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۹) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه پژوهش با متغیر وابسته CAR و مستقل C Score

احتمال		آماره t		ضریب		متغیر
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۰۳۱	۰/۳۰۸	-۲/۱۶۹	۱/۰۲۰	-۷/۳۰۸	۲/۹۳۱	مقدار ثابت
۰/۲۱۹	۰/۳۶۹	۱/۲۳۱	-۰/۸۹۹	۱/۱۰۳	-۱/۲۱۰	INV
۰/۰۰۲	۰/۱۸۴	۳/۰۳۶	۱/۳۳۲	۱/۱۲۳	۰/۵۵۰	CSCORE
۰/۰۴۷	۰/۰۴۸	-۰/۰۹۲	-۰/۰۹۴	-۰/۳۲۸	-۲/۸۲۴	INV*CSCORE
۰/۰۴۴	۰/۹۲۱	۲/۰۲۱	-۰/۰۹۸	۰/۴۵۳	-۰/۰۲۰	SIZE
۰/۰۰۰	۰/۷۹۰	۳/۹۷۰	۰/۲۶۶	۶/۴۴۱	۰/۴۱۹	LEV
۰/۰۹۷	۰/۰۵۰	۱/۶۶۶	۱/۹۶۵	۴/۴۳۴	۴/۲۹۶	ROA
۶/۴۵۰	۲/۹۳۷	آماره F		۰/۳۲۳	۰/۱۴۹	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	احتمال (آماره F)		۰/۳۰۵	۰/۱۲۶	ضریب تعیین تعدیل شده
	-۱۵/۲۹۰	آماره Z کرامر		۱/۷۶۱	۲/۰۲۵	آماره دوربین- واتسون
	۰/۰۰۰	احتمال (آماره Z کرامر)				

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۱۰) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه پژوهش با متغیر وابسته MTB و مستقل UC Score

احتمال		آماره t		ضریب		متغیر
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۵/۹۹۰	۴/۸۱۲	۴/۸۷۳	۲/۵۴۸	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱۰/۴۳۹	۶/۰۱۸	-۲/۵۵۵	۱/۳۶۹	INV
۰/۰۰۰	۰/۳۸۳	-۴/۰۰۹	-۰/۸۷۲	-۳/۱۱۰	-۰/۷۸۸	UCSCORE
۰/۰۲۶	۰/۰۱۰	۱/۱۱۲	۲/۵۷۴	۱/۴۲۷	۳/۰۲۱	INV*UCSCORE
۰/۰۱۶	۰/۰۱۳	-۲/۴۲۷	-۲/۴۸۶	-۰/۱۴۰	-۰/۰۹۰	SIZE
۰/۰۰۰	۰/۰۲۲	۶/۲۴۱	۲/۳۰۱	۲/۶۷۱	۰/۹۲۶	LEV
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۵/۹۹۴	۳/۴۱۷	۳/۴۰۹	۱/۵۵۷	ROA
۲۴/۸۱۳	۶۲/۶۴۳	آماره F		۰/۷۹۷	۰/۶۳۰	ضریب تعیین

احتمال		آماره t		ضریب		متغیر
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۷۶۵	۰/۶۲۰	ضریب تعیین تعدیل شده
	-۱۰/۹۰۸	آماره Z کرامر		۲/۰۹۱	۱/۷۷۴	آماره دوربین- واتسون
	۰/۰۰۰	احتمال (آماره Z کرامر)				

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۱۱) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه پژوهش با متغیر وابسته CAR و مستقل UC Score

احتمال		آماره t		ضریب		متغیر
HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	HHL-HLH	HHH-HLL	
۰/۴۳۳	۰/۱۲۲	۰/۷۸۴	۱/۵۴۸	۲/۰۳۲	۳/۴۷۱	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۳/۴۸۰	۶/۳۷۳	-۲/۶۷۵	۵/۲۶۸	INV
۰/۰۰۰	۰/۹۱۶	-۴/۴۳۴	۰/۱۰۵	-۱۲/۱۷۴	۰/۳۰۷	UCSCORE
۰/۰۰۰	۰/۰۴۳	-۰/۳۳۴	-۴/۷۶۱	-۱/۳۸۱	-۳۵/۷۷۴	INV*UCSCORE
۰/۵۰۳	۰/۱۶۰	-۰/۶۷۰	-۱/۴۰۹	-۰/۱۱۴	-۰/۱۹۱	SIZE
۰/۰۰۰	۰/۵۳۷	۴/۲۶۲	۰/۶۱۷	۵/۱۴۴	۰/۹۰۸	LEV
۰/۰۰۰	۰/۹۹۳	۶/۳۹۲	-۰/۰۰۸	۱۱/۶۶۲	-۰/۰۱۸	ROA
۱۴/۲۵۹	۲۳/۸۶۹	آماره F		۰/۳۹۴	۰/۲۸۰	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۳۷۷	۰/۲۶۰	ضریب تعیین تعدیل شده
	۳۱/۳۳۹	آماره Z کرامر		۱/۹۲۶	۱/۸۸۵	آماره دوربین- واتسون
	۰/۰۰۰	احتمال (آماره Z کرامر)				

منبع: یافته‌های پژوهش

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهاد

در رویکرد ارزش سهامداران، تصمیمات مدیریتی به وسیله تأثیری که بر ثروت سهامداران دارند، به عبارت دیگر توسط تأثیرشان بر عملکرد بازار سهام شرکت، مورد قضاوت قرار می‌گیرند. با پذیرش این دیدگاه اندازه‌گیری عملکرد برای اهداف حسابداری مدیریت، بازده کل سهامدار است که توسط سرمایه‌گذاری در سهام شرکت به دست می‌آید. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، به عبارتی مدیریت در تصمیمات خود دچار ابهام شود، ارزش بنیادی یک سهم با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قائل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه ارزش واقعی شرکت با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت. در این راستا، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند. چون اغلب تصمیمات، از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری، در شرایط عدم اطمینان اتخاذ می‌شود بنابراین در چنین وضعیتی اطلاعات نقش مهمی در کاهش عدم اطمینان دارد. اما از سوی دیگر به دلیل مشکلات نمایندگی امکان دارد مدیران شرکت‌ها از منابع شرکت در

جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. بدین منظور برای حمایت از منابع سهامداران و حفظ موقعیت خود در شرکت از ابزارهای مختلفی برای کاهش این مشکل استفاده می‌شود. زمانی که مدیران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود با ابهام روبرو می‌شوند با استفاده از اصول و رویه‌های حسابداری و با هدف حمایت از حقوق ذینفعان، در صورت‌های مالی شرکت سطح بالایی از محافظه‌کاری نامشروط را به کار می‌گیرند تا از این طریق سهامداران مساله ابهام در اجرای عملیات آتی را با تاخیر متوجه شوند. از سوی دیگر مدیریت قادر نخواهد بود تا حجم بالایی از اخبار منفی که به واسطه ابهام در عملیات می‌باشد را برای مدت طولانی در شرکت نگه دارد زیرا هزینه‌های نگهداری اطلاعات برای دوره طولانی بالاست. با ورود اخبار منفی در بازار، سهامداران در می‌یابند که بازده سهام شرکت کاهش پیدا کرده و عملکرد مدیریت در آینده با ابهام روبه‌رو است. بنابراین یکی از ابزارهایی که از طریق آن سهامداران به سایر استفاده‌کنندگان این سیگنال را می‌دهند که عملکرد آتی شرکت با ابهام روبرو است محافظه‌کاری مشروط می‌باشد. بدین منظور در این پژوهش برای تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان و اندازه‌گیری درجات

تصمیمات از جانب سهامداران نباشد. بنابراین واگرایی تصمیمات احراز شده حاصل از درجه ابهام اطلاعاتی زیاد منجر به افزایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان می‌گردد.

با توجه به نتایج پژوهش در روش محافظه‌کاری مشروط وقتی درجه ابهام اطلاعاتی زیاد می‌شود، درک سهامداران از بابت انتشار اطلاعات حسابداری توسط مدیریت کاهش می‌یابد در نتیجه واگرایی تصمیمات اتفاق می‌افتد. واگرایی تصمیمات به عنوان نماینده تضاد منافع بین مدیران و مالکان قلمداد می‌شود با افزایش درجه ابهام اطلاعاتی واگرایی تصمیمات افزایش می‌یابد بنابراین هزینه‌های نمایندگی افزایش خواهد یافت. افزایش هزینه‌های نمایندگی منجر به ناکارآمدی تصمیمات سهامداران می‌شود زیرا مدیران تصمیم‌گیری هستند که از تصمیمات خود منتفع خواهند شد. بنابراین در شرکت‌هایی که واگرایی تصمیمات وجود دارد حق الزحمه حسابرسی افزایش می‌یابد و انجام پروژه‌ها در شرکت‌ها معمولاً به ناکارایی منتج خواهد شد. از آنجایی که یکی از روش‌های تعیین حق الزحمه حسابرسی بر اساس میزان ریسک‌پذیری کارفرما می‌باشد هرچه واگرایی تصمیمات بیشتر باشد حسابرس برای رسیدگی به تصمیمات مدیریت و ادعاهای آن از بعد زمان و نیرو مبلغ بیشتری را از کارفرما مطالبه می‌کند. بنابراین حق الزحمه حسابرسی در شرکت‌هایی که واگرایی تصمیمات دارند بیشتر خواهد شد در نتیجه یکی از راه‌های مدیریت هزینه کاهش واگرایی تصمیمات است. بنابراین پیشنهاد می‌شود مدیران با اعمال مدیریت هزینه و کاهش ابهام اطلاعاتی موجب همگرایی تصمیمات شوند زیرا در تعیین حق الزحمه حسابرسی هرچه همگرایی بیشتر باشد حسابرس در مقابل ریسک کمتر حق الزحمه کمتری را نیز دریافت می‌کند. در واقع بدلیل کاهش ریسک ناشی از تضاد منافع بین مالک و مدیر حق الزحمه پیشنهادی حسابرس کاهش می‌یابد که می‌تواند به عنوان مدیریت هزینه راهبردی تلقی شود چرا که هم کاهش هزینه را در بر دارد و قابلیت رقابت شرکت در سایر شرکت‌های عضو یک شرکت را افزایش می‌دهد.

اما در مقابل زمانی که ابهام اطلاعاتی در استفاده از محافظه‌کاری نامشروط افزایش می‌یابد جواب پارادوکس است. وقتی که مدیر از مدل گیولی و هاین (۲۰۰۰) استفاده می‌نماید به این معناست که نسبت به اتفاقاتی که منتج به سود یا زیان در آینده می‌شود احساس عدم اطمینان می‌کند. برای این منظور سطح ذخایر را بالا می‌برد. افزایش سطح ذخایر به این معناست که ابهام در انجام عملیات آتی وجود دارد که توسط سهامداران درک نمی‌شود و این امر نوعی واگرایی می‌باشد. اما نتایج پژوهش نشان داد که این واگرایی کامل نیست. یعنی

ابهام در اطلاعات حسابداری از دو معیار محافظه‌کاری مشروط و نامشروط استفاده گردید. برای اندازه‌گیری تصمیمات عقلایی مدیران از کارایی سرمایه‌گذاری و تصمیمات سهامداران از معیار ارزش بازار به دفتری و بازده غیرانباشته بهره گرفته شد. همچنین بررسی گردید که آیا در سطح ابهام زیاد تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران با یکدیگر تطابق دارند؟ به منظور آزمون تطبیق‌دهی تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران در سطح ابهام زیاد از آزمون کروسکال-والیس جهت بررسی مقایسه میانگین گروه‌های ایجاد شده بهره گرفته شد که نتایج جدول (۱) بیانگر این واقعیت می‌باشد که تنها در سطح بالای محافظه‌کاری نامشروط بین تصمیمات مدیران و سهامداران با معیار بازده غیرعادی انباشته تفاوت معناداری وجود ندارد. به عبارتی تصمیمات مدیران و سهامداران در سطح ابهام زیاد متفاوت است. همچنین نتایج فرضیه پژوهش نشان داد که تطابق تصمیمات سهامداران و مدیران تحت تاثیر ابهام زیاد اطلاعات حسابداری کاهش می‌یابد. در بررسی سطح بالای محافظه‌کاری مشروط و کارایی سرمایه‌گذاری با معیار ارزش بازار به دفتری نتایج نشان داد که تطابق (عدم تطابق) تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران در سطح بالای ابهام کاهش (افزایش) می‌یابد و ضریب α_3 نسبت به α_3 بیشتر است. همچنین سطح بالای محافظه‌کاری مشروط و کارایی سرمایه‌گذاری با معیار بازده غیرعادی انباشته نشان داد که تطابق (عدم تطابق) تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران در سطح بالای ابهام کاهش (افزایش) می‌یابد و تاثیرگذاری تصمیمات غیرعقلایی یعنی α_3 نسبت به α_3 بیشتر است. به علاوه در بررسی سطح بالای محافظه‌کاری نامشروط و کارایی سرمایه‌گذاری با معیار بازده غیرعادی انباشته نتایج نشان داد که تطابق (عدم تطابق) تصمیمات عقلایی مدیران و سهامداران در سطح بالای ابهام کاهش (افزایش) می‌یابد و تاثیرگذاری تصمیمات غیرعقلایی α_3 نسبت به α_3 بیشتر است. اما بررسی‌ها سطوح بالای محافظه‌کاری نامشروط و معیار ارزش بازار به ارزش دفتری موجب تایید فرضیه نگردید.

با توجه به نتایج فرضیه و افزایش درجه ابهام اطلاعاتی از منظر نااطمینانی سهامداران در بازار سهام به دلیل افزایش انتشار اطلاعات شرکت‌ها، موجب واگرایی تصمیمات مدیران و سهامداران می‌شود. واگرایی یعنی عدم تطابق بین تصمیمات مدیریت در رابطه با کارایی منابع و تصمیمات سهامداران در رابطه با انتخاب سهام با MTB بیشتر می‌باشد. بر اساس نظریه نمایندگی، تضاد منافع زمانی اتفاق می‌افتد که عقلایی بودن تصمیمات از جانب مدیریت هم راستا با عقلایی بودن

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمان‌ها. صص ۸-۱.

* دارابی، رویا. (۱۳۹۵). بررسی رابطه میان ساختار سرمایه و بازده غیرعادی. راهبرد مدیریت مالی. سال ۴. شماره ۱۲. صص ۷۷-۱۰۲.

* شکرخواه، جواد، بولو، قاسم و حقیقت، محمد. (۱۳۹۶). بررسی گشتاورهای مرتبه بالاتر و نوسانات غیرسیستماتیک بر بازده آتی سهام با استفاده از مدل فاما و مکبث. مطالعات تجربی حسابداری مال. سال ۱۴. شماره ۵۶. صص ۸۳-۱۰۷.

* صالحی، اله کرم، حزبی، هاشم و صالحی، برزو. (۱۳۹۳). مدل پنج عاملی فاما و فرنچ: مدلی نوین برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار سهام. پژوهش حسابداری. شماره ۱۵. صص ۱۰۹-۱۲۰.

* فخاری، حسین و رسولی، شادی. (۱۳۹۲). بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری. سال ۲. شماره ۸. صص ۸۱-۱۰۰.

* فروغ نژاد، حیدر، مرادی جز، محسن، حیدری، حسین و معصومی خانقاه، قادر. (۱۳۹۵). نقدشوندگی، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. سال ۵. شماره ۱۸. صص ۱۷۹-۱۹۶.

* قدمیاری، نسرین و افتخاری خراسان، فاطمه. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با بیش سرمایه‌گذاری. سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری. صص ۱-۱۷.

* کردستانی، غلامرضا و خاتمی، زینت. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه‌کارانه با ریسک سقوط قیمت سهام. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری مالی. دوره ۳. شماره ۲. پیاپی ۹. صص ۱۰۹-۱۳۰.

* کرمی، غلامرضا و افتخاری، وحید. (۱۳۹۲). بررسی برخی معیارهای کیفیت سود حسابداری در چرخه‌های تجاری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره ۴. دوره ۲۰. صص ۹۳-۱۱۲.

* مرادزاده فرد، مهدی. (۱۳۹۵). توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام. مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال ۱۳. شماره ۵۰. صص ۲۵-۵۶.

سهامداران در تصمیمات ارزشی خود، ابهام اعمال شده در عملیات شرکت را درک می‌کنند اما این موضوع در تصمیمات رشدی سهامداران درک نمی‌شود. یکی از دلایل عدم تایید آن به این خاطر است چون تحقیق حاضر در حوزه تحقیقات توصیفی همبستگی است دنبال علت‌یابی نبوده و آنچه که مشخص است آن ابهام اطلاعاتی که مدیریت از آینده به ارمان می‌آورد را سهامداران کاملاً درک نمی‌کنند. بنابراین این امر لزوم انجام تحقیقات بیشتر را می‌طلبد که درجات نااطمینانی مدیران نسبت به آینده اطلاعات حسابداری که با اخذ ذخایر و اخذ هزینه‌های پنهان در شرکت اتفاق می‌افتد چرا توسط سهامداران درک نمی‌شود.

در تحقیق حاضر برای محاسبه CAR و بازده مورد انتظار از مدل CAPM استفاده شده است. با توجه به نتایجی که مدل‌های فاما و فرنچ و فاما و مکبث در محاسبه بازده مورد انتظار در تحقیقات صالحی و همکاران (۱۳۹۳) و شکرخواه و همکاران (۱۳۹۶) داشته است، پیشنهاد می‌شود تحقیقات آتی در صورتی که بر روی تطبیق‌دهی تصمیمات سهامداران معطوف می‌باشد. برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار از مدل‌های فاما و فرنچ یا فاما و مکبث استفاده شود. همچنین بررسی و شناسایی عوامل موثر بر عدم درک سهامداران از نااطمینانی درک شده مدیران می‌تواند به عنوان پیشنهاد برای تحقیقات آتی در نظر گرفته شود. در تحقیق حاضر مدل CAPM از مولفه‌های انحصاری در الگو برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار استفاده می‌کنند. بتا و r_f از مولفه‌هایی هستند که باعث محدودیت در مدل CAPM می‌شوند. همچنین مدل CAPM که مبتنی بر صرف ریسک می‌باشد در تحقیقات قبلی برای اینکه بازده مورد انتظار تنها تحت تاثیر تک عامل صرف ریسک قرار بگیرد اتحاد نظر وجود ندارد. شاید بتوان یک از دلایل تایید CAR در مدل محافظه‌کاری نامشروط را محدود و منحصر به نحوه استفاده از مدل CAPM دانست در حالی که مدل MTB محدودیت محاسباتی ندارد و تابع اقتضاعات محیطی است. بنابراین محققین در تفسیر یافته‌ها باید این عوامل را به‌عنوان محدودیت مورد توجه قرار دهند.

فهرست منابع

* بدیعی، حسین، محمودی، محمد و رضازاده، روح‌الله. (۱۳۹۳). تاثیر محافظه‌کاری مشروط و غیرمشروط با استفاده از مدل باسو، بال و شیواکومار. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. سال ۳. شماره ۱۲. صص ۲۳-۳۱.

* جافر، پریسا و موسوی سیدرضا. (۱۳۹۲). بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی بر روند سرمایه‌گذاری شرکت‌های

- Corporate ilings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396~45.
- * Viviani, J-L. Laia, A-N, Louhichib, W. (2017). The impact of asymmetric ambiguity on investment and financing decisions. *Economic Modelling*. [www.elsevier.com/locate/econmod](http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2017.09.020) <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2017.09.020>.
- * Xu, Y. (2016). Aversion of information ambiguity and momentum effect in China's stock market. *China Finance Review International*, Vol. 6 Iss 2 pp. Permanent link to this document: <http://dx.doi.org/10.1108/CFRI-06-2015-0066>.
- * Li, Y. He, J. Xiao, M. (2018). Risk Disclosure in Annual Reports and Corporate Investment Efficiency. *International Review of Economics and Finance*, 10.1016/j.iref.2018.08.021.
- * Gong, Y. Wang, M. and Dlugosch, D. (2019). Impacts of ambiguity aversion and information uncertainty on momentum: An international study. *Pacific-Basin Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.011>.
- * Haa, J. Feng, M. (2018). Conditional conservatism and labor investment efficiency. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 14 (2018) 143-163.
- * مشایخی، بیبا و محمدپور، فرشاد. (۱۳۹۳). کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذارای. راهبرد مدیریت مالی. سال ۲. شماره ۷. صص ۱-۱۴.
- * مومنی، منصور و فعال قیومی، علی. (۱۳۹۱). تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS. گنج شایگان. تهران.
- * Ahmed, A, & Duellman, S, (2012), Managerial overconfidence and accounting conservatism, *Journal of Accounting Research*, 51(1): 1-30.
- * Basu, S. (2009). "Conservatism Research: Historical Development and Future Prospects". *Chinese Journal of Accounting Research*, Vol 2, Pp 1-20.
- * Beatty, Anne, Joseph Weber and J. Scott, (2007), "The Role of Accounting Quality in Reducing Investment Inefficiency in the Presence of Private Information and Direct Monitoring", Working paper, The Ohio State University.
- * Biddle, G, Ma, M, & Song, F, (2013), Accounting conservatism and bankruptcy risk, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1621272>.
- * Biddle, Gary, Gilles Hilary and Rodrigo. s Verdi, (2009), "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 48.
- * Hsieh. Ch, Ma, Zh, Kirill, E. N. (2018). Accounting conservatism, business strategy, and ambiguity. *Accounting, Organizations and Society*. journal homepage: www.elsevier.com/locate/aos. p 1-15.
- * Financial Accounting Standards Board. (1980). *Statement of Financial Accounting Concepts*. No 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information.
- * Financial Accounting Standards Board. (2008). "Conceptual Framework for Financial Reporting: The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-Useful Financial Reporting Information". Exposure Draft. *Financial Accounting*, Vol 15, Pp 70-100.
- * Garcia lara, J. M and Garcia Osma, B. (2015). Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. www.ssrn.com.
- * Givoly, D, & C, Hayn, (2000), The Changing Time-series Properties of Earning, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservatism?, *Journal of Accounting and Economics*, 29(3): 287-320.
- * Gomariz, M.F. C. & Ballesta, J.P.S. (2013). "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency". *Journal of Banking and Finance*, Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>.
- * Khan, M, & Watts, R, L, (2009), Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism, *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3): 132-150.
- * Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions, *Review of Accounting Studies*, 18, 1088~1122.
- * Campbell, J., Chen, L. H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in

یادداشت‌ها

¹ Li and et al

² Xu

³ Haa and Feng

⁴ Garcia Lara and et al

⁵ Hsieh and et al

⁶ Financial Accounting Standards Board

⁷ Biddle and et al

⁸ Basu

⁹ Beatty and et al

¹⁰ Gomariz and Ballesta

¹¹ Campbell and et al

¹² Kravet and Muslu

¹³ Viviani and et al

¹⁴ Gong and et al

¹⁵ Ahmed, & Duellman

¹⁶ Biddle & et al

¹⁷ Givoly & Hayn

¹⁸ Khan & Watts

¹⁹ Kruskal Wallis Test