

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز

دوره‌ی هفتم، شماره‌ی اول، بهار و تابستان ۱۳۹۴، پیاپی ۶۸/۳، صفحه‌های ۷۷-۱۰۶

(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

## بررسی اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمد حسین ستایش\* محمد محمدیان\*\* زینب مهتری\*\*\*

دانشگاه شیراز

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. کیفیت ارقام تعهدی و قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به ترتیب به‌عنوان شاخص‌های کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. دوره‌ی زمانی مطالعه، سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ و نمونه‌ی انتخابی شامل ۱۰۰ شرکت است. نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌ها بیان‌گر این است که عدم تقارن اطلاعاتی عامل کلیدی در به‌وجود آمدن مسأله‌ی کم‌سرمایه‌گذاری است؛ در حالی که مسأله‌ی بیش‌سرمایه‌گذاری ممکن است به‌دلیل عوامل دیگری به‌جز عدم تقارن اطلاعاتی به‌وجود آید؛ علاوه بر این کیفیت اطلاعات حسابداری منجر به کاهش هر دو مسأله بیش و کم سرمایه‌گذاری می‌شود. در نهایت نتایج نشان می‌دهد که بین اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی با کم‌سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنادار و مستقیم وجود دارد؛ اما این موضوع در رابطه با بیش‌سرمایه‌گذاری صدق نمی‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌سرمایه‌گذاری، کم‌سرمایه‌گذاری، کیفیت اطلاعات حسابداری، عدم تقارن اطلاعاتی.

\* دانشیار گروه حسابداری (نویسنده‌ی مسئول) setayesh@shirazu.ac.ir

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری

\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری

پذیرش: ۱۳۹۳/۷/۳۰

دریافت: ۱۳۹۲/۷/۲۹

## ۱. مقدمه

یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). این امر از طریق روش‌های ارزیابی پروژه‌ها؛ از جمله ارزش فعلی خالص انجام می‌شود. طبق این روش در یک یا چند پروژه وقتی سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد که ارزش فعلی خالص آن پروژه مثبت باشد. از این‌رو، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت منجر به کم‌سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> و انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی منجر به بیش سرمایه‌گذاری<sup>۲</sup> می‌شود. در نتیجه واحدهای تجاری با مسأله‌ی عدم کفایت سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند (وردی،<sup>۳</sup> ۲۰۰۶).

مبانی نظری این پژوهش مبتنی بر نظریه‌ی نمایندگی<sup>۴</sup> و اقتصاد اطلاعات<sup>۵</sup> است و ریشه در مسائلی هم‌چون تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۶</sup> دارد. از این‌رو عدم تقارن اطلاعاتی به‌عنوان عاملی کلیدی در عدم کفایت سرمایه‌گذاری به‌حساب می‌آید (یانگ و جیانگ،<sup>۷</sup> ۲۰۰۸). از سوی دیگر یکی از عوامل مؤثر بر کفایت سرمایه‌گذاری<sup>۸</sup>، کیفیت اطلاعات حسابداری<sup>۹</sup> است؛ زیرا به‌لحاظ تجربی بسیاری از پژوهش‌ها در حوزه‌ی بازار سرمایه به بررسی مفید بودن اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند (ولک،<sup>۱۰</sup> ۲۰۰۴).

مسأله‌ی اصلی این پژوهش مربوط به عدم کفایت سرمایه‌گذاری ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی است و پیش‌بینی می‌شود که اطلاعات حسابداری باکیفیت، این مسأله را کاهش می‌دهد.

به‌طور خلاصه اهمیت این پژوهش را از چند جهت می‌توان بیان کرد؛ اول این‌که نتایج این پژوهش می‌تواند موجب افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری باکیفیت شود و از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به‌عمل آورد. دوم به سرمایه‌گذاران در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری و به‌ویژه نوع و میزان سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. سوم این‌که انجام چنین پژوهش‌هایی موجب افزایش اطمینان‌خاطر سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری‌های کارا، ترغیب هر چه بیش‌تر آن‌ها به استفاده از اطلاعات حسابداری، آگاه ساختن مسئولین استاندارد از کیفیت استانداردها و اطلاعات حسابداری و در نهایت مشارکت گسترده‌تر سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و به‌ویژه بورس اوراق بهادار شود.

## ۲. مبانی نظری پژوهش

کفایت سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی (فقط) پروژه‌ها با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این مفهوم در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست<sup>۱۱</sup> و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته‌باشد (وردی، ۲۰۰۶؛ بیدل<sup>۱۲</sup>، هیلاری<sup>۱۳</sup> و وردی، ۲۰۰۹). ادبیات گسترده‌ای وجود دارد که به برآورد سطح سرمایه‌گذاری شرکت پرداخته‌اند (هوبارد<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۸؛ هشی<sup>۱۵</sup> و دیگران، ۱۹۹۱؛ فزاری<sup>۱۶</sup> و دیگران، ۲۰۰۰؛ مورگادو و پیندادو<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۳؛ بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶؛ وردی، ۲۰۰۶؛ ریچاردسون<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۶؛ یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ بیدل و هیلاری و وردی، ۲۰۰۹) از جمله پژوهش‌های اساسی در این خصوص می‌توان به پژوهش ریچاردسون اشاره کرد که براساس یک رگرسیون خطی به برآورد سطح بهینه سرمایه‌گذاری، پرداخته است (ریچاردسون، ۲۰۰۶).

$$I_{New} = \alpha + \beta VP_{t-1} + \underbrace{\varphi Z_t}_{I_{NEW}^*} + I_{NEW}$$

در این مدل، مخارج سرمایه‌گذاری مورد انتظار در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت ( $I_{NEW}^*$ )، از طریق اندازه‌گیری فرصت‌های رشد (VP) و دسته‌ای از متغیرهای کمی (Z) به دست می‌آید. از سوی دیگر بخش غیرعادی سرمایه‌گذاری ( $I_{NEW}^E$ ) در این مدل می‌تواند مثبت یا منفی باشد. از این‌رو ارزش‌های مثبت و منفی، سرمایه‌گذاری غیرعادی را نشان می‌دهند که به صورت بیش از حد عادی (بیش سرمایه‌گذاری) و کم‌تر از حد عادی (کم‌سرمایه‌گذاری) نمایان می‌شوند. در واقع ارزش به دست آمده از رگرسیون بالا، سطح مورد انتظار سرمایه‌گذاری جدید را برآورد می‌کند و بخش غیر عادی (یا باقیمانده)، بیان‌گر عدم کفایت سرمایه‌گذاری است (ریچاردسون، ۲۰۰۶).

از این‌رو، از مدل فرصت‌های رشد شرکت می‌توان برای تعیین کفایت سرمایه‌گذاری استفاده کرد. مبانی نظری این مدل بر این نکته استوار است که فرصت‌های رشد شرکت، سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت را توجیه می‌کند؛ بنابراین در صورتی که فرصت‌های رشد نتواند سرمایه‌گذاری را توضیح دهد؛ مقادیر خطای حاصل، عدم کفایت سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

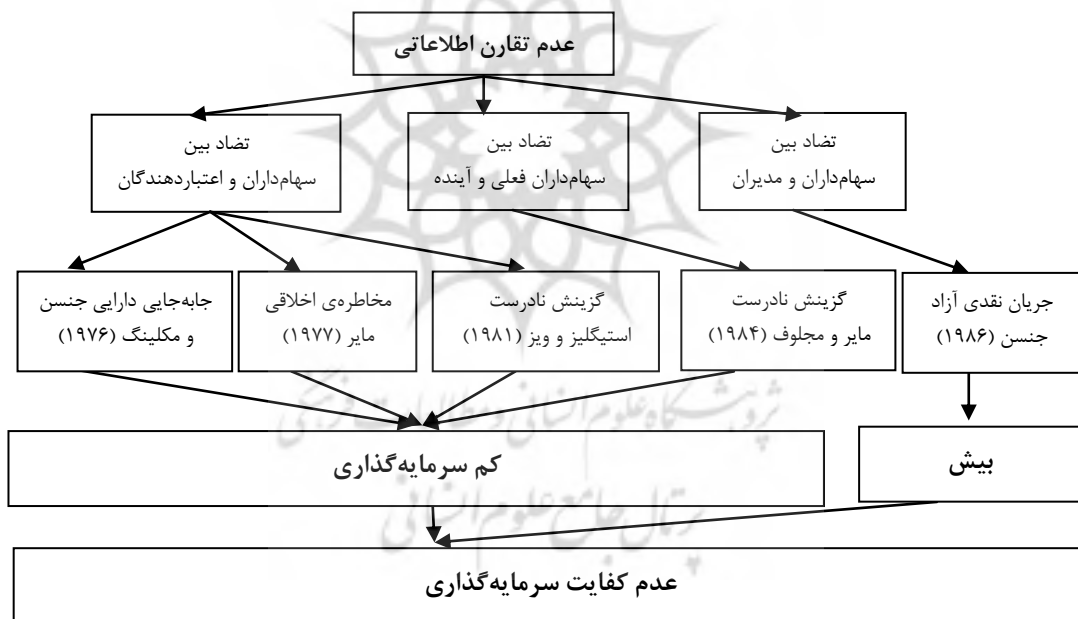
این مقادیر خطا ممکن است مثبت یا منفی باشند. مقادیر مثبت، خطای بیش‌سرمايه‌گذاري و مقادیر منفی، کم‌سرمايه‌گذاري نامیده شده‌است. بدیهی است که قرینه‌ی اندازه‌ی این مقادیر، می‌تواند شاخصی برای اندازه‌گیری میزان کفایت سرمايه‌گذاري باشد؛ بنابراین هرچه قدر قرینه‌ی اندازه‌ی خطاها بزرگ‌تر (کوچک‌تر) باشد، نشان‌دهنده‌ی کفایت بیش‌تر (کم‌تر) سرمايه‌گذاري است (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸). در بازار سرمايه‌ی ناقص، تصمیم‌های تأمین مالی و سرمايه‌گذاري مستقل از یک‌دیگر نیستند و کاستی‌های بازار سرمايه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، عدم کفایت سرمايه‌گذاري را به‌وجود می‌آورند؛ یعنی با وجود این مسائل، همه‌ی پروژه‌های دارای ارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند و برخی از پروژه‌ها با ارزش فعلی خالص منفی رد نمی‌شوند (مورگادو و پیندادو، ۲۰۰۳).

به‌طور کلی عدم تقارن اطلاعاتی چندین تضاد میان ذی‌نفعان اصلی ایجاد می‌کند که منجر به بیش‌سرمايه‌گذاري و کم‌سرمايه‌گذاري می‌شود. از جمله این تضادها می‌توان به تضاد منافع سهام‌داران و مدیران، سهام‌داران فعلی و آتی و سهام‌داران و اعتباردهندگان اشاره کرد. نتیجه‌ی این تضادها، شکل‌گیری نظریه‌ی عدم کفایت سرمايه‌گذاري است (شکل ۱). تضاد بین سهام‌داران و اعتباردهندگان و سهام‌داران فعلی و آتی و به دنبال آن، وجود مسائلی چون گزینش نادرست، مخاطره‌ی اخلاقی و جابه‌جایی دارایی‌ها، ممکن است منجر به فرایند کم‌سرمايه‌گذاري شود؛ هم‌چنین فرآیند بیش‌سرمايه‌گذاري ممکن است به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران و وجود مسأله‌ی جریان‌های نقد آزاد، رخ دهد. (مورگادو و پیندادو، ۲۰۰۳).

این در حالی است که کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند حداقل به دو شیوه‌ی با کفایت سرمايه‌گذاري در ارتباط باشد. اول اطلاعات حسابداری، هزینه‌های گزینش نادرست را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و سرمايه‌گذاران کاهش می‌دهد. دوم این‌که کیفیت اطلاعات حسابداری مسائل نمایندگی را کاهش می‌دهد و می‌تواند کفایت سرمايه‌گذاري را از طریق افزایش توانایی سهام‌داران برای نظارت بر مدیران، بهبود بخشد و در نتیجه موجب انتخاب پروژه‌ی مناسب و کاهش هزینه‌های نمایندگی شود (وردی، ۲۰۰۶). از این‌رو سازوکارهای متعددی در اطلاعات حسابداری وجود دارد که می‌تواند موجب بهبود تصمیم‌های سرمايه‌گذاري شرکت‌ها شود. اطلاعات حسابداری؛ گزینش نادرست (نمونه‌ای از عدم تقارن

اطلاعاتی)، ریسک نقدینگی و ریسک اطلاعات را کاهش می‌دهد و از این طریق می‌تواند منجر به کفایت سرمایه‌گذاری شود. افشای اطلاعات حسابداری هم به‌عنوان یک سازوکار کنترلی مدیران شرکت است که مانع از به تملک درآوردن و انتقال ثروت از سرمایه‌گذاران یا بستانکاران به مدیران می‌شود. در آخر این‌که بهبود اطلاعات حسابداری می‌تواند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به‌وسیله‌ی مدیران را تقویت کند (چن<sup>۱۹</sup> و دیگران، ۲۰۱۱).

به‌طور خلاصه، مبانی نظری و سازوکار شکل‌گیری مسأله‌ی عدم کفایت سرمایه‌گذاری، تئوری نماینده، مدیر و تئوری اقتصاد اطلاعاتی و به‌دنبال آن عدم تقارن اطلاعاتی و مسائلی هم‌چون مخاطره‌ی اخلاقی و گزینش نادرست است و کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند این مسأله را کاهش دهد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).



شکل ۱. رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و عدم کفایت سرمایه‌گذاری (مورگادو و پیندادو، ۲۰۰۳).

### ۳. پیشینه‌ی پژوهش

#### ۳-۱. پژوهش‌های خارجی

جنسن و مک‌لینگ<sup>۲۰</sup> مطالعاتی بر روی مسأله‌ی عدم کفایت سرمایه‌گذاری از جنبه‌ی مسائل نمایندگی داشته‌اند و دریافته‌اند که علت وجود مسأله‌ی عدم کفایت سرمایه‌گذاری، تضاد منافع بین سهام‌داران و دارندگان بدهی است (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲۱</sup>، ۱۹۷۶).

مایر<sup>۲۲</sup> و مجلوف<sup>۲۳</sup> نشان دادند، در زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران بیرونی و مدیران داخلی در خصوص ارزش فعلی دارایی‌ها و بازده جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده از پروژه‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، تأمین مالی اوراق بهادار منتشر شده توسط واحد تجاری جهت اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری شده، کم‌تر از حد و یا بیش‌تر از حد برآورد می‌شود که ممکن است منجر به بیش و یا کم‌سرمایه‌گذاری شود (مایر<sup>۲۴</sup> و مجلوف<sup>۲۵</sup>، ۱۹۸۴).

جنسن نشان داد که وقتی مقدار زیادی از جریان نقدی آزاد در واحد تجاری وجود داشته باشد، مدیران واحد تجاری با احتمال بیش‌تری به سرمایه‌گذاری جریان نقدی آزاد در پروژه‌هایی می‌پردازند که می‌تواند بازده غیر پولی را به وجود آورد و سرمایه‌گذاری واحد تجاری را گسترش دهد که این امر موجب بیش‌سرمایه‌گذاری واحد تجاری می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶).

ناریانان<sup>۲۶</sup> نشان داد که در دنیایی از عدم تقارن اطلاعات، وقتی بیرونی‌ها از داخلی‌ها نسبت به کیفیت واحد تجاری به‌خوبی آگاهی ندارند، واحد تجاری پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص کم‌تر از حد برمی‌گزیند که منجر به بیش‌سرمایه‌گذاری می‌شود؛ به‌طور مشابه عدم تقارن اطلاعات بین سهام‌داران و مدیران شرکت‌ها، منجر به رفتار فرصت‌طلبانه‌ی داخلی‌ها و وخیم‌تر شدن تضادهای نمایندگی و مدیر می‌شود (ناریانان<sup>۲۷</sup>، ۱۹۸۸).

وانگ<sup>۲۸</sup> رابطه‌ی بین تخصیص کارای سرمایه و کیفیت اطلاعات حسابداری را مورد بررسی قرار داد. وی تخصیص کارای سرمایه را از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به رشد و تحریف سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری کرد و از سه ویژگی سود (مربوط‌پذیری، پایداری و دقت) برای اندازه‌گیری کیفیت اطلاعات حسابداری، استفاده کرد. نتایج مطالعه‌ی وی بیان‌گر ارتباط مثبت بین کیفیت بالای اطلاعات حسابداری و تخصیص کارای سرمایه است (وانگ<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۳).

مورگادو و پیندادو، در پژوهشی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را برحسب نظریه‌ی بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. فرض اصلی این دو

پژوهش‌گر این است که رابطه‌ی بین کفایت سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت به‌جای این‌که خطی باشد، نمایی است. نتایج مطالعه‌ی آن‌ها نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از تضاد منافع بین گروه‌های مختلف، منجر به عدم کفایت سرمایه‌گذاری می‌شود و کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند عاملی در جهت کاهش این مسأله باشد (مورگادو و پیندادو، ۲۰۰۳).

ریچاردسون، به بررسی مسأله‌ی بیش‌سرمایه‌گذاری ناشی از جریان نقدی آزاد پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که مسأله‌ی بیش‌سرمایه‌گذاری نوعی عدم کفایت سرمایه‌گذاری است که از طریق عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیرانی که جریان نقد آزاد در اختیار دارند، به‌وجود می‌آید (ریچاردسون، ۲۰۰۶).

بیدل و هیلاری دریافتند که اطلاعات حسابداری می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی شرکت‌ها را کاهش دهد و از این طریق کفایت سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. آن‌ها هم‌چنین دریافتند در زمانی که تأمین مالی شرکت‌ها با تغییرات عمده‌ای روبرو می‌شوند، اطلاعات حسابداری نقش بیش‌تری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود کفایت سرمایه‌گذاری دارد (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶).

وردی، دریافت که اطلاعات باکیفیت بالا در گزارش‌های مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی را کاهش دهد و کفایت سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد و رابطه‌ی بین اطلاعات حسابداری و کفایت سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با محیط‌های اطلاعاتی پایین، قوی‌تر است (وردی، ۲۰۰۶).

ویکی<sup>۳۰</sup> با بررسی مدیریت سود شرکت‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران نهادی، دریافت که اطلاعات حسابداری می‌تواند در الگوهای سرمایه‌گذاری و کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر باشد (ویکی<sup>۳۱</sup>، ۲۰۰۷).

یانگ و جیانگ، به بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری بر بیش‌سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. آن‌ها نشان دادند که در شرکت‌هایی که جریان نقدی آزاد بالایی وجود دارد، تضاد نمایندگی بیش‌تر است و موجب به‌وجود آمدن بیش‌سرمایه‌گذاری می‌شود؛ هم‌چنین، کیفیت اطلاعات حسابداری عاملی مؤثر بر کاهش بیش‌سرمایه‌گذاری است (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).

بیدل، هیلاری و وردی نشان دادند که وجود سازوکاری میان اطلاعات حسابداری و کفایت سرمایه‌گذاری می‌تواند برخورد میان این دو موضوع را که نشأت گرفته از دو نوع عدم تقارن

اطلاعاتی؛ یعنی مخاطره‌ی اخلاقی و گزینش نادرست است، را کاهش دهد. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند رابطه‌ی بین کفایت سرمایه‌گذاری و کیفیت اطلاعات حسابداری را تحت تأثیر قرار دهد (بیدل، هیلاری و وردی، ۲۰۰۹).

گارسیا لارا<sup>۳۲</sup> و همکاران با فرض این‌که عدم کفایت سرمایه‌گذاری ممکن است به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آید، نشان دادند که بیش‌تر شرکت‌های محافظه‌کار، تمایل کم‌تری به بیش یا کم‌سرمایه‌گذاری دارند (گارسیا لارا<sup>۳۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

چن و دیگران، به بررسی رابطه‌ی کیفیت گزارش‌گری مالی و کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌های خصوصی در بازارهای نوظهور پرداخته‌اند. در واقع تمرکز این پژوهش بر بررسی رابطه‌ی مذکور در شرکت‌هایی است که مشخصه‌ی آن، حفظ سرمایه‌ی پایین است و ساختار مالکیت آن به صورت متمرکز است. نتایج مطالعه‌ی آن‌ها نشان می‌دهد که کیفیت اطلاعات حسابداری با بیش و کم‌سرمایه‌گذاری رابطه‌ی منفی دارد و این رابطه در شرکت‌هایی که دارای عدم تقارن اطلاعاتی بوده و از انگیزه‌های قوی برای مدیریت سود برخوردارند، کاهش یافته‌است (چن و دیگران، ۲۰۱۱).

لنارد و یو<sup>۳۴</sup> به بررسی این موضوع پرداختند که آیا مدیریت سود و کیفیت حسابرسی، کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌های چینی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که اقلام تعهدی غیراختیاری و دوره‌ی تصدی حسابرس رابطه‌ی معناداری با بیش سرمایه‌گذاری دارد (لنارد و یو<sup>۳۵</sup>، ۲۰۱۲).

چنگ<sup>۳۶</sup> و همکاران به بررسی این موضوع پرداختند که آیا کفایت سرمایه‌گذاری بعد از افشای ضعف‌های بااهمیت در کنترل داخلی گزارش‌گری مالی، بهبود می‌یابد؟ نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌ها قبل از افشای ضعف‌های کنترل داخلی، دارای بیش و کم‌سرمایه‌گذاری بودند؛ اما بعد از افشا به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای کفایت سرمایه‌گذاری آن‌ها بهبود یافت (چنگ<sup>۳۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۳).

گماریز و جان<sup>۳۸</sup> به بررسی تأثیر کیفیت گزارش‌گری مالی و سررسید بدهی‌ها بر کفایت سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که گزارش‌های مالی باکیفیت و بدهی‌هایی با سررسیدهای کوتاه‌مدت منجر به تقویت کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (گماریز و جان<sup>۳۹</sup>، ۲۰۱۴).



## ۲-۳. پژوهش‌های داخلی

در ایران نیز پژوهش‌هایی در حوزه‌ی رابطه‌ی کیفیت گزارش‌گری مالی و کارایی سرمایه-گذاری صورت گرفته است؛ اما پژوهشی که به‌طور کامل شبیه این پژوهش باشد و تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی را بر رابطه‌ی مذکور در نظر گرفته باشد، وجود ندارد. از جمله این پژوهش‌ها می-توان به موارد زیر اشاره کرد:

مدرس و حصارزاده، به بررسی کیفیت گزارش‌گری مالی و کفایت سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش، از تأثیر کیفیت گزارش‌گری مالی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری، حکایت می‌کند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

حصارزاده و تهرانی، تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که جریان نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی به ترتیب بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت (حصارزاده و تهرانی، ۱۳۸۸).

ثقفی و عرب‌مازار یزدی، کیفیت گزارش‌گری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که میان کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معناداری وجود ندارد (ثقفی و عرب‌مازار یزدی، ۱۳۸۹).

هاشمی و همکاران با ارزیابی کیفیت سود بر الگو و شیوه‌ی تأمین مالی و کفایت سرمایه-گذاری دریافتند که در شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای، حساسیت بیش‌تری به جریان‌های نقدی داخلی دارد (هاشمی و همکاران، ۱۳۸۹).

خدایی واله‌زافرد و یحیایی نیز به بررسی رابطه‌ی کیفیت گزارش‌گری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین کیفیت گزارش‌گری مالی و سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد، رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد؛ هم‌چنین بین کیفیت گزارش‌گری مالی و سرمایه‌گذاری رابطه‌ی منفی وجود دارد؛ اما معنادار نیست (خدایی واله‌زافرد و یحیایی، ۱۳۸۹).

ثقفی و همکاران به مطالعه‌ی رابطه‌ی بین کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که هرچه کیفیت

اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسأله‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد، کم‌تر به وجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا بیش‌تر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد، از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر است (ثقفی و همکاران، ۱۳۹۰).

ثقفی و معتمدی فاضل به بررسی رابطه‌ی کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با امکانات سرمایه‌گذاری بالا پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که چنان‌چه شرکت‌ها با امکانات سرمایه‌گذاری زیاد از حسابرسان باکیفیت بالاتر استفاده کنند، سطح بالاتری از کارایی سرمایه‌گذاری را تجربه خواهند کرد (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰).

محمود آبادی و مهتری با بررسی رابطه‌ی محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری دریافتند که ارتباط معناداری بین این دو موضوع در سطح کل شرکت‌ها و صنایع وجود دارد (محمود آبادی و مهتری، ۱۳۹۰).

بادآور نهندی و خانقاه، با هدف مطالعه‌ی جنبه‌ای از پیامدهای اقتصادی جایگاه خدمات حسابرسی در ایران، به بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد، کیفیت حسابرسی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (بادآور نهندی و خانقاه، ۱۳۹۲).

پورحیدری و همکاران به بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته‌اند. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که با اعمال بیش‌تر مدیریت واقعی سود، میزان سرمایه‌گذاری ناکارای شرکت‌ها افزایش می‌یابد (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۲).

#### ۴. فرضیه‌های پژوهش

اطلاعات حسابداری از جمله منابع مهم اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران از آن‌ها جهت تصمیم‌های مربوط به سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند؛ این در حالی است که سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که در آن تعداد زیادی تحلیل‌گر وجود دارد، وابستگی کم‌تری به اطلاعات حسابداری دارند و در شرکت‌هایی با محیط اطلاعاتی ضعیف (عدم تقارن اطلاعاتی بالا)،

سرمایه‌گذاران جهت آگاهی از شرایط اقتصادی شرکت، وابستگی بیش‌تری به اطلاعات حسابداری مالی دارند. در نتیجه در زمانی که اطلاعات شرکت کم‌تر به‌صورت عمومی در دسترس قرار می‌گیرد، کیفیت اطلاعات حسابداری اهمیت بیش‌تری در بهبود کفایت سرمایه‌گذاری دارد (وردی، ۲۰۰۶). بنابراین به‌دلیل نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، در این پژوهش فرضیه‌های زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱: بین بیش‌سرمایه‌گذاری و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها، رابطه‌ی معنادار و مستقیم وجود دارد.

فرضیه ۲: بین کم‌سرمایه‌گذاری و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها، رابطه‌ی معنادار و مستقیم وجود دارد.

فرضیه ۳: بین کیفیت اطلاعات حسابداری و بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه‌ی معنادار و معکوس وجود دارد.

فرضیه ۴: بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کم‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، رابطه‌ی معنادار و مستقیم وجود دارد.

فرضیه ۵: بین کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی با بیش‌سرمایه‌گذاری، رابطه‌ی معنادار و معکوس وجود دارد.

فرضیه ۶: بین کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی با کم‌سرمایه‌گذاری، رابطه‌ی معنادار و مستقیم وجود دارد.

## ۵. متغیرهای پژوهش و روش محاسبه‌ی آن‌ها

### ۵-۱. متغیر وابسته

در این پژوهش، عدم کفایت سرمایه‌گذاری (بیش و کم‌سرمایه‌گذاری) به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده‌است. به‌منظور آزمون تجربی اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری، باید مدلی را تعیین کرد که بتواند عدم کفایت سرمایه‌گذاری را تعیین نماید. بررسی ادبیات پیشینه نشان می‌دهد که بسیاری از پژوهش‌گران از مدل زیر برای برآورد عدم کفایت سرمایه‌گذاری استفاده نموده‌اند؛ برای مثال ریچاردسون، یانگ و جیانگ از مدل رگرسیون چندمتغیره با چندین متغیر کنترلی برای

اندازه‌گیری عدم کفایت سرمایه‌گذاری استفاده کردند. وردی، بیدل و هیلاری، بیدل و همکاران، لی و وانگ<sup>۴۰</sup>، چن و همکاران و گارسیالارا و همکاران نیز از متغیر فرصت‌های رشد برای اندازه‌گیری عدم کفایت سرمایه‌گذاری استفاده کرده‌اند. در ایران نیز تهرانی و حصارزاده برای یافتن متغیرهای مناسب که بتواند توضیح دهنده‌ی سرمایه‌گذاری‌ها در ایران باشد، به آنالیز حساسیت متغیرها پرداختند و مدرس و حصارزاده، ثقفی و عرب مازار یزدی و ثقفی و معتمدی فاضل از مدل تعیین عدم کفایت سرمایه‌گذاری استفاده کرده‌اند. با استفاده از این مدل، سطح نرمال سرمایه‌گذاری در سطح کل شرکت‌ها برآورد شده‌است و از تفاوت (به‌صورت باقی‌مانده رگرسیون) بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری و سطح برآورد شده‌ی سرمایه‌گذاری، عدم کفایت سرمایه‌گذاری (بیش و کم سرمایه‌گذاری) به‌دست می‌آید.

مدل (۱):

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GROW}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این مدل عبارتند از:

$I_{i,t}$ ، نشان دهنده‌ی سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است. در این پژوهش، سرمایه‌گذاری به‌عنوان وجه نقد پرداختی شرکت  $i$  برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های بلندمدت در نظر گرفته شده‌است و بر کل دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود تا تأثیر خطاها از بین برود.

$\text{GROW}_{i,t-1}$ ، نشان دهنده‌ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است که از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره‌ی شرکت  $i$  در سال  $t-1$ ، به‌دست می‌آید. بیدل و هیلاری معتقدند که فرصت‌های رشد شرکت باید سرمایه‌گذاری‌های شرکت را توجیه نماید. نمازی و زراعت‌گری نیز معتقدند که این نسبت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ی مستقیم دارد.

$\text{CASH}_{i,t-1}$ ، وجه نقد نگه‌داری شده‌ی شرکت است. در این پژوهش به‌عنوان نسبت جمع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت  $i$  در سال  $t-1$  به کل دارایی‌های پایان دوره در سال  $t-1$ ، تعریف شده‌است که میزان نقدینگی و توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد (جنسن، ۱۹۸۶؛ یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱؛ تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸، مهرانی و باقری، ۱۳۸۸).

$ROA_{i, t-1}$  نسبت سود و زیان خالص به کل دارایی‌های پایان دوره‌ی شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است. این نسبت میزان سودآوری شرکت را نشان می‌دهد و بیان‌گر عملکرد آتی شرکت است (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).

$LEV_{i, t-1}$  نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌های پایان دوره‌ی شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است و میزان توانایی مالی شرکت در باز پرداخت بدهی‌ها را نشان می‌دهد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ ریچاردسون، ۲۰۰۶).

$SIZE_{i, t-1}$  لگاریتم کل دارایی‌های پایان دوره‌ی شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است. از این متغیر می‌توان برای کنترل ریسک استفاده کرد. اندازه‌ی شرکت یک عامل مهم است که سیاست بدهی شرکت‌ها و در نتیجه ریسک شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (ریچاردسون، ۲۰۰۶، یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸).

باقی‌مانده با  $\varepsilon$  نشان داده می‌شود. باقی‌مانده‌ی مثبت بیان‌گر بیش‌سرمایه‌گذاری و باقی‌مانده‌ی منفی بیان‌گر کم‌سرمایه‌گذاری است.

## ۲-۵. متغیرهای مستقل

در این پژوهش، کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی به‌عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده‌است.

### ۱-۲-۵. کیفیت اطلاعات حسابداری

پژوهش‌گران در مطالعات خود از ویژگی‌های مختلف و نیز از متغیرهای گوناگونی برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده کرده‌اند. در این بین فرانسویس<sup>۴۱</sup> و دیگران، از هزینه‌ی سرمایه به‌عنوان متغیر جانشین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری استفاده کردند و هفت روش اندازه‌گیری کیفیت سود را به دو طبقه‌ی اصلی مبنای حسابداری و مبنای بازار، تقسیم کردند و به این ترتیب تأثیر کیفیت سود بر هزینه‌ی سرمایه را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند که عامل مؤثر بر هزینه‌ی سرمایه به‌طور عمده ناشی از معیارهای اندازه‌گیری مبتنی بر حسابداری و به‌ویژه کیفیت تعهدی است (فرانسویس<sup>۴۲</sup> و دیگران، ۲۰۰۴). از این‌رو کیفیت اطلاعات حسابداری در این پژوهش همانند مطالعه‌ی فرانسویس و دیگران، وردی و هم‌چنین مطالعات عرب‌مازار یزدی، نوروش و دیگران، این‌گونه تعریف شده و از کیفیت اقلام تعهدی برای

اندازه‌گیری آن استفاده شده است. کیفیت اطلاعات حسابداری به‌عنوان دقتی است که گزارش‌گری مالی در بیان اطلاعات حسابداری و در ارتباط با عملیات شرکت به‌ویژه جریان‌های نقدی مورد انتظار دارد و به‌منظور آگاهی سرمایه‌گذاران ارائه می‌شود. کیفیت ارقام تعهدی مبتنی بر این ایده است که تعهدات، آگاهی‌دهندگی سودها را با هموار کردن نوسانات موقتی در جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد و همانند آن‌چه در مطالعات دیچو و دایچو<sup>۴۳</sup> اندازه‌گیری شده است، در این پژوهش نیز اندازه‌گیری می‌شود. این مدل به شرح زیر است:

$$\text{مدل (۲):} \quad \frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \Phi_{0,j} + \Phi_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \Phi_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \Phi_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

متغیرهای موجود در این مدل به این شرح است:  $TCA$  ارقام تعهدی شرکت است که از تفاوت سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی محاسبه می‌شود،  $CFO$  جریان نقدی عملیاتی و  $Assets$  میانگین جمع دارایی‌ها است. معیار اندازه‌گیری خطای برآورد در فرآیند تعهدی براساس مدل مذکور، نوسان‌پذیری (انحراف‌معیار) پس‌مانده‌های حاصل از رگرسیون مذکور طی دوره‌ی ۱۲ ساله است. به‌لحاظ منطقی از آن‌جا که  $v_{j,t}$  نشان‌دهنده‌ی خطای برآورد ارقام تعهدی نسبت به جریان نقدی است، نوسان‌پذیری بالاتر رابطه‌ی بین سود و جریان‌های نقدی، کیفیت پایین‌تر ارقام تعهدی را نشان می‌دهد؛ زیرا منظور کردن ارقام تعهدی در سود، موجب کاهش کیفیت سود می‌شود؛ یعنی این که کیفیت ارقام تعهدی برابر است با انحراف‌معیار باقی‌مانده‌های برآوردی  $v_{j,t}$  شرکت  $t$  در سال  $t$ . مقادیر زیاد (کم) باقی‌مانده‌ها بیان‌گر کیفیت پایین (بالا) ارقام تعهدی و در نتیجه کیفیت پایین (بالا) اطلاعات حسابداری است. در این پژوهش فرض بر این است که هرچه مقدار به‌دست‌آمده برای باقی‌مانده‌ها بزرگ‌تر باشد، این امر بیان‌گر نتایج نامطلوب‌تر است (بولو، ۱۳۸۶).

## ۲-۲-۵. عدم تقارن اطلاعاتی

عدم تقارن اطلاعاتی بیان‌گر مزیت اطلاعاتی یک طرف معامله نسبت به طرف دیگر است. در واقع بعضی از سرمایه‌گذاران شامل افراد درون سازمانی مانند مدیران، تحلیل‌گران آن‌ها و مؤسسه‌هایی که از این افراد اطلاعات دریافت می‌کنند، به اخبار محرمانه دسترسی دارند. هرچه اطلاعات محرمانه بیش‌تر باشد، دامنه‌ی تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در نتیجه بازده سرمایه‌گذارانی که به این‌گونه اطلاعات

دسترسی ندارند، کاهش می‌یابد. به این منظور در این پژوهش برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی، مدلی که ونکاتش و چیانگ<sup>۴۴</sup> برای تعیین دامنه‌ی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام طراحی کرده‌اند به کار برده می‌شود ونکاتش و چیانگ<sup>۴۵</sup> (۱۹۸۶):  
رابطه‌ی (۱):

$$SPREAD_{i,t} = \frac{AP - BP}{(AP + BP)/2} \times 100$$

در این رابطه:

$SPREAD_{i,t}$  دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت  $t$  در دوره‌ی  $i$   
 $AP$  (Ask Price) میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$   
 $BP$  (Bid Price) میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت  $i$  در دوره‌ی  $t$

برای انجام محاسبات، ابتدا اطلاعات مربوط به بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم جمع‌آوری و میانگین هر یک از آن‌ها محاسبه می‌شود؛ سپس با استفاده از فرمول فوق، دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام محاسبه می‌شود. طبق این رابطه، هرچه دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگ‌تری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیش‌تر است.

### ۳-۵. متغیرهای کنترل

دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی در این مدل‌ها، کنترل تأثیر عوامل شناخته‌شده و ناشناخته در رابطه‌ی بین متغیرهای وابسته و مستقل اصلی است. در این پژوهش نسبت بدهی به کل دارایی‌ها و نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها، متغیرهای کنترلی هستند. برای مثال می‌توان به مطالعه‌ی بیدل، هیلاری و وردی اشاره کرد. نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، برای کنترل تأثیر تأمین مالی بدهی سال جاری بر سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود و نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها، برای کنترل تأثیر تأمین مالی حقوق صاحبان سهام بر سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود (بیدل، هیلاری و وردی، ۲۰۰۹).

### ۶. روش پژوهش

طرح این پژوهش از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. از روش پس‌رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهش‌گر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد (نمازی، ۱۳۷۹). از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع تحقیقات توصیفی<sup>۵</sup> همبستگی است. به‌منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش و با توجه به ماهیت اطلاعات و داده‌های پژوهش که مبتنی بر اطلاعات واقعی گذشته است، روش به‌کار گرفته‌شده در این پژوهش، رگرسیون خطی چندمتغیره است.

#### ۱-۶. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری؛ شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. کیفیت اطلاعات و سهولت دسترسی به اطلاعات صورت‌های مالی و سایر اطلاعات از جمله دلایل انتخاب جامعه آماری است. در این پژوهش برای تعیین حجم نمونه از روش نمونه‌گیری استفاده نشده است. برای انتخاب نمونه، شرایط زیر مشخص شد و با توجه به محدودیت اعضای جامعه، کل عناصر جامعه مشروط به داشتن تمامی شرایط زیر به‌عنوان نمونه انتخاب شدند:

- ۱) پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفندماه باشد و طی دوره‌ی زمانی موردنظر برای گردآوری داده‌ها (۱۳۷۸ تا ۱۳۹۲)، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.
  - ۲) شرکت انتخاب شده تولیدی باشد و جز بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند.
  - ۳) اطلاعات مورد نیاز در این پژوهش در رابطه با شرکت‌ها از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۲ در دسترس باشد.
- اندازه‌ی نمونه پس از کسب شرایط انتخاب نمونه، به ۱۰۰ شرکت از صنایع مختلف رسید.

#### ۲-۶. قلمرو زمانی پژوهش

باتوجه به لزوم استفاده از اطلاعات مالی مبتنی بر استانداردهای حسابداری واحد تجاری و همچنین با توجه به قابلیت دسترسی به اطلاعات مورد نیاز و به‌منظور کاهش آثار ناشی از



کیفیت اطلاعات حسابداری مورد استفاده و اثرات ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری، اندازه‌گیری و شناسایی رویدادهای مالی و با توجه به تعریف عملیاتی ارائه شده از متغیر بیش (کم) سرمایه‌گذاری و کیفیت اطلاعات حسابداری (که نیازمند اطلاعات مالی دو سال قبل و یک سال بعد از سال مورد بررسی است)، دوره‌ی زمانی پژوهش حاضر یک دوره ۱۲ ساله، از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۹۱، در نظر گرفته شده است؛ بنابراین دسترسی به داده‌های هریک از شرکت‌های عضو نمونه‌ی آماری برای سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۹۲ ضروری است.

### ۳-۶. مدل استفاده شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون رابطه‌ی بین اثرات تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش (کم) سرمایه‌گذاری باید مدلی به کار گرفت. در این پژوهش، از مدل زیر برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸ و چن و همکاران، ۲۰۱۱):

مدل (۳):

$$\text{Overinvestment}_{i,t} = \beta_1 \text{accrual quality}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Spread}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Spread}_{i,t-1} * \text{accrual quality}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LD}_{i,t} + \beta_5 \text{EQ}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

در این مدل،  $\text{Over (Under)Investment}$  باقی‌مانده‌ی مثبت یا منفی ( ) به دست آمده از مدل ۱ است و بیان‌گر بیش یا کم سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است.  $\text{accrual quality}_{i,t-1}$  از مدل ۲ به دست می‌آید و بیان‌گر کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است. در این پژوهش پیش‌بینی می‌شود که بیش (کم) سرمایه‌گذاری و کیفیت اطلاعات حسابداری همبستگی منفی باهم داشته باشند؛ از این رو تنها با بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری، بیش (کم) سرمایه‌گذاری به تدریج کاهش می‌یابد.  $\text{Spread}_{i,t-1}$ ، عدم تقارن اطلاعاتی شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است که بر اساس رابطه‌ی ۱ محاسبه می‌شود. در این پژوهش پیش‌بینی می‌شود که عدم تقارن اطلاعاتی و بیش (کم) سرمایه‌گذاری همبستگی مثبت داشته باشند.  $\text{Spread}_{i,t-1} * \text{accrual quality}_{i,t-1}$  حاصل ضرب کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های نمونه است. در این پژوهش، پیش‌بینی می‌شود که ضریب همبستگی این متغیر با بیش و کم سرمایه‌گذاری منفی باشد و کیفیت اطلاعات حسابداری همبستگی قوی‌تری با بیش و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، داشته باشد.  $\text{LD}$  و  $\text{EQ}$

متغیرهای کنترلی هستند. دلیل استفاده از متغیرهای کنترلی در این مدل، کنترل تأثیر عوامل شناخته‌شده و ناشناخته در رابطه‌ی بین متغیرهای وابسته و مستقل اصلی است. این متغیرها در ادبیات گذشته‌ی موضوع این پژوهش استفاده شده‌است؛ برای مثال می‌توان به مطالعه‌ی بیدل، هیلاری و وردی اشاره کرد.

LD نسبت بدهی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  به کل دارایی‌های آن در ابتدای سال  $t$  است و برای کنترل تأثیر تأمین مالی بدهی سال جاری بر سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. EQ نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌های شرکت  $i$  در ابتدای سال مالی  $t$  است و برای کنترل تأثیر تأمین مالی حقوق صاحبان سهام بر سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود.

## ۷. یافته‌های پژوهش

### ۷-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرها در نگاره شماره ۱ نشان داده شده‌است. آماره‌های توصیفی مربوط به ۱۰۰ شرکت نمونه طی دوره‌ی زمانی ۱۲ ساله (ابتدای ۱۳۸۰ تا انتهای سال ۱۳۹۱) است. مقایسه‌ی میانگین مشاهدات با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها بیان‌گر نرمال بودن توزیع مشاهدات است. میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان شاخص فرصت سرمایه‌گذاری (*Grow*) بزرگ‌تر از یک است و حکایت از آن دارد که به‌طور میانگین قیمت هر سهم مربوط به شرکت‌های شامل در نمونه از ارزش دفتری آن بالاتر است البته این متغیر از انحراف معیار بالاتری نسبت به سایر متغیرها برخوردار است.

نگاره ۱: آماره‌های توصیفی متغیرها در دوره‌ی مورد بررسی

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	چارک اول	چارک	میان	چارک سوم	مینیمم	ماکسیمم
سرمایه‌گذاری	I	۰/۰۴۰۲	۰/۰۶۹	۰/۰۰۴	۰/۰۲۰	۰/۰۵۶	۰/۰۰۰	۰/۶۱۹	
فرصت سرمایه‌گذاری	Grow	۱/۵۹۱	۰/۱۸۸۹	۱/۰۴۳	۱/۲۹۰	۱/۷۷۵	۰/۷۱۰	۶/۴۱۴	
وجه نقد	Cash	۰/۰۶۱	۰/۰۷۵	۰/۰۱۹	۰/۰۴۰	۰/۰۷۵	۰/۰۰۰	۰/۵۲۱	
سود خالص به دارایی‌ها	ROA	۰/۱۳۳	۰/۱۲۴	۰/۰۶۶	۰/۱۱۹	۰/۱۹۹	-۰/۲۵۰	۰/۶۳۸	
اهرم	Lev	۰/۶۳۵	۰/۱۵۹	۰/۵۳۸	۰/۶۴۸	۰/۷۴۹	۰/۱۷۰	۱/۰۰۰	
اندازه‌ی شرکت	Size	۵/۷۱۸	۰/۵۸۵	۵/۳۵۹	۵/۶۸۹	۵/۹۷۹	۴/۲۰۰	۷/۹۰۰	
اقدام تعهدی	TCA	۰/۰۴۰	۰/۱۱۵	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۶	۰/۰۹۶	-۰/۵۹۰	۰/۵۴۴	
وجه نقد عملیاتی دوره‌ی	CFO t-1	۰/۱۱۰	۰/۱۲۵	۰/۰۳۹	۰/۱۰۲	۰/۱۷۳	-۰/۴۱۰	۰/۶۲۵	
وجه نقد عملیاتی دوره‌ی	CFO t	۰/۱۳۲	۰/۱۴۸	۰/۰۴۷	۰/۱۲۳	۰/۲۰۵	-۰/۳۴۰	۰/۹۱۵	
وجه نقد عملیاتی دوره‌ی	CFO t+1	۰/۱۴۴	۰/۱۶۸	۰/۰۵۰	۰/۱۲۸	۰/۲۱۷	-۰/۳۸۸	۰/۹۱۰	
کیفیت اقدام تعهدی	AQ	۰/۰۰۰	۰/۰۸۱	-۰/۰۴۵	-۰/۰۰۵	۰/۰۴۰	-۰/۳۶۰	۰/۴۷۰	
عدم تقارن اطلاعاتی	Spread	۰/۱۶۵	۰/۲۲۹	۰/۰۴۷	۰/۱۰۵	۰/۲۵۷	-۰/۳۷۰	۱/۳۲۳	
کیفیت اقدام	AQ*SP	-۰/۰۰۴	۰/۰۲۴	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	-۰/۱۹۰	۰/۱۵۳	
حقوق صاحبان سهام به	EQ	۰/۴۲۹	۰/۲۳۵	۰/۲۸۹	۰/۴۰۴	۰/۵۴۰	-۰/۵۳۷	۲/۴۶۰	
بدهی‌ها به کل دارایی‌ها	LD	۰/۷۳۳	۰/۲۵۵	۰/۵۶۸	۰/۷۱۹	۰/۸۸۵	۰/۰۹۹	۲/۹۰۱	

۷-۲. آمار استنباطی

اهم آزمون‌های آماری این پژوهش، آزمون‌های  $t$  (Z) تست،  $F$  است و از این طریق معنی‌داری مدل‌های پژوهش و مفروضات رگرسیون، شامل استقلال و نرمال بودن خطاها، نرمال بودن متغیر وابسته (آزمون آماره  $Z$  کولموگروف اسمیرنوف) و هم خطی مورد بررسی قرار گرفته‌است. نتایج حاصل از بررسی این آزمون‌ها (نگاره شماره ۲) حاکی از این است که داده‌های مورد بررسی برای مدل‌های این پژوهش نرمال است و هم خطی چندگانه بین متغیرها وجود ندارد. نتایج نشان می‌دهد که فرضیه‌ی صفر مبنی بر نرمال بودن داده‌ها، رد نشد (سطح

معنی‌داری ۰/۴۹۲، ۰/۲۲۳، ۰/۸۳۷ و ۰/۳۹۵ بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است) پس از نظر آماری داده‌های مورد بررسی برای هر چهار مدل نرمال است. با توجه به داده‌های نگاره شماره ۲ ملاحظه می‌شود که شاخص شرط برای تمامی متغیرها کم‌تر از ۱۵ است؛ بنابراین مشکل جدی در هم‌خطی چندگانه بین متغیرها وجود نخواهد داشت. از سوی دیگر تلورانس‌ها همگی بالاتر از صفر هستند و با آن فاصله دارند و بنابراین موجب متورم شدن انحراف استاندارد رگرسیون نخواهند شد.

#### نگاره ۲: آزمون نرمال بودن و تشخیص هم‌خطی بین متغیرها

مدل	متغیر وابسته	آماره‌ی Z کولموگروف اسمیرنوف	معنی داری	متغیر مستقل	شاخص شرط	آماره‌های هم‌خطی		
						تلورانس	عامل تورم واریانس	
۱	سرمایه‌گذاری (I)	۰/۸۲۰	۰/۴۹۲	Grow	۲/۳۵	۰/۵۰۵	۱/۹۵۰	
				Cash	۳/۲۱	۰/۷۲۶	۱/۳۲۷	
				ROA	۶/۳۳	۰/۳۴۲	۱/۶۲۳	
				Lev	۱۳/۵۰	۰/۶۲۷	۱/۵۷۹	
				Size	۱۲/۱۳	۰/۹۳۵	۱/۱۲۳	
۲	اقدام تعهدی (TCA)	۱/۰۵۰	۰/۲۲۳	CFO t-1	۲/۸۳	۰/۷۳۰	۱/۳۱۳	
				CFO t	۲/۹۱	۰/۶۵۳	۱/۵۷۶	
				CFO t+1	۳/۳۸	۰/۷۴۲	۱/۴۳۸	
۳	سرمایه‌گذاری بیش از حد (OverI)	۰/۶۲۳	۰/۸۳۷	A Q	۱/۴۱	۰/۵۷۰	۱/۹۲۷	
				spread	۲/۲۷	۰/۸۱۳	۱/۱۲۳	
				spread *A	۳/۳۹	۰/۴۵۳	۱/۱۰۱	
				E Q	۳/۸۵	۰/۹۲۸	۱/۰۲۳	
	سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد (UnderI)	۰/۹۱۹	۰/۳۹۵	۰/۳۹۵	L D	۸/۴۳	۰/۹۰۰	۱/۰۷۵
					A Q	۱/۵۳	۰/۶۲۷	۱/۵۷۱
					spread	۲/۷۲	۰/۸۵۹	۱/۱۳۸
					spread *A	۲/۸۳	۰/۶۴۶	۱/۶۰۳
				E Q	۳/۳۵	۰/۷۲۹	۱/۴۱۹	
				L D	۱۱/۴۷	۰/۷۸۳	۱/۳۲۷	

در ادامه ابتدا برازش معادله رگرسیون مربوط به مدل آزمون فرضیه‌ها انجام می‌شود و پس از تشریح آزمون‌های مربوط به معنی‌داری و سایر آزمون‌های مربوطه، نتایج فرضیه‌ها براساس نگاره شماره ۳ تحلیل می‌شود. مطابق با نگاره شماره ۳، نظر به این‌که سطح معنی‌داری آماره‌ی  $F$  (۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۶) کم‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین می‌توان گفت شاخص نیکویی برازش هر دو مدل بیش و کم سرمایه‌گذاری؛ یعنی آماره‌ی  $F$  و در نتیجه رگرسیون معنی‌دار است؛ علاوه بر این ضریب تمامی متغیرهای مستقل کم‌تر از ۰/۰۵ و معنادار هستند؛ اما هر دو متغیر کنترلی ( $E Q$  و  $L D$ ) معنادار نیستند. ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل کم‌سرمایه‌گذاری، ۰/۴۲۱ است که بیانگر متغیرهای مستقل که به‌طور تقریبی ۴۲ درصد متغیر وابسته را توضیح می‌دهند؛ این در حالی است که ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل بیش‌سرمایه‌گذاری، ۰/۳۳۱ است که بیانگر متغیرهای مستقلی است که به‌طور تقریبی ۳۳ درصد متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. در این مدل مقدار آماره‌ی دوربین واتسون ۱/۵۳۷ و ۱/۷۹۰ است که نشان می‌دهد، همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود ندارد.

### نگاره ۳: نتایج رگرسیون مربوط به مدل آزمون فرضیه‌ها

Over (Under) investment $i_{i,t} = +_1 *accrual\ quality_{i,t-1} + _2 *Spread_{i,t-1} + _3 *Spread_{i,t-1} *accrual\ quality_{i,t-1} + _4 *LD_{i,t} + _5 *EQ_{i,t} + i_{i,t}$				
مدل بیش‌سرمایه‌گذاری:		مدل کم‌سرمایه‌گذاری:		
معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	نام متغیر
۰/۰۲۳	-۱/۴۲۷	۰/۰۲۱	۰/۱۶۳	<i>Accrual Quality</i>
۰/۰۳۷	-۰/۵۳۷	۰/۰۱۶	۱/۵۲۰	<i>Spread</i>
۰/۰۲۴	۰/۲۲۳	۰/۰۱۴	۰/۵۱۲	<i>Spread * Accrual Quality</i>
۰/۵۲۳	۲/۳۲۷	۰/۱۱۷	-۳/۶۲۳	<i>E Q</i>
۰/۷۳۹	۲/۰۴۳	۰/۵۶۴	۴/۰۲۰	<i>L D</i>
۰/۳۳۷		۰/۴۲۶		ضریب تعیین ( $R^2$ )
۰/۳۳۱		۰/۴۲۱		ضریب تعیین تعدیل‌شده
۰/۵۸۱		۰/۶۵۳		همبستگی ( $R$ )
۳/۰۲۳		۱۲/۹۲۰		آماره‌ی $F$
۰/۰۰۶		۰/۰۰۰		معناداری (P-Value)
۱/۷۹۰		۱/۵۳۷		آماره‌ی دوربین واتسون

بنابراین با توجه به معنادار بودن و مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده‌ی آزمون فرضیه‌ها، می‌توان فرضیه‌های این پژوهش را به صورت زیر تجزیه و تحلیل کرد:

در این پژوهش، بزرگ‌تر (کوچک‌تر) بودن مقدار محاسبه شده‌ی *Accrual Quality* بیان‌گر پایین (بالا) بودن کیفیت اطلاعات حسابداری است؛ پس رابطه‌ی بین کیفیت اطلاعات حسابداری و بیش (کم) سرمایه‌گذاری، برعکس علامت ضرایب متغیر *Accrual Quality* (برای فرضیه‌ی سوم و چهارم) و متغیر *Spread \* Accrual Quality* (برای فرضیه‌ی پنجم و ششم) در برآورد مدل رگرسیونی آزمون فرضیه‌ها خواهد بود.

در فرضیه‌ی اول و دوم بیان شد که یکی از مهم‌ترین دلایل به‌وجود آمدن بیش (کم) سرمایه‌گذاری، عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها است؛ هم‌چنین پیش‌بینی شد که عدم تقارن اطلاعاتی و بیش (کم) سرمایه‌گذاری همبستگی مثبت داشته‌باشند. با توجه به نتایج کسب شده از رگرسیون مربوط به مدل آزمون فرضیه‌ها، مشاهده می‌شود که عدم تقارن اطلاعاتی (*Spread*) یعنی  $(\beta_2)$ ، رابطه‌ی معنادار  $(0/037 > 0/05)$  و همبستگی منفی  $(-0/537)$  با بیش سرمایه‌گذاری دارد و هم‌چنین رابطه‌ی معنادار  $(0/016 > 0/05)$  و همبستگی مثبت  $(+0/520)$  با کم سرمایه‌گذاری دارد؛ بنابراین فرضیه‌ی اول رد و فرضیه‌ی دوم پذیرفته می‌شود.

فرضیه‌ی سوم و چهارم این پژوهش، مربوط به رابطه‌ی معناداری بین کیفیت اطلاعات حسابداری (کیفیت اقلام تعهدی) و بیش (کم) سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بود و پیش‌بینی شد که بیش (کم) سرمایه‌گذاری و کیفیت اطلاعات حسابداری همبستگی منفی (مثبت) باهم داشته‌باشند. با توجه به توضیحات فوق و نتایج کسب شده از رگرسیون مربوط به مدل آزمون فرضیه‌ها مشاهده می‌شود که کیفیت اقلام تعهدی (*Accrual Quality*) یعنی  $(\beta_1)$ ، رابطه‌ی معنادار  $(0/023 > 0/05)$  و همبستگی منفی  $(-1/427)$  با بیش سرمایه‌گذاری دارد و هم‌چنین رابطه‌ی معنادار  $(0/021 > 0/05)$  اما همبستگی مثبت  $(+0/163)$  با کم سرمایه‌گذاری دارد؛ بنابراین فرضیه‌ی سوم و چهارم پذیرفته می‌شود.

در فرضیه‌ی پنجم و ششم بیان شد که بین اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت اطلاعات حسابداری با بیش (کم) سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنادار و منفی (مثبت) وجود دارد. با توجه به نتایج کسب شده از رگرسیون مربوط به مدل آزمون فرضیه‌ها، مشاهده می‌شود که ضریب مربوط به اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی

(*Spread \* Accrual Quality*) یعنی  $\beta_3$ ، رابطه‌ی معنادار ( $0/05 > 0/024$ ) و همبستگی مثبت ( $0/223$ ) با بیش‌سرمایه‌گذاری دارد و رابطه‌ی معنادار ( $0/05 > 0/014$ ) و همبستگی مثبت ( $0/512$ ) با کم‌سرمایه‌گذاری دارد؛ بنابراین فرضیه‌ی پنجم رد و فرضیه‌ی ششم پذیرفته می‌شود.

### ۸- بحث و نتیجه‌گیری

مسأله‌ی اصلی در این پژوهش، عدم کفایت سرمایه‌گذاری به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی است و انتظار می‌رفت تا کیفیت اطلاعات حسابداری بتواند این مسأله را کاهش دهد. از این‌رو این مقاله به بررسی اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. تجزیه و تحلیل نتایج آماری آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که فرضیه‌ی اول و پنجم پذیرفته نشد و مابقی فرضیه‌ها رد نگردید. نتایج آزمون فرضیه‌ی اول و دوم بیان‌گر این مطلب است که عدم تقارن اطلاعاتی عامل کلیدی در به‌وجود آمدن مسأله‌ی کم‌سرمایه‌گذاری است؛ در صورتی که ممکن است مسأله‌ی بیش‌سرمایه‌گذاری به دلیل عوامل دیگری به‌جز عدم تقارن اطلاعاتی به‌وجود آید.

با پذیرفته شدن فرضیه‌های سوم و چهارم، این نتیجه حاصل شد که کیفیت اطلاعات حسابداری عاملی مؤثر در کاهش بیش و کم‌سرمایه‌گذاری است. در واقع، در دست داشتن اطلاعات مفید و استفاده از اطلاعات حسابداری باکیفیت، منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و حل مسائلی هم‌چون تضادهای نمایندگی و در نتیجه بهبود بخشیدن به یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود.

در فرضیه‌های پنجم و ششم، اثرات تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش و کم‌سرمایه‌گذاری آزمون شد و این نتیجه حاصل شد که رابطه‌ی بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کم‌سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی از معناداری قوی‌تری برخوردار است؛ در حالی که این موضوع برای مسأله‌ی بیش‌سرمایه‌گذاری مصداق ندارد. به عبارتی دیگر فرضیه‌ی ششم پذیرفته شد و فرضیه‌ی پنجم مورد پذیرش قرار نگرفت.

در نهایت نتایج نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی منجر به مسأله‌ی کم سرمایه‌گذاری می‌شود و کیفیت اطلاعات حسابداری این مسأله را کاهش می‌دهد. در خصوص مسأله‌ی بیش سرمایه‌گذاری، نتایج نشان داد که اگرچه عدم تقارن اطلاعاتی عامل کلیدی در به‌وجود آمدن این مسأله نیست؛ اما کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند این مسأله را کاهش دهد. با بررسی فرضیه‌های اول تا چهارم می‌توان نتیجه گرفت که اثر تعاملی کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم تقارن اطلاعاتی با کم‌سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنادار دارد؛ اما با بیش‌سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معناداری ندارد. این نتایج تا حدودی مشابه با نتایج یانگ و جیانگ، بیدل، هیلاری و وردی، چن و دیگران است.

البته این نکته را باید در نظر گرفت که مطالعه‌ی پژوهش‌گران فوق در بازار سرمایه، توسعه یافته و تقریباً کارا صورت گرفته است؛ این در حالی است که در بازار سرمایه‌ی ایران به‌طور معمول اطلاعات در دسترس همگان قرار نمی‌گیرد. با توجه به‌وجود چنین وضعی در بورس اوراق بهادار تهران می‌توان نتیجه گرفت که سیستم اقتصادی حاکم بر این بازار از دیدگاه اطلاعات، نامتقارن است؛ هم‌چنین عدم تأکید استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری در بازار سرمایه‌ی ایران بر کیفیت اقلام مندرج در گزارش‌های مالی موجب شده تا در عمل توجه لازم بر اصل مسأله‌ی گزارش‌گری مالی و در نتیجه کیفیت آن وجود نداشته و این گزارش‌ها بیش‌تر جنبه‌ی تشریفاتی و نه کاربردی پیدا کرده‌باشند و در نهایت هیچ‌گونه ارتباطی با چگونگی بودجه‌بندی سرمایه‌ای شرکت و کارایی چنین سرمایه‌گذاری‌هایی نداشته‌باشند.

## ۹- پیشنهادهای کاربردی پژوهش

۱. استاندارددگذاران می‌توانند از نتایج این پژوهش در ارزیابی‌های خود در جهت تدوین استانداردهای حسابداری آتی استفاده کنند. به این جهت که با توجه به نتایج این پژوهش مبنی بر نقش کیفیت اطلاعات حسابداری در کاهش مسائلی هم‌چون عدم تقارن اطلاعات و تضادهای نمایندگی و در نتیجه کاهش بیش و کم سرمایه‌گذاری، تلاش‌هایی را در جهت ارائه‌ی رهنمودها و نیز توصیه‌هایی در جهت کاربرد بهتر و دقیق‌تر استانداردهای منتشر شده، انجام دهند و از این طریق به تهیه‌کنندگان اطلاعات حسابداری در گردآوری هرچه بهتر و باکیفیت‌تر اطلاعات کمک کنند.



۲. به سازمان حسابرسی و مؤسسات حسابرسی، پیشنهاد می‌شود تا در اجرای مراحل حسابرسی به مقوله‌ی عدم کفایت سرمایه‌گذاری ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی توجه بیش‌تری داشته باشند و در پی راه‌های عملی جهت افزایش کیفیت حسابرسی گزارش‌های مالی باشند و از این طریق کیفیت گزارش‌های مالی را برای گروه‌های استفاده‌کننده، تضمین نمایند.

۳. به مدیران و مسئولان سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود تا در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعات و بهبود کفایت سرمایه‌گذاری، راهکارهایی عملی اتخاذ نمایند و نظارت بیش‌تری بر کیفیت گزارش‌های مالی داشته‌باشند.

#### ۱۰- پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

با توجه به نتایج این پژوهش و سؤال‌هایی که طی انجام آن برای پژوهش‌گر مطرح شد، جهت تکمیل این پژوهش و انجام مطالعات بیش‌تر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش، پیشنهادهای زیر برای انجام مطالعات آتی ارائه می‌شود:

۱. بررسی اعتماد بیش از حد مدیران بر عدم کفایت سرمایه‌گذاری
۲. بررسی سایر عوامل مؤثر (جریان نقد آزاد، مدیریت سود و ...) بر بیش و کم‌سرمایه‌گذاری
۳. بررسی کیفیت حسابرسی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری
۴. بررسی اثرات تعاملی، ساختار مالکیت و ساختار سرمایه با بیش و کم‌سرمایه‌گذاری

#### ۱۱. محدودیت‌های پژوهش

هنگام انجام هر پژوهش، محدودیت‌هایی نیز بر سر راه پژوهش‌گر قرار می‌گیرد که این پژوهش نیز از آن مستثنی نیست. در ذیل چهار نمونه از عمده‌ترین محدودیت‌های پژوهش عنوان می‌شود.

۱. نبود داده‌های مورد نیاز برای محاسبه‌ی متغیرهای پژوهش در مورد برخی از شرکت‌ها موجب گردید تا آن شرکت‌ها در دامنه‌ی شمول نمونه‌ی آماری قرار نگیرند.
۲. کارا نبودن بازار سرمایه در ایران به‌عنوان یکی از عوامل اثرگذار بر نتایج از محدودیت‌های این پژوهش است.

۳. محدودیت‌های ناشی از مقررات حاکم بر بازار سرمایه‌ی ایران به‌ویژه قانون مالیات‌های مستقیم نیز از محدودیت‌های این پژوهش است.
۴. آثار ناشی از تورم موجود در بازار سرمایه‌ی ایران نیز ممکن است بر اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی و نتایج این پژوهش اثرگذار باشد.

### یادداشت‌ها

- |                                   |                          |
|-----------------------------------|--------------------------|
| 1. Under Investment               | 2. Over investment       |
| 3. Verdi                          | 4. Agency Theory         |
| 5. Information Economic           | 6. Information Asymmetry |
| 7. Yang and Jiang                 | 8. Investment Efficiency |
| 9. Accounting Information Quality | 10. Wolk                 |
| 11. Adverse selection             | 12. Biddle               |
| 13. Hilary                        | 14. Hubbard              |
| 15. Hoshi                         | 16. Fazzari              |
| 17. Morgado and Pindado           | 18. Richardson           |
| 19. Chen                          | 20. Jensen and Meckling  |
| 21. Jensen and Meckling           | 22. Myer                 |
| 23. Majluf                        | 24. Myer                 |
| 25. Majluf                        | 26. Narayanan            |
| 27. Narayanan                     | 28. Wang                 |
| 29. Wang                          | 30. Vicki                |
| 31. Vicki                         | 32. Garsia Lara          |
| 33. Garsia Lara                   | 34. Lenard and Yu        |
| 35. Lenard and Yu                 | 36. Cheng                |
| 37. Cheng                         | 38. Gomariz and Juan     |
| 39. Gomariz and Juan              | 40. Li and Wang          |
| 41. Francis                       | 42. Francis              |
| 43. Dechow and Dichev             | 44. Venkatesh and Chiang |
| 45. Venkatesh and Chiang          |                          |

## منابع

### الف. فارسی

- بادآور نهندی، یونس و نقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲: ۱۹-۴۲.
- بولو، قاسم (۱۳۸۶). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود. *رساله‌ی دکتری، دانشکده‌ی حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی*.
- پورحیدری، امید؛ رحمانی، علی و رضا غلامی. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱: ۸۵-۵۵.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تاثیر جریان‌های نقد آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش‌سرمایه‌گذاری و بکم‌سرمایه‌گذاری. *تحقیقات حسابداری*، ۱(۳): ۶۷-۵۰.
- ثقفی، علی و مجید معتمدی فاضل (۱۳۹۰). رابطه‌ی میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۴: ۱-۱۴.
- ثقفی، علی و مصطفی عرب مازار یزدی (۱۳۸۹). کیفیت گزارش‌گری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۴: ۲۰-۱.
- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم و محمد محمدیان (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۲: ۶۳-۳۷.
- خدایی وله زافرد، محمد و منیره یحیایی (۱۳۸۹). بررسی رابطه‌ی کیفیت گزارش‌گری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۵: ۱۵-۱.
- عرب مازار یزدی، محمد و محمد طالبیان (۱۳۸۷). کیفیت گزارش‌گری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه. *مطالعات حسابداری، نشریه‌ی دانشکده‌ی حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی*، ۲۱: ۳۰-۱.
- عرب مازار، محمد (۱۳۷۴). محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی. *رساله‌ی دکتری، دانشگاه تهران*.
- محمود آبادی، حمید و زینب مهتری (۱۳۹۰). رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی

سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری، ۲: ۱۴۰-۱۱۳.

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارش‌گری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصل‌نامه‌ی بورس اوراق بهادار، ۱(۲): ۸۵-۱۱۶.

مهرانی، ساسان و باقری، بهروز. (۱۳۸۸). بررسی اثر جریان‌های نقدی آزاد و سهام‌داران نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری، ۱(۲): ۷۱-۵۰.

نمازی، محمد (۱۳۷۹). [مترجم]. پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی. چاپ اول، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

نمازی، محمد و زراعتگری، رامین. (۱۳۸۸). بررسی کاربرد نسبت Q توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری، ۱(۱): ۲۶۲-۲۳۱.

نوروش، ایرج، امین ناظمی و مهدی حیدری (۱۳۸۵). کیفیت ارقام تعهدی و سود با تاکید بر نقش خطای برآورد ارقام تعهدی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۳: ۱۶۰-۱۳۵.

هاشمی، عباس؛ صادقی، محسن و افسانه سروش‌یار (۱۳۸۹). ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری، شماره‌ی ۶.

#### ب- انگلیسی

Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, Rodrigo S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2/3), 112-131.

Biddle, G. and Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81, 963-982.

Chen, F., Hope, O. K., Li, Q. and Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86 (4), 1255-1288.

Cheng, M., Dhaliwal, D., and Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? *Journal of Accounting and*

- Economics*, 56(1),1-18.
- Dechow, P. and Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-69.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G. and Petersen, B. (2000). Investment-cash flow sensitive are useful: A comment on Kaplan and Zingales. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(31), 595-705.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. and Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. and Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Garcia Lara, J. M., Garcia Osma, B., and Penalva, F. (2009). Conditional conservatism and firm investment efficiency. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1383642](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642) [Online] [30 October 2010].
- Gomariz, M. F. C., and Juan, P. S. B. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494° 506.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), 33° 60.
- Hubbard, R. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash Flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Lenard, M. and Yu, B. (2012). Do earnings management and audit quality influence over-investment by Chinese companies? *International Journal of Economics and Finance*, 4 (2), 21-30.
- Li, Qingyuan and Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review*, 1(2), 197-213.

- Morgado, M. and Pindado, J. (2003). The underinvestment and overinvestment hypotheses: An analysis using panel data. *European Financial Management*, 9(2), 163-177.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187- 221.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147° 175.
- Narayanan, M. P. (1988). Debt versus equity under asymmetric information. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 39-51.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159° 189.
- Stiglitz, J. and Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71, 393-410.
- Venkatesh, P. C., and Chiang, R. (1986). Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements. *The Journal of Finance*, 41, 5, 1089-1102.
- Verdi, R. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Working paper, Available at SSRN: <http://www.ssrn.com>
- Wang, X. (2003). Capital Allocation and Accounting Information Properties. Working paper, Emory University.
- Wolk, H. I., Tearney, M. G. and Dodd, J. L. (2004). *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*, 5th ed. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing.
- Yang, J., and Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11(1), 159-166.