

## بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

ماندانا طاهری\*، موسی بزرگ‌اصل\*\*، رامین پرورپور\*\*\*

### چکیده

هدف این مقاله بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این رابطه است. در این راستا از اطلاعات مالی ۱۱۸۸ سال-شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیون با روش داده‌های تابلویی و به طریق اثرات ثابت استفاده شد. یافته‌ها نشان‌دهنده آن است که ویژگی‌هایی هیئت‌مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معناداری دارند و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه میان ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند. نتایج به دست آمده همچنین نشان می‌دهد که هیئت‌مدیره از طریق مدیریت نظارت و حفظ روابط با سهام‌داران، بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت اثر می‌گذارد. همچنین هیئت‌مدیره با بهبود محیط اطلاعاتی می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهام‌داران کمک کند که منجر به سرمایه‌گذاری بهینه در شرکت می‌شود. این تحقیق علاوه بر رفع خلأ پژوهشی در زمینه موضوع تحقیق و گسترش تحقیقات موجود، می‌تواند بر آگاهی سهام‌داران از تبعات انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و دقت نظر آن‌ها در مجامع به هنگام انتخاب اعضای هیئت‌مدیره از این جهت که ویژگی‌های این اعضا می‌تواند بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه سودآوری شرکت تأثیرگذار باشد، مفید باشد.

**واژه‌های کلیدی:** عدم تقارن اطلاعاتی، کارایی سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های هیئت‌مدیره.

\* استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۱/۰۱

\*\*دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران. تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۹

\*\*\* کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران. نویسنده مسئول: ماندانا طاهری

## مقدمه

یکی از عوامل مهم در موفقیت شرکت‌ها و افزایش ارزش آنها، تیم مدیریتی یا هیئت‌مدیره آنها است. نتایج پژوهش‌های انجام شده بیانگر آن است که هیئت‌مدیره قوی می‌تواند نقش کلیدی در جهت افزایش عملکرد و ارزش شرکت داشته باشد. همچنین، هیئت‌مدیره یکی از عوامل اساسی برای رقابت‌پذیری و پیشرفت شرکت‌ها محسوب می‌شود (منشاوی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). یکی از دلایل ارزش آفرینی هیئت‌مدیره در شرکت‌ها به واسطه نقشی است که اعضای هیئت‌مدیره در شرکت ایفا می‌کنند. به عبارتی، اعضای هیئت‌مدیره نقش کلیدی در تعیین مدیرعامل، استقرار حاکمیت شرکتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی، نظارت مؤثر و اثربخش بر عملکرد مدیران ارشد از جمله مدیرعامل و تعیین سیاست‌های کلی شرکت دارند. همچنین، اعضای هیئت‌مدیره از طریق ارتباط با کمیته حسابرسی و حسابرس مستقل بر کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی افزوده و در کاهش تعارض منافع بین سهام‌داران و شرکت، نقش کلیدی دارند و به واسطه تمام این موارد است که هیئت‌مدیره می‌تواند برای شرکت بااهمیت و مؤثر واقع شود. آنچه که باعث می‌شود که هیئت‌مدیره در شرکت چنین مؤثر و کلیدی به ایفای نقش پردازد، ویژگی‌های قابل‌انتساب به هیئت‌مدیره است.

استقلال و سطح خوش‌بینی هیئت‌مدیره به‌عنوان دو ویژگی کلیدی، می‌تواند منجر به خلق ارزش برای شرکت‌ها شود و در نتیجه ایفای درست وظایف و مسئولیت‌ها، می‌تواند در جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثر واقع شوند. در این ارتباط، مطالعات انجام شده توسط چن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) و اکسای<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) بیان می‌کند که ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است. در تحقیقات داخلی نیز ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۱) ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و بیش‌اطمینانی مدیران را تأیید کرده‌اند. منشاوی و همکاران (۲۰۲۱) نیز بیان می‌کنند که نظارت مؤثر اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره نقشی حیاتی در محدود کردن رفتار انحرافی مدیرعامل و مدیران ارشد داشته و به‌عنوان یک ناظر بر رفتار مدیران، می‌توانند به آنها در جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور و بهبود شفافیت گزارش‌های مالی باهدف کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی، مشاوره دهند که این اقدامات، در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت خواهد شد. همچنین، بیات و همکاران (۱۳۹۶) بیان می‌کنند که خوش‌بینی و

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و... ۹

بدینی مدیران بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است. براین اساس، با توجه به نقش اعضای هیئت‌مدیره، خوش‌بینی آن‌ها می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت اثرگذار باشد. به عبارتی، با توجه به تحت تأثیر قرار گرفتن انتخاب پروژه‌ها با ریسک‌های متفاوت توسط مدیران خوش‌بین یا بدبین می‌توان انتظار داشت که سطح خوش‌بینی اعضای هیئت‌مدیره این ارتباط را تقویت یا تضعیف نماید.

از سوی دیگر، بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران علاقه‌مند هستند که از برتری اطلاعاتی خود و فقدان نظارت سوءاستفاده نمایند و بنابراین، تمایل به تخصیص منابع شرکت به طور ناکارآمد دارند. منشاوی و همکاران (۲۰۲۱) بیان می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی یک مفهوم مرکزی است که تقاضا برای افشای اطلاعات و شفافیت را به طور کامل نشان می‌دهد تا اطلاعات خصوصی مدیریت به سایر افرادی که بوجه لازم برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری را ارائه می‌دهند، انتقال داده شود و در نتیجه یک عامل کلیدی در کارایی سرمایه‌گذاری است. به عبارتی، طبق مدل خطر اخلاقی، مدیرانی که نظارت کافی روی عملکردشان نباشد و از مزیت اطلاعاتی برخوردار باشند، می‌توانند از این مزیت اطلاعاتی بهره‌مند شوند که ممکن است بیشتر یا کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری نمایند که این امر در جهت منافع سهام‌داران نیست (به واسطه ریسک اضافه سرمایه‌گذاری و مدیریت ضعیف نقدینگی مازاد)؛ بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی بر اثربخشی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر منفی دارد. در همین ارتباط، بیدل و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که کاهش میزان عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سهام‌داران از طریق گزارشگری مالی باکیفیت، باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت می‌گردد. همچنین، فریرا و همکاران (۲۰۱۱) و گو و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) نیز بیان می‌کنند که هر چه تعداد اعضای غیرموظف و مستقل هیئت‌مدیره بیشتر باشد، مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است. افزون بر این، اسپرند و زچمن<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) نیز بیان می‌کنند که خوش‌بینی مدیریت می‌تواند بر ارائه صورت‌های مالی توسط مدیریت به سهام‌داران و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باهدف جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اثر بگذارد.

هدف این مقاله بررسی ارتباط بین ویژگی‌های اعضای هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است. علاوه بر آن، اثر تعدیلی عدم تقارن اطلاعاتی بر این رابطه نیز سنجیده خواهد شد. در این پژوهش، بر ویژگی استقلال و خوش‌بینی اعضای هیئت‌مدیره

تأکید شده است. اهمیت این پژوهش از آن جهت است که ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌تواند محیط اطلاعاتی و بار اطلاعاتی محیط کسب و کار را افزایش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد. علاوه بر آن، با انجام پژوهش حاضر، می‌توان بر جنبه آگاهی سهام‌داران از تبعات انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و دقت نظر آنان در مجامع عمومی به هنگام انتخاب اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها، از این جهت که ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری و در نتیجه سود شرکت تأثیرگذار باشد، تأکید نمود.

در ادامه ساختار مقاله به این صورت خواهد بود که ابتدا مبانی نظری پژوهش ارائه خواهد شد. سپس، به پیشینه تجربی و طرح فرضیه پژوهش پرداخته شده است. در ادامه، به روش‌شناسی پژوهش شامل متغیرها و مدل پژوهش اشاره خواهد شد. بخش پایانی نیز پس از بیان نتایج پژوهش، به نتیجه‌گیری و پیشنهادها اختصاص یافته است.

### مبانی نظری و فرضیه‌ها

نتایج پژوهش‌های انجام شده نشان‌دهنده آن است که هیئت‌مدیره در ارتقای عملکرد و ارزش شرکت نقش با اهمیتی ایفا می‌کند. به عبارتی، رمز موفقیت یک شرکت در گرو هدایت مطلوب آن است و یکی از دلایل موفقیت شرکت‌های معروف و خوش‌نام، برخورداری از هیئت‌مدیره کارا و اثربخش است (ثقفی و صفرزاده، ۱۳۹۰). بر اساس نظر فاما و جنسن<sup>۷</sup> (۱۹۸۳) هیئت‌مدیره دو وظیفه اصلی بر عهده دارد: الف) مدیریت تصمیم: هیئت‌مدیره مسئولیت تعیین راهبردهای بلندمدت شرکت را دارد. این شامل تصمیم‌گیری درباره تأمین مالی و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز شرکت است. به عبارت دیگر، هیئت‌مدیره باید تصمیم‌های مهم و استراتژیک را درباره سرمایه‌گذاری‌ها و منابع مالی شرکت اتخاذ کند؛ ب) کنترل تصمیم: هیئت‌مدیره مسئولیت کنترل تصمیمات را بر عهده دارد. این شامل استخدام، تعیین پاداش و برکناری مدیران ارشد و کنترل تصمیمات مرتبط با تخصیص سرمایه است. بدین ترتیب، هیئت‌مدیره مسئولیت نظارت بر عملکرد مدیران را دارد و باید تصمیم‌هایی را اتخاذ کند که با اهداف و سیاست‌های شرکت سازگار باشند. بخش عمده این سازوکار بر این موضوع تأکید دارد که داشتن ویژگی‌های خاص توسط هیئت‌مدیره، رفتار فرصت‌طلبانه و سودجویانه مدیران را محدود می‌کند و بر کیفیت و قابلیت اتکای گزارشگری مالی و بالتبع جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثر است

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و... ۱۱

(الملحیم<sup>۸</sup>، ۲۰۲۳). علاوه بر آن، تحقیقات بسیاری در حوزه ادبیات مالی رفتاری نشان داده است که عوامل احساسی و خطای شناختی مانند سوگیری‌های رفتاری، نقش قابل توجهی در فرایند تصمیم‌گیری مالی و سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. یکی از انواع سوگیری‌های رفتاری، خوش‌بینی می‌باشد که در ادبیات مالی رفتاری به خوبی مورد بررسی قرار گرفته است. برای مثال، یانگ و هریبار<sup>۹</sup> (۲۰۱۶) بیان می‌کنند که ویژگی‌های رفتاری مدیران مانند اعتماد به نفس، نقش مهمی در تصمیمات شرکتی دارند و مدیرانی که دارای خوش‌بینی بالا هستند، تمایل بیشتری به پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه، مدیریت سود فزاینده و اقدامات متقلبانه دارند. همچنین داویسن و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۵) نیز بیان می‌کنند که خوش‌بینی مدیران احتمالاً در افشای اطلاعات شرکت برای سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه تأثیرگذار است و بالتبع بر جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیز مؤثر هستند. همچنین، فاروق و همکاران نیز نشان داده‌اند که هیئت‌مدیره تأثیر قابل توجهی بر حاکمیت و عملکرد شرکت از طریق تقسیم منابع، جذب سرمایه‌گذاری و گسترش فعالیت‌های شرکت دارد.

افزون بر این، در تحقیقات داخلی نیز، مشایخ و همکاران (۱۳۹۳) و دستگیر و همکاران (۱۳۹۳) نیز بر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و اثری که بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌توانند داشته باشند، تأکید نموده‌اند و یا نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹) و حساس یگانه و باغومیان (۱۳۸۵) که بیان کرده‌اند هر چه تعداد اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره بیشتر باشد، عملکرد شرکت مطلوب‌تر است، زیرا تضاد منافع میان سهام‌داران و مدیران، کاهش یافته و بالتبع هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. به عبارتی، با توجه به نقش مهم هیئت‌مدیره در برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت، تأثیر آن بر عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت و ارتباط نزدیک آن با مدیریت، در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت مشارکت می‌کند. به علاوه، با مدیریت نظارت و حفظ روابط با سهامداران، هیئت‌مدیره تأثیر قابل توجهی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: ویژگی‌های هیئت‌مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری دارد.

در حال حاضر، جدایی مدیران از مالکان یکی از چالش‌های حسابداری در نظام سرمایه‌گذاری است. این جدایی منجر به تضاد منافع بین بازیگران بازار شده و اثرات اطلاعاتی قابل توجهی را به همراه داشته است. به عبارتی، جدایی مالکیت از مدیریت باعث می‌شود مدیران به لحاظ اطلاعاتی از مزیتی نسبت به مالکان برخوردار شوند و عدم تقارن

اطلاعاتی را در فرایند جذب فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد کنند که این امر یک مسئله منفی است. فاروق و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۲۳) بیان می‌کنند که مشکلات نمایندگی و اصطکاک بازار به شکل عدم تقارن اطلاعاتی منجر به سرمایه‌گذاری غیربینه، از طریق سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد، می‌شود. الملحیم (۲۰۲۳) نیز بیان می‌کند که در چنین شرایطی معمولاً مقررات‌گذاران، سهام‌داران و شرکت‌ها اغلب با الزام و تشویق هیئت‌مدیره به نشان‌دادن شفافیت بیشتر به مسائل مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی واکنش نشان می‌دهند. به عبارتی، هیئت‌مدیره، مسئول اجرای تصمیمات استراتژیک، تضمین کنترل و نظارت بهتر، برآوردن اهداف شرکت، به حداکثر رساندن ارزش شرکت و هماهنگی منافع سایر ذی‌نفعان با مدیران هستند. از این رو، اثربخشی هیئت‌مدیره می‌تواند نقش حیاتی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان مختلف در شرکت‌ها داشته باشد و در نتیجه سطح افشا و شفافیت در شرکت‌ها افزایش می‌یابد. همچنین، خلیل و مغربی<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۷) نیز بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران ممکن است از سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که نیازهای اطلاعاتی خود را در مورد عملکرد و آینده شرکت برآورد نکنند، مخالفت کنند. علاوه بر این، آن‌ها ممکن است تمایلی به تأمین مالی این شرکت‌ها نداشته باشند و ممکن است از بازار اجتناب کنند. از سوی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی هزینه نظارت بر افراد را برای مدیران شرکت بالا می‌برد که به نوبه خود محدودیت‌های مالی را بالا می‌برد و موجب کم‌سرمایه‌گذاری می‌شود (گیرود و مولر<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۰)، و یا ممکن است مدیران را به سرمایه‌گذاری بیشتر در زمانی که پول نقد آزاد دارند هدایت کند که ممکن است برای سهام‌داران در بلندمدت مطلوب نباشد. این وضعیت عواقب جدی در غیاب یک هیئت‌مدیره قوی و مؤثر در پی دارد (منشای و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین، نتایج این مطالعات بیان‌کننده آن است که ارتباطات خوب هیئت‌مدیره با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و اعمال نظارت بهتر بر مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. هیئت‌مدیره با بهبود محیط اطلاعاتی می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهام‌داران کمک کند که منجر به سرمایه‌گذاری بینه در شرکت می‌شود. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش عبارت است از:

فرضیه دوم: عدم تقارن اطلاعاتی رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

### پیشینه

ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی بیش اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاران و تأمین مالی، پرداختند. نتایج این بررسی بیان می‌کند که بین کارایی سرمایه‌گذاری و بیش اطمینانی مدیران و تأمین مالی داخلی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در واقع زمانی که مدیران بیش اطمینان بوده‌اند، سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمتر بوده است. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که بین بیش اطمینانی مدیران و کم سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. منصورفر و همکاران (۱۳۹۸) نیز با بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری، بیان کردند که عدم تقارن اطلاعاتی و ابهام در اطلاعات مالی، می‌تواند به سرمایه‌گذاری ناکارا توسط مدیریت منجر شود.

در پژوهش دیگری مرادزاده و همکاران (۱۳۹۲) عدم اطمینان اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعاتی و فرصت‌های رشد در شرکت‌ها را بررسی کردند و دریافتند که سرمایه‌گذاران در صورت مواجهه با عدم تقارن اطلاعاتی در زمان اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، باید به ماهیت منبع توجه داشته باشند و سعی در برقراری تمایز میان منابع اطلاعاتی مختلف داشته باشند.

بررسی تحقیقات داخلی حاکی از آن بود که پژوهش‌های معدودی به بررسی رابطه ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند؛ بنابراین از این منظر پژوهش حاضر می‌تواند موجب غنای ادبیات پژوهشی داخلی گردد. علاوه بر آن هیئت‌مدیره به‌عنوان یکی از ارکان اصلی حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها با مسئولیت نظارت و کنترل بر غنا و محتوای اطلاعات حسابداری منتشرشده بیفزاید و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت را بهبود ببخشد؛ بنابراین شناخت دقیق هیئت‌مدیره و تبیین و اثر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر سطح سرمایه‌گذاری بهینه در شرکت‌ها و در بازار سرمایه ایران می‌تواند برای سهام‌داران، تحلیلگران و محققین قابل توجه باشد. به عبارتی، نتایج این پژوهش می‌تواند بر انتظارات و اطمینان از مطلع بودن سهام‌داران از تبعات انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و دقت نظر آنان در مجامع، تأکید نماید.

در تحقیقات بین‌المللی، فاروق و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی رابطه بین هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. آن‌ها بیان می‌کنند که ارتباطات بالای هیئت‌مدیره، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. آن‌ها همچنین، عنوان کردند که هیئت‌مدیره از

طریق دانش، اطلاعات و افزایش نظارت بر مدیریت و با کاهش مسائل عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شوند و متعاقباً ارزش شرکت افزایش پیدا می‌کند.

الملحیم (۲۰۲۳) نیز در پژوهشی اثرات ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه‌گذاری جایگزین را بررسی نمود. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری برقرار است و افشای اطلاعات این رابطه را تعدیل می‌کند.

ژو و لی<sup>۱۴</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی تأثیر ویژگی‌های اعضای هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که اقدام به تأمین مالی مجدد نموده‌اند را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که ناهمگونی سنی هیئت‌مدیره مانع از کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. در واقع هرچه میانگین سنی مدیران بیشتر باشد، بازده سرمایه‌گذاری بالاتر است. علاوه‌بر آن، آنها بیان کردند که دیگر ویژگی هیئت‌مدیره، یعنی ناهمگونی جنسی، کارایی سرمایه‌گذاری را مهار می‌کند و هر چه تعداد مدیران زن بیشتر باشد، بازده سرمایه‌گذاری کمتر است.

منشاوری و همکاران (۲۰۲۱) با بررسی اثر ویژگی‌های اعضای هیئت‌مدیره بر عدم تقارن اطلاعاتی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری در میان شرکت‌های مصری، بیان کردند که استقلال هیئت‌مدیره، پاداش هیئت‌مدیره، و رهبری هیئت‌مدیره دارای یک ارتباط منفی با سرمایه‌گذاری ناکافی و عدم تقارن اطلاعاتی است. علاوه بر این، آنها ارتباط مثبت بین عدم تقارن اطلاعاتی و سرمایه‌گذاری ناکافی را نشان دادند.

در نهایت، گو و همکاران (۲۰۱۶) با بررسی تأثیر استقلال هیئت‌مدیره بر عدم تقارن اطلاعاتی، دریافتند که هیئت‌مدیره نقش مهمی در راستای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران دارند. همچنین، آن‌ها شواهدی ارائه کردند که استقلال بیشتر هیئت‌مدیره منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود.

## روش‌شناسی

این پژوهش بر اساس هدف در دسته تحقیقات کاربردی جای می‌گیرد. همچنین این تحقیق، تحقیق توصیفی از نوع پس‌رویدادی که بر مبنای تحلیل اطلاعات گذشته است،

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و.. ۱۵

می‌باشد. ضمناً از نظر روش انجام پژوهش با توجه به نوع رابطه بین متغیرها از نوع همبستگی می‌باشد. برای گردآوری اطلاعات مورد نیاز متغیرهای تحقیق و آزمون فرضیه‌ها از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده، گزارش حسابرسی مستقل، نرم‌افزارهای پایگاه داده‌های مالی مانند ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز، آرشیو آماری سازمان بورس اوراق بهادار، سایت کدال و پایگاه اینترنتی معاونت مدیریت و فناوری اطلاعات بورس اوراق بهادار استخراج گردید. داده‌های این تحقیق در نرم‌افزار اکسل گردآوری و برای انجام تجزیه و تحلیل آماری از نرم‌افزار ایویوز استفاده شد.

قلمرو زمانی پژوهش حاضر از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. نمونه‌گیری با استفاده از روش حذف سیستماتیک انجام و شرکت‌هایی انتخاب شدند که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱. اطلاعات لازم برای اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق در طول دوره مورد بررسی در دسترس باشد،
۲. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند باشد،
۳. برخی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به دلیل ماهیت متفاوت آن‌ها از قبیل شامل بانک‌ها و مؤسسات مالی، جزء جامعه آماری قرار نمی‌گیرد.

جدول ۱: روند انتخاب نمونه

تعداد	شرح
۵۴۶	شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۴۰۰
	معیارها:
(۴۷)	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند نباشد
(۲۵۳)	شرکت‌هایی که اطلاعات لازم برای اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق در طول دوره مورد بررسی در دسترس نبود
(۱۱۴)	شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌های و بیمه‌ها
۱۳۲	نمونه نهایی

با در نظر گرفتن معیارهای فوق، ۱۳۲ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. بنابراین مشاهدات پژوهش طی بازه زمانی ۱۳۹۲ لغایت ۱۴۰۰ به ۱۱۸۸ سال- شرکت رسید.

**مدلها و متغیرها**

در پژوهش حاضر برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

مدل (۱)

$$\begin{aligned} \text{INVEST}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{BD\_CHAR}_{i,t} + \beta_2 \text{BidAskSpread}_{i,t} + \beta_3 \text{ROE}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{IOWNERS}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{MB\_VALUE}_{i,t} + \beta_8 \text{QUALITYAUDIT}_{i,t} + \beta_9 \text{ICQ}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

و برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

مدل (۲)

$$\begin{aligned} \text{INVEST}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{BD\_CHAR}_{i,t} + \beta_2 \text{BidAskSpread}_{i,t} \\ & + \beta_3 (\text{BD\_CHAR}_{i,t} * \text{BidAskSpread}_{i,t}) + \beta_4 \text{ROE}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{IOWNERS}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{CFO}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{MB\_VALUE}_{i,t} + \beta_9 \text{QUALITYAUDIT}_{i,t} + \beta_{10} \text{ICQ}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

متغیر وابسته و نحوه محاسبه آن

متغیر وابسته، کارایی سرمایه‌گذاری است که برای اندازه‌گیری آن با پیروی از مدل با بیدل و همکاران (۲۰۰۹) از الگوی زیر در این پژوهش استفاده شد:

مدل (۳)

$$\text{INVEST}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SG}_{i,t} + \beta_2 \text{NEG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این مدل:

INVEST خالص جریان نقدی سرمایه‌گذاری است و برابر است با مخارج تحصیل یا تعمیرات اساسی دارایی ثابت منهای نقد دریافتی حاصل از فروش املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر کل دارایی در پایان دوره است. SG رشد فروش شرکت که از تقسیم تفاوت فروش سال جاری با سال قبل بر فروش سال قبل به دست می‌آید و NEG متغیر ساختگی است. به این صورت اگر رشد فروش منفی باشد، برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است. پسماندهای مثبت نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری بیش از حد و پسماندهای منفی نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهد بود. برای محاسبه شاخص کارایی سرمایه‌گذاری، تمام خطاهای به دست آمده از مدل که نشان‌دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری است، با گرفتن مقدار مطلق مورد استفاده قرار می‌گیرند. سپس، اعداد

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و.. ۱۷

حاصل در منفی یک ضرب می‌شوند تا شاخص کارایی سرمایه‌گذاری به دست آید. در این پژوهش جهت استحکام نتایج و بررسی درون‌زایی احتمالی مدل، روش اندازه‌گیری متغیر وابسته را عوض کردیم و مدل را مجدد مورد آزمون قرار دادیم و نتایج را به صورت مقایسه‌ای از دو متغیر وابسته گزارش کردیم. از این‌رو، جهت محاسبه مجدد متغیر کارایی سرمایه‌گذاری به پیروی از پژوهش گودمن و همکاران (۲۰۱۴) از طریق مدل رگرسیون (۴) استفاده می‌شود:

مدل (۴)

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 CA_{i,t-1} + \beta_3 \text{Asset Growth}_{i,t-1} + \beta_4 IT_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این رابطه I عبارت است از تقسیم خرید خالص دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود در سال جاری بر جمع دارایی‌های ابتدای سال، Q معیار Q تو بین سال گذشته است که از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها به دست می‌آید، CA عبارت است از تقسیم جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال گذشته بر جمع دارایی‌های ابتدای سال، Asset Growth نشان‌دهنده درصد رشد دارایی‌ها در سال گذشته، IT نیز عبارت است از تقسیم سرمایه‌گذاری‌های شرکت در سال گذشته بر جمع دارایی‌های ابتدای سال گذشته.

در این رابطه، کارایی سرمایه‌گذاری به معکوس قدر مطلق پسماندهای به‌دست آمده از مدل رگرسیون اشاره دارد. به عبارت دیگر، معکوس قدر مطلق پسماندها می‌تواند به‌عنوان یک معیار برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شود. اگر مقدار پسماند در این مدل مثبت باشد، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری بیش از حد است و در صورتی که مقدار پسماند منفی باشد، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

#### متغیرهای مستقل و نحوه محاسبه آنها

ویژگی‌های هیئت‌مدیره (BD\_CHAR): نشان‌دهنده ویژگی‌های هیئت‌مدیره که شامل BIND و OPTIMISM با محاسبات شرح داده شده در زیر است:

استقلال هیئت‌مدیره (BIND): مدیر مستقل شخصی است که در شرکت مسئولیت اجرایی ندارد. این متغیر به این صورت اندازه‌گیری می‌شود که اگر تعداد اعضای مستقل هیئت‌مدیره بیش از اعضای غیرمستقل باشند، عدد یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

خوش‌بینی هیئت‌مدیره (Optimism): خوش‌بینی مدیریت بر اساس روش مبتنی بر میزان

سرمایه‌گذاری صورت گرفته (سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش) اندازه‌گیری می‌شود، لذا روش محاسبه سرمایه‌گذاری بیش از حد به شرح زیر است (شراند و زهمن، ۲۰۱۱):

مدل (۵)

$$INVESTMENT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SALE\_GROWTH_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

INVESTMENT: وجوه نقد پرداختی جهت تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت

مشهود، نامشهود و سایر دارایی‌ها در طی دوره

SALE\_GROWTH: رشد فروش دوره گذشته

اگر مقدار باقی‌مانده‌های مدل فوق مثبت باشد، این نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری آتی بیشتر از رشد فروش است. این موضوع نشان‌دهنده خوش‌بینی هیئت‌مدیره است و در این حالت، برای این متغیر عدد یک در نظر گرفته می‌شود. در غیر این صورت، یعنی زمانی که مقدار باقی‌مانده‌ها منفی است و سرمایه‌گذاری کمتر از حد انجام شده است، این نشان‌دهنده بدبینی هیئت‌مدیره است و برای این متغیر عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

در این پژوهش دو ویژگی استقلال (BIND) و خوش‌بینی (Optimism) هیئت‌مدیره به‌عنوان ویژگی هیئت‌مدیره (BD\_CHAR) در مدل استفاده می‌شود این کار با استفاده از تحلیل مولفه‌های اصلی صورت گرفته است. تحلیل مولفه‌های اصلی (PCA) یک روش بهینه آماری برای تبدیل چند متغیر به یک متغیر با استفاده از نرم‌افزار ایویوز است.

متغیرهای تعدیلگر و نحوه محاسبه آنها

Bid-Ask Spread: این متغیر نشان‌دهنده عدم تقارن اطلاعاتی است. برای

اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از الگوی طراحی شده به‌وسیله ونکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) استفاده شده است:

مدل (۶)

$$ASY_{i,t} = \frac{(AP_{i,t} - BP_{i,t})}{(AP_{i,t} + BP_{i,t})/2} * 100$$

ASY: شاخص عدم تقارن اطلاعاتی است که نشان‌دهنده دامنه قیمت‌های

خرید و فروش سهام شرکت است.

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش و BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت است.

به‌منظور انجام محاسبات، ابتدا بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش برای هر روزی

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و... ۱۹

که در آن معامله‌ای برای سهم انجام می‌شود، استخراج می‌شود. منظور از بهترین قیمت پیشنهادی خرید به معنای بالاترین قیمت پیشنهادی برای خرید سهم در هر روز و بهترین قیمت پیشنهادی فروش به معنای کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش هر سهم در هر روز است. سپس، با استفاده از میانگین این دو مقدار (بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش)، دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهم محاسبه می‌گردد.

(BD\_CHAR \* BidAskSpread) : دومین متغیر تعدیلگر حاصل ضرب عدم تقارن اطلاعاتی در ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌باشد که نحوی محاسبه این دو متغیر در بالا تشریح گردید.

#### متغیرهای کنترلی و نحوه محاسبه آنها

ROE بازده حقوق صاحبان سهام به‌عنوان یک معیار، برای ارزیابی کارایی یک شرکت و تأثیر آن بر سود خالص سهام‌داران استفاده می‌شود و برابر با نسبت سود پس از کسر مالیات بر حقوق صاحبان سهام در پایان دوره است، IOWNERS جهت بررسی ساختار مالکیت شرکت‌های نمونه از این متغیر استفاده می‌شود، بدین صورت که اگر شرکت دارای سرمایه‌گذاری نهادی باشد یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود، SIZE اندازه شرکت و معرف حجم و گستردگی فعالیت شرکت و از متغیرهای کنترلی است. هرچه حجم دارایی‌های شرکت بیشتر باشد، اندازه شرکت بزرگ‌تر است. برای برآورد اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی شرکت استفاده می‌شود، CFO جریانهای نقدی، معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌هاست که به صورت تقسیم جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها در پایان دوره تعریف می‌شود، MB\_Value یک متغیر ساختگی است که اگر ارزش بازار نسبت به ارزش دفتری بیشتر باشد عدد ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود، QUALITYAUDIT در این پژوهش، اندازه مؤسسه حسابرسی به‌عنوان یک معیار برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی مورد استفاده قرار گرفته است و با توجه به معیار اندازه مؤسسه حسابرسی، این طور فرض می‌شود که سازمان حسابرسی و مؤسسه حسابرسی مفید راهبر از کیفیت حسابرسی بالاتری نسبت به سایر مؤسسات برخوردارند. در جهت بررسی وضعیت کنترل‌های داخلی شرکت‌های نمونه از متغیر ICQ به صورت دو وجهی استفاده می‌شود به این صورت که اگر در گزارش حسابرس به ضعف کنترل داخلی اشاره شده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

## یافته‌ها

## آمار توصیفی

جدول ۲ شامل آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش است. در این جدول، آماره‌های توصیفی شامل حداقل و حداکثر مشاهدات و شاخص‌های مرکزی مانند میانگین و میانه ارائه شده است. میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری ۰/۰۵۷ می‌باشد، همچنین کمترین مقدار این متغیر نزدیک به صفر و بیشترین مقدار ۰/۹۱۵ می‌باشد که نشان‌دهنده کارایی بسیار پایین سرمایه‌گذاری است. متغیر ویژگی هیئت‌مدیره از طریق دو مؤلفه خوش‌بینی هیئت‌مدیره و استقلال هیئت‌مدیره (آمار توصیفی در جدول متغیرهای دو وجهی) اندازه‌گیری می‌شود. همچنین نزدیکی عدد میانگین متغیر عدم تقارن اطلاعاتی (۳/۵۲) به بیشترین مقدار (۵/۵۴) نشان‌دهنده عدم تقارن اطلاعاتی در بین شرکت‌های نمونه است. آمار توصیفی سایر متغیرها قابل مشاهده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرها

انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	نماد	متغیر
۰/۰۸۸	۰/۰۰۰	۰/۹۱۵	۰/۰۳۱	۰/۰۵۷	INEFF	کارایی سرمایه‌گذاری
۰/۴۴۷	۰/۰۰۰	۱/۴۱۴	۱/۴۱۴	۱/۰۰۹	BD_CHAR	ویژگی‌های هیئت‌مدیره
۱/۰۵۴	۰/۰۵۳	۵/۵۴۹	۳/۶۸۶	۳/۵۲۴	BidAskSpread	عدم تقارن اطلاعات
۰/۷۱۹	۴/۹۰۸	۹/۲۶۲	۶/۳۵۹	۶/۵۰۴	SIZE	اندازه شرکت
۰/۱۴۱	۰/۴۶۰	۰/۶۸۷	۰/۰۹۹	۰/۱۲۰	CFO	نسبت جریان نقد عملیاتی به کل درایی
۰/۲۴۲	-۰/۹۵۲	۰/۶۹۷	۰/۳۰۹	۰/۲۷۶	ROE	سودآوری شرکت
۲۶/۴۶۱	۰/۰۰۰	۸۰/۸۸	۹/۹۲	۲۲/۵۸۵	IOWNERS	سرمایه‌گذاران نهادی
۴/۱۳۹	۰/۱۰۲	۲۱/۸۱۵	۳/۳۵۰	۴/۷۷۶	MB_Value	ارزش بازار به ارزش دفتری سهام

متغیرهای دو وجهی

متغیر	نماد	تعداد یک	تعداد صفر	درصد یک	درصد صفر
خوش‌بینی هیئت‌مدیره	Optimism	۷۳۸	۴۵۰	۶۲	۳۸
استقلال هیئت‌مدیره	BIND	۹۵۸	۲۳۰	۸۱	۱۹
کیفیت حسابرسی	QUALITYAUDIT	۳۶۰	۸۲۸	۷۰	۳۰
کنترل داخلی	ICQ	۲۹۸	۸۹۰	۷۵	۲۵

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و.. ۲۱

لازم به ذکر است که به منظور کاهش تأثیر مشاهدات پرت بر نتایج پژوهش، پنج درصد کوچک‌ترین و بزرگ‌ترین داده‌های متغیرهای پیوسته با داده‌های نزدیک‌ترین مشاهدات به آن‌ها جایگزین شده است.

### نتایج آمار استنباطی

در راستای برآورد مدل‌های پژوهش ابتدا آزمون اف لیمر و هاسمن برای انتخاب نوع مدل در روش حداقل مربعات (OLS) انجام شد. نتایج در جدول ۳ گزارش شده است. بر اساس نتایج در تمامی مدل‌ها احتمال آماره آزمون اف لیمر برابر با صفر است و به دلیل آن که کمتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، مدل با داده‌های ترکیبی تأیید می‌شود. با توجه به تأیید داده‌های ترکیبی، نیاز به انجام آزمون هاسمن برای تأیید اثرات ثابت یا تصادفی وجود دارد. در راستای نتایج آزمون هاسمن مشاهده می‌شود که احتمال آماره آزمون در مدل اول و دوم کمتر از سطح خطای ۵ درصد است؛ لذا مدل‌های ترکیبی با اثرات ثابت تأیید می‌شود.

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

مدل	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره	احتمال آماره آزمون	آماره آزمون F	احتمال آماره آزمون
مدل اول	۲/۹۹۹	۰/۰۰۰	۹/۵۱۷	۰/۰۰۱

در جدول ۴، نتایج حاصل از برآورد مدل گزارش شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مدل در حالت کلی معنادار است. در این پژوهش، بررسی معنی‌دار بودن مدل‌های رگرسیون با استفاده از آماره F فیشر انجام شده است. با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F فیشر در الگوهای مورد بررسی کمتر از ۰,۰۵ است، با اطمینان ۹۵٪ می‌توان نتیجه گرفت که الگوهای تحقیق معنی‌دار هستند. همچنین ضریب تعیین یک معیار است که نشان می‌دهد چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. در الگوی مورد بررسی، ضریب تعیین ۴۹٪ است؛ به عبارت دیگر، حدود ۴۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی در الگو تبیین می‌شود. از آزمون دوربین-واتسون برای بررسی استقلال متغیرها و باقیمانده‌ها استفاده شد. اگر مقدار آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، به عدم وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها اشاره می‌کند. برای مدل مورد بررسی، مقدار آماره دوربین-

واتسون ۲/۰۲۶ است که نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی در خطاهای مدل است. افزون بر این، ضریب برآوردی متغیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره ۰/۰۲۰۳ در جدول فوق مثبت بوده است از طرفی سطح معناداری این متغیر کمتر از ۵ درصد می‌باشد در نتیجه می‌توان بیان نمود که بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه اول این پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. در محیط اقتصادی ایران می‌توان این گونه تفسیر کرد که وجود هیئت‌مدیره مستقل و خوش بین می‌تواند باعث تأثیر ایجاد قابل توجه بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت شود.

ضریب تعامل ویژگی‌های هیئت‌مدیره \* عدم تقارن اطلاعات در مدل فوق ۰/۰۰۴- و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد ۰/۰۰۸ می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که عدم تقارن اطلاعات بر ارتباط بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری می‌گذارد. به این صورت که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند؛ بنابراین فرضیه دوم این پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. بر این اساس عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهام‌داران می‌تواند منجر به ایجاد یک رابطه منفی هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری گردد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش برای متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده آن است که سودآوری شرکت با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد و متغیر ارزش بازار به ارزش دفتری دارای رابطه منفی و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد و سایر متغیرهای کنترلی مدل ۱ فاقد رابطه معنادار با کارایی سرمایه‌گذاری هستند.

جهت بررسی بیشتر و رفع درون‌زایی احتمالی روش اندازه‌گیری متغیر وابسته را به شرح آن چه در قسمت روش عنوان شد تغییر دادیم و مدل را مجدد مورد آزمون قرار دادیم و نتایج را به صورت مقایسه‌ای در جدول ۴ گزارش کردیم. همان‌طور که قابل مشاهده است ضریب برآوردی متغیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره مثبت بوده و سطح معناداری این متغیر نیز کمتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین فرضیه اول پژوهش مجدداً تأیید می‌شود. از طرفی، ضریب تعامل ویژگی‌های هیئت‌مدیره \* عدم تقارن اطلاعات در مدل منفی و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین همچنان می‌توان نتیجه گرفت که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند؛ از این رو، فرضیه دوم این پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مجدداً تأیید می‌شود.

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و... ۲۳

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه‌ها

کارایی سرمایه‌گذاری (روش اندازه‌گیری دوم)		کارایی سرمایه‌گذاری (روش اندازه‌گیری اول)		نماد	متغیر
ضرایب	سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری		
۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۲۰	BD_CHAR	ویژگی‌های هیئت‌مدیره
۰/۷۶۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	BidAskSpread	عدم تقارن اطلاعات
	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۴	*BidAskSpread	ویژگی‌های هیئت‌مدیره*
۰/۰۰۰				BD_CHAR	عدم تقارن اطلاعات
۰/۰۰۶	-۰/۰۰۰	۰/۱۰۲	-۰/۰۰۲	SIZE	اندازه شرکت
۰/۸۵۴	-۰/۰۰۲	۰/۹۳۰	۰/۰۰۰	CFO	جریان نقد عملیاتی
۰/۴۶۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۷	-۰/۰۰۰	MB_VALUE	ارزش بازار به ارزش دفتری سهام
۰/۰۳۹	۰/۰۰۵	۰/۰۰۶	۰/۰۱۱	ROE	سودآوری شرکت
۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۰/۰۶۵	-۰/۰۰۰	IOWNERS	سرمایه‌گذاران نهادی
۰/۳۵۲	۰/۰۰۰	۰/۵۰۷	۰/۰۰۶	QUALITYAUDIT	کیفیت حسابرسی
۰/۸۴۹	۰/۰۰۲	۰/۱۱۶	-۰/۰۰۳	ICQ	کنترل داخلی
۰/۰۰۹		۰/۰۰۰	-۰/۰۶۲	C	عرض از مبدأ
	۰/۵۶۷		۰/۴۹۰		ضریب تعیین
	۰/۴۹۹		۰/۳۹۷		ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۰۴۲		۲/۰۲۶		آماره دوربین - واتسون
	۸/۴۲۹		۵/۲۵۹		آماره F فیشر
	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F فیشر

جهت انجام آزمون‌های بیشتر و با توجه به این که در مدل اولیه جهت اندازه‌گیری ویژگی‌های هیئت‌مدیره از ترکیب دو ویژگی‌ها استقلال و خوش‌بینی هیئت‌مدیره استفاده کرده بودیم، این دو ویژگی را به صورت جداگانه در مدل آزمون و نتایج را مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار دادیم. همان‌طور که مشاهده می‌شود مدل در حالت کلی معنادار می‌باشد که نتایج در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون اضافی فرضیه‌ها

کارایی سرمایه‌گذاری (روش اندازه‌گیری دوم)		کارایی سرمایه‌گذاری (روش اندازه‌گیری اول)		نماد	متغیر
سطح معناداری	ضرایب	سطح معناداری	ضرایب		
۰/۰۸۱	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۰/۰۱۵	OPTIMISM	خوش‌بینی هیئت‌مدیره
۰/۵۶۰	-۰/۰۰۲	۰/۰۵۱	۰/۰۱۵	BIND	استقلال هیئت‌مدیره
۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۰/۰۱۲	۰/۰۰۵	BIDASKSPREAD	عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۰۰۰	-۰/۰۰۳	۰/۰۱۳	-۰/۰۰۳	OPTIMISM*BID ASKSPREAD	خوش‌بینی*عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۶۶۰	۰/۰۰۰	۰/۰۴۹	-۰/۰۰۴	BIDASKSPREA D*BIND	استقلال*عدم تقارن اطلاعاتی
۰/۴۵۰	۰/۰۰۰	۰/۰۶۳	-۰/۰۰۲	SIZE	اندازه شرکت
۰/۴۸۴	۰/۰۰۰	۰/۷۷۳	۰/۰۰۱	CFO	جریان نقد عملیاتی
۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۷	-۰/۰۰۰	MB_VALUE	ارزش بازار به ارزش دفتری سهام
۰/۰۲۷	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۰/۰۱۲	ROE	سودآوری شرکت
۰/۵۳۱	۰/۰۰۰	۰/۱۹۵	۰/۰۰۰	IOWNERS QUALITYAUDI T	سرمایه‌گذاران نهادی کیفیت حسابرسی
۰/۴۷۴	-۰/۰۰۲	۰/۵۳۱	۰/۰۰۶		
۰/۰۰۹	۰/۰۰۳	۰/۱۱۵	-۰/۰۰۳	ICQ	کنترل داخلی
۰/۰۳۶	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	-۰/۰۶۱	C	عرض از مبدأ
	۰/۶۰۵		۰/۴۹۱		ضریب تعیین
	۰/۵۳۲		۰/۳۹۶		ضریب تعیین تعدیل‌شده
	۲/۰۸۶		۲/۰۳۳		آماره دوربین - واتسون
	۸/۲۱۷		۵/۱۷۳		آماره F فیشر
	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F فیشر

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و... ۲۵

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در قالب روش اول اندازه‌گیری متغیر کارایی سرمایه‌گذاری بیانگر آن است که ویژگی‌های استقلال و خوش‌بینی هیئت‌مدیره هر کدام به صورت جداگانه با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارند و بنابراین همچنان فرضیه اول پژوهش در این حالت تأیید می‌شود. از طرف دیگر هر کدام از ضرایب تعاملی استقلال و خوش‌بینی هیئت‌مدیره در عدم تقارن اطلاعاتی به صورت جداگانه دارای رابطه منفی و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشند و این رابطه را تعدیل می‌کند؛ بنابراین همچنان می‌توان نتیجه گرفت که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر ویژگی‌های استقلال و خوش‌بینی هیئت‌مدیره را بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند و فرضیه دوم این پژوهش همچنان مورد تأیید است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در قالب روش دوم اندازه‌گیری متغیر کارایی سرمایه‌گذاری بیانگر آن است که ویژگی‌های هیئت‌مدیره به صورت جداگانه با این روش اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری ندارند و تنها ضریب تعاملی خوش‌بینی هیئت‌مدیره در عدم تقارن اطلاعاتی با کارایی سرمایه‌گذاری دارای رابطه مثبت و معناداری دارد و بنابراین فرضیه دوم پژوهش در این حالت مورد تأیید قرار می‌گیرد.

## بحث و نتیجه‌گیری

هیئت‌مدیره، به عنوان یکی از اجزای حاکمیت شرکتی، نقش مهمی در مدیریت و راهبری شرکت دارد. مسئولیت اصلی هیئت‌مدیره، ایجاد یک سیستم راهبری کارآمد برای مدیریت امور شرکت به نحوی است که به منافع ذی‌نفعان مختلف شرکت، از جمله مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و جوامع محلی، خدمت کند. مسائل اساسی مرتبط با هیئت‌مدیره شامل ترکیب اعضای هیئت‌مدیره و نحوه پرداخت پاداش به مدیران اجرایی می‌باشد. جوانبی همچون اندازه و ساختار هیئت‌مدیره، تعداد اعضا، نسبت مدیران غیرموظف، ترکیب نقش مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره و خوش‌بینی اعضا از ویژگی‌های مهم ترکیب هیئت‌مدیره می‌باشند. در این زمینه، برخی از متغیرهای مهم که در تحقیقات مربوط به هیئت‌مدیره مورد بررسی قرار می‌گیرند، شامل استقلال اعضا و نحوه خوش‌بینی و همکاری بین اعضا است. این متغیرها می‌توانند تأثیر قابل توجهی در عملکرد و عملکرد هیئت‌مدیره و در نهایت روی عملکرد شرکت داشته باشد (ثقفی، ۱۳۹۰؛ منشاوری و

همکاران، ۲۰۲۱). در این تحقیق، ویژگی‌های استقلال و خوش‌بینی هیئت‌مدیره به عنوان متغیرهای مستقل مورد بررسی قرار می‌گیرند.

این پژوهش بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره (استقلال و خوش‌بینی هیئت‌مدیره) و کارایی سرمایه‌گذاری به توسعه ادبیات در این زمینه کمک می‌کند. همان‌طور که در تحقیق منشاوری و همکاران (۲۰۲۱) آمده است پرداختن به این روابط ضروری به نظر می‌رسد، زیرا شیوه‌های نظارتی و حاکمیتی ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌تواند محیط اطلاعاتی را افزایش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشند. از جمله تحقیقات داخلی نزدیک به این پژوهش، تحقیق مهدوی و کرمانی (۱۳۹۴) می‌باشد که به بررسی تأثیر استقلال هیئت‌مدیره به‌عنوان یکی از ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت گزارشگری مالی پرداختند که در این تحقیق، دو ویژگی استفاده و رابطه آن با کارایی سرمایه‌گذاری بررسی و سپس اثر تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی بر این رابطه سنجیده شده است. از این جهت تحقیق حاضر می‌تواند خلأ پژوهشی در این زمینه را برطرف و تحقیقات موجود را گسترش دهد. از جمله ضرورت‌های دیگر این پژوهش آگاهی سهام‌داران از تبعات انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و دقت نظر سهام‌داران در مجامع به هنگام انتخاب اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها از این جهت که ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و در نتیجه سود شرکت تأثیرگذار باشد. یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای مدیران و مقررات‌گذاران نیز شواهد مفیدی ارائه کند.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که ویژگی‌های هیئت‌مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارند. این نتیجه نشان می‌دهد که وقوع تغییرات در ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد. از این رو، می‌توان نتیجه گرفت که ویژگی‌های هیئت‌مدیره می‌تواند به‌عنوان عوامل مهمی در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مطرح شوند. همان‌طور که قبلاً اشاره شد هیئت‌مدیره در رأس سیستم کنترل داخلی شرکت قرار دارد و مسئولیت نهایی عملکرد شرکت و نیز بهبود آن را بر عهده دارد (جایتیس و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۲۰). بنابراین اثربخشی هیئت‌مدیره باعث افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری می‌گردد و به طور مستقیم ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نتایج پژوهش احمدی و سعیدی (۱۴۰۰)، منصور فر و همکاران (۱۳۹۸) و گو و همکاران (۲۰۱۶) همخوانی دارد.

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و.. ۲۷

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز نشان‌دهنده آن است که متغیر تعدیلگر یعنی ضریب تعامل ویژگی‌های هیئت‌مدیره \* عدم تقارن اطلاعات در مدل، منفی  $0/004$  و سطح معناداری آن کمتر از  $5$  درصد  $0/002$  می‌باشد بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که عدم تقارن اطلاعات بر ارتباط بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری می‌گذارد. به این صورت که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند؛ بنابراین فرضیه دوم این پژوهش در سطح اطمینان  $95$  درصد پذیرفته می‌شود. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نتایج پژوهش منشاوری و همکاران (۲۰۲۱) همخوانی دارد.

در فرایند پژوهش، مجموعه‌ای از شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل قرار دارد و امکان دخالت مستقیم در آنها محدود است. برای اطمینان از صحت و قابل‌اعتماد بودن نتایج، ضروری است محدودیت‌های موجود در پژوهش را به دقت مورد بررسی قرار داده و در تفسیر نتایج آنها را در نظر بگیریم. در این پژوهش با توجه به این موضوع که ویژگی‌های هیئت‌مدیره مورد بررسی قرار گرفته است، مطابق ماده  $109$  لایحه قانونی اصلاحی قسمتی از قانون تجارت مصوب  $1347$  مدت مدیریت مدیران در اساسنامه معین می‌شود، اما این مدت از دو سال تجاوز نخواهد کرد، بنابراین احتمالاً اعضای هیئت‌مدیره درصد بالایی از شرکت‌ها در طول دو سال تغییر نکرده است. در نتیجه، یافته‌های این پژوهش باید با در نظر گرفتن این شرایط مورد استفاده قرار گیرند.

به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود با توجه به این که در این پژوهش دو ویژگی هیئت‌مدیره مورد بررسی قرار گرفته شده است از سایر ویژگی‌های هیئت‌مدیره برای اندازه‌گیری متغیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره در تحقیقات آتی، استفاده کنند. به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و نیز افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، در تدوین دستورالعمل حاکمیت شرکتی با در نظر گرفتن ویژگی‌های هیئت‌مدیره چارچوب مناسبی را در نظر بگیرند. به سهام‌داران پیشنهاد می‌شود هنگام انتخاب اعضای هیئت‌مدیره جوانب مختلف ویژگی‌های هیئت‌مدیره را در نظر گیرند، زیرا با توجه به آن چه بیان شد این موضوع می‌تواند بر بهروری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر گذار باشد.

## یادداشت‌ها

- |                        |                         |
|------------------------|-------------------------|
| 1. Menshawy et al.     | 2. Chen et al.          |
| 3. Xie                 | 4. Biddle et al.        |
| 5. Goh et al.          | 6. Schrand and Zechman  |
| 7. Fama and Jensen     | 8. Almulhim             |
| 9. Hribar and Yang     | 10. Davidson et al.     |
| 11. Farooq et al.      | 12. Khalil and Maghraby |
| 13. Giroud and Mueller | 14. Zhu and Li          |
| 15. Chytis             |                         |

## منابع

- ابراهیمی، آیت‌الله؛ سلگی، محمد؛ وجودی نوبخت، آرمین؛ موسوی، مجید. (۱۴۰۱). بیش اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی. *پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی*، ۳(۳): ۱۳۵-۱۶۷.
- بیات، مرتضی؛ نوروزی، محمد؛ میراشرفی، زهرا؛ پورموسوی، علی‌اکبر. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۹(۳۵): ۵۳-۷۶.
- تقفی، علی؛ صفرزاده، محمدحسین. (۱۳۹۰). کیفیت سود و ویژگی‌های هیئت‌مدیره: تحلیل تجربی. *دانش حسابداری*، ۱۱(۴۴): ۷۳-۹۴.
- حساس یگانه، یحیی؛ باغومیان، رافیک. (۱۳۸۵). نقش هیئت‌مدیره در حاکمیت شرکتی. *حسابدار*، (۱۷۴)
- دستگیر، محسن؛ میرکی، فواد؛ کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳). تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیران ارشد بر آشفستگی مالی. *بررسی‌های حسابداری*، ۱(۲): ۳۷-۵۱.
- سلیمانی امیری، غلامرضا؛ فرشی، زهرا. (۱۳۹۱). بررسی اثر تأمین مالی از بانک و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۳(۱۱): ۵۷-۸۳.
- مشایخ، شهناز؛ بهزادپور، سمیرا. (۱۳۹۳). تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس. *اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابداری*، ۱۰(۱): ۱۱۰-۱۸۰.
- محمدآزادی، زهرا؛ محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۴). مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و حق

بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و... ۲۹

الزحمة حسابرسی. دانش حسابرسی، ۱۵(۶۰): ۱۶۵-۱۷۶.

مرادزاده فرد، مهدی؛ عدل زاده، مرتضی؛ فرج زاده، مریم؛ عظیمی، صدیقه. (۱۳۹۲). عدم اطمینان اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعاتی و فرصت‌های رشد. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۳۹): ۱۲۵-۱۴۵.

ملکی، الهام السادات؛ ابراهیمی، سید کاظم؛ جلالی، فاطمه. (۱۳۹۸). تأثیر چرخه عمر شرکت‌ها بر سطح محافظه کاری. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۴۴): ۵۹-۷۸.

منصورفر، غلامرضا؛ جودی، سمیرا؛ پورسلیمان، احسان. (۱۳۹۹). نقش تعدیلگری ابعاد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری. تحقیقات مالی، ۲۲(۲): ۲۲۷-۲۴۸.

مهدوی، غلامحسین؛ کرمانی، احسان. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر استقلال هیئت‌مدیره بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی راهبرد مدیریت مالی، ۳(۴): ۱-۲۶.

نیک بخت، محمدرضا؛ سیدی، عزیز؛ هاشم‌الحسینی، روزبه. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت. مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۲(۱): ۲۵۱-۲۷۰.

Abdulateif A, Almulhim. (2023). Effects of board characteristics on information asymmetry: Evidence from the alternative investment market. *Heliyon*, <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16510>.

Biddle, G. C., Hilary, G., Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of accounting and Economics*, 48(2), 112-131.

Bayat, M., Morouzi, Z., Mirashrafi, A., Pourmosa. (2018). Effects of management behavior on investment efficiency and firm value, *journal of empirical research in accounting*, 9(35), 53-76. [in Persian].

Chen, N., Sung, H. C., Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of chinese listed firms. *Pacific accounting review*, 29(3), 266-282.

Chytis, E., Tasio, S., Filos, I. (2020). The effect of corporate governance mechanisms on tax planning during financial crisis: An empirical study of companies listed on the athens stock exchange. *International journal of disclosure and governance*, 17(1), 30- 8.

- Dastgir, M, F, Miraki, S, Kazemi Noori. (2015) The impact of top executives' overconfidence on financial distress. *Accounting studies*. 1(2), 37-51. [in Persian].
- Davidson, R. H., Dey, A. Smith, A. (2015). Executives “off-the-job” behavior, corporate culture, and financial reporting risk. *Journal of financial economics*, 117(1), 5-28.
- Ebrahimi, A. M., Slgi, A., Vjodi nobakht, A., M., mosavi. (2023). Manager's overconfidence and investment decisions and financing decisions. *strategic research funding*, 3(3), 135-167. [in Persian].
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and economics*, 26(2), 301–325.
- Ferreira, D., Ferreira, M. A., Raposo, C. C. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of financial economics*, 99(3), 523–545.
- Giroud, X., Mueller, H. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of financial economics*, 95(3), 312–331.
- Goodman, Theodore H. Neamtiu, Monica, Shroff. Nemit& Hal D, Whith, (2014), Management forecast quality and capital investment decisions, *Accounting Review*, PP. 331-365.
- Goh, B. W., Lee, J., Ng, J., Ow Yong, K. (2016). The effect of board independence on information asymmetry. *European accounting review*, 25(1), 155–182.
- Hasas yeganeh, Y., R., baghomyan. (2008). Role of corporate governance in corporate governance. *Accounting*. (174), 0-0. [in Persian].
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary accounting research*, 33(1), 204-227.
- Kambar Farooq, Chin Man Chui & Muhammad Azeem (2023) Board centrality and investment efficiency, *Asia-pacific journal of accounting & economics*, 30:3, 633-666, DOI: 10.1080/16081625.2021.2003213
- Khalil, A., & Maghraby, M. (2017). The determinants of internet risk disclosure: empirical study of Egyptian listed companies. *Managerial auditing journal*, 32(8), 746–767.
- Mashayekh, SH, S., Behzadpur. (2015). The effect of managers' overconfidence on dividend policy in the firms listed in tehran stock market. *Quarterly Accounting and Accounting Reviews*. 10(1), 110-180. [in Persian].
- Maleki, A., K., ebrahimi, F., jalali. (2020). The impact of corporate life cycle on the conservative level. *Financial Accounting and Auditing Research*. 11(44), 59-78. [in Persian].
- Mansorfar, GH, S., Jodi, E., porsalman. (2021). Moderator role of

- internal and external dimensions of corporate governance on the relationship between information asymmetry and investment efficiency. *Financial Research*. 22(2), 227-248. [in Persian].
- Mahdavi, Gh, E., kermani. (2014). Investigating the effect of the independence of the board on the relationship between information asymmetry and the quality of financial reporting of firms accepted in tehran stock exchange. *Journal of financial management strategy*. 3(4), 1-26. [in Persian].
- Menshawy, I., Basiruddin, R., Mohd-Zamil, N., Hussainey, K. (2021). Strive towards investment efficiency among egyptian companies: do board characteristics and information asymmetry matter? *International journal of finance and accounting*, 1-22
- Mohammad azadi, Z., A., mohammadi. (2016). Institutional ownership, ownership concentration and the right to audit fees. *Audit knowledge*. 15(60), 165-176. [in Persian].
- Moradzadehfard, M., M., Adlzadeh, M., Farajzadeh, S., Azimi. (2014). Information uncertainty, information asymmetry and growth options. *Journal of Empirical Studies of Financial Accounting*. 11(39). 125-145. [in Persian].
- Nikbakht, M., A., sayedi, R., hashemolhosini. (2011). Study of the effect of board characteristics on firm performance. *Journal of Accounting Progress*. 2(1),251-270. [in Persian].
- Saghafi, a., MS, Safarzade. (2012). Earnings quality and board characteristics: empirical analysis. *Audit Knowledge*. 11(44),73-94. [in Persian].
- Schrand, C.M., Zechman, S.L.C. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2): 311-329.
- Solimani amiri, GH, Z., Faseshi. (2013). The study of the effect of financing tax on financial reporting quality and investment efficiency in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Science*. 3(11), 37-51. [in Persian].
- Venkatesh, P, Cm and chiang, R. (1986). Information asymmetry and the dealers bid-ask spread: A case study of earnings and divididend announcements. *The Journal of Finance*, 41(5), 1089-1102.
- Xie, J. (2015). CEO career concerns and investment efficiency: Evidence from china. *Emerging Markets Review*, 24, 149-159.
- Zhu, D. Li, Y. (2022). Empirical research on seasoned equity offerings, board member characteristics, and corporate investment efficiency. *Discrete Dynamics in Nature and Society*, volume 2022, article ID 3365840, 13 pages.