

## اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری

سید عباس هاشمی \*

سعید صمدی \*\*

ریحانه هادیان \*\*\*

### چکیده

در دنیای تجارت کنونی، شرکتها جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت های خود می باشند. یکی از راه کارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه گذاری است. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می باشد. از این رو در پژوهش حاضر، براساس مبانی نظری و ادبیات موضوع به بررسی دو عامل اثرگذار بر کارایی سرمایه گذاری، یعنی کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی پرداخته شده است. برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از مدل های رگرسیون چندمتغیره و داده های ترکیبی استفاده شده است. نمونه آماری برای آزمون فرضیه های پژوهش، متشکل از ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ است. یافته های این پژوهش نشان می دهد، با افزایش کیفیت گزارشگری مالی و همچنین با کوتاه تر شدن سررسید بدهی، کارایی سرمایه گذاری بهبود می یابد. این یافته ها سازگار با مبانی نظری است. همچنین اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری برای شرکت هایی که سررسید بدهی کوتاه تری دارند، ضعیف تر است. به بیان دیگر تاثیر مثبتی که گزارشگری مالی با کیفیت و کوتاه بودن سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری دارند، تا حدودی جایگزین یکدیگر هستند. واژگان کلیدی: کارایی سرمایه گذاری، کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی.

\* دانشیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

\*\* استادیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه اصفهان (نویسنده مسئول) reyhanehadian@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۲/۲۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۹/۱۳

## مقدمه

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه‌های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است تا علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار باشد (ثقفی، معتمدی فاضل، ۱۳۹۰). اعتقاد بر این است که عدم تقارن اطلاعاتی به اصطکاک بازار و عدم کارایی سرمایه‌گذاری می‌افزاید (فازاری و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). از این رو پژوهش‌های مختلفی به بررسی کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و مکانیسم‌های اثرگذار بر آن پرداختند. برخی از این پژوهش‌ها (همانند بیدل و هیلاری<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶؛ مک نیکلاس و استابن<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ خدایی و یحیایی، ۱۳۸۹) بیان کردند که کیفیت گزارشگری مالی بالا، به کاهش مساله انتخاب نادرست و خطر اخلاقی منجر می‌شود، مدیران فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بهتر شناسایی می‌کنند و از این رو کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. از دیگر مکانیسم‌های اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری که کمتر مورد بررسی قرار گرفته است، سررسید بدهی است (فلانری<sup>۴</sup>، ۱۹۸۶؛ برگر و ادل<sup>۵</sup>، ۱۹۹۸). مدل‌های تئوریک پیش بینی کرده‌اند که انعطاف-پذیری بیشتر بدهی‌های کوتاه مدت در بهبود ناکارایی سرمایه‌گذاری مفید است. زیرا هرچه سررسید بدهی کوتاه‌تر باشد، تناوب تجدید قراردادهای بدهی بیشتر می‌شود و از این رو نظارت اعتباردهندگان بر عملکرد مدیر و تصمیمات مرتبط با سرمایه‌گذاری منابع شرکت افزایش می‌یابد. بنابراین مدیران ملزم به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه‌تر می‌گردند و کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. به طور خلاصه می‌توان گفت که طبق مبانی نظری با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و مالکان کاهش می‌یابد. همچنین هرچه سررسید بدهی کوتاه‌تر باشد عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیر و اعتباردهندگان کاهش می‌یابد. در نتیجه این دو عامل، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردند.

بر این اساس، در این پژوهش به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. همچنین اثرات تعاملی این دو مکانیسم بر

1. Fazzari et al
2. Biddle, Hilary
3. McNichols, Stubben
4. Flannery
5. Berger, Udell

کارایی سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گرفت و بررسی گردید که با کاهش سررسید بدهی، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تقویت می‌شود یا تضعیف می‌گردد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بر اساس تئوری نئوکلاسیک، شرکت‌ها به منظور حداکثر کردن ارزش خود باید تا زمانی سرمایه‌گذاری کنند که منافع نهایی و هزینه‌ی نهایی این سرمایه‌گذاری برابر شود (هایاشی<sup>۱</sup>، ۱۹۸۲). اما براساس مکتب کینزی، که میزان سرمایه‌گذاری بر اساس اولویت رشد یا امنیت مالی تعیین می‌شود (گوردن<sup>۲</sup>، ۱۹۹۲) و چارچوب نمایندگی (مایرز<sup>۳</sup>، ۱۹۹۷) که مساله عدم تقارن اطلاعاتی را در نظر می‌گیرد، شرکت‌ها ممکن است از سطوح بهینه‌ی سرمایه‌گذاری خود فاصله بگیرند و اینگونه دچار ناکارایی سرمایه‌گذاری شوند.

از دیدگاه تئوری نمایندگی، مکانیسم‌های کنترلی مختلفی مثل کیفیت گزارشگری مالی و افشا وجود دارد که عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک اطلاعاتی را کاهش می‌دهند و نظارت بر فعالیت‌های مدیران به منظور کاهش رفتارهای فرصت طلبانه‌ی آنها را تقویت می‌کنند (هپ و توماس<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸؛ قائمی و وطن پرست، ۱۳۸۴). پژوهش‌های گوناگونی برخی از این مفاهیم را مانند کاهش هزینه سرمایه و هزینه بدهی، دسترسی به بازار بدهی و اثرگذاری بر شرایط آن مثل هزینه کمتر، سررسید طولانی تر و کاهش تضمین‌های لازم را بررسی کرده‌اند (حساس یگانه و امیدی، ۱۳۹۳؛ فرانسیس و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰؛ باراث و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۸). در این ارتباط، جریانی از پژوهش‌ها به اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند (همانند چن و همکاران (۲۰۱۳)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ خدایی و یحیایی (۱۳۸۹)؛ مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷)). از آنجایی که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر منجر به نظارت و پاسخگویی بهتر مدیران می‌شود و عدم تقارن اطلاعاتی، انتخاب نادرست و خطر اخلاقی را کاهش می‌دهد، می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. از سوی دیگر، کیفیت گزارشگری مالی

1. Hayashi.
2. Gordon
3. Myers
4. Hope & Thomas
5. Francis et al
6. Bharath et al

منجر می‌شود که مدیران قادر باشند از طریق شناسایی بهتر پروژه‌های سرمایه‌گذاری، تصمیمات سرمایه‌گذاری موثرتری اتخاذ کنند.

نقش بدهی در کاهش اعمال اختیار توسط مدیریت و تنظیم تصمیمات سرمایه‌گذاری در ادبیات مطرح شده است و شواهدی مبنی بر اینکه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، وجود دارد (گوماریز و بلاستا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). ادبیات همچنین بر روی نقشی که سررسید بدهی در شرایط عدم اطمینان ایفا می‌کند تاکید کرده و نشان داده شده که استفاده از بدهی کوتاه مدت مکانیسمی است که منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی میان سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران می‌شود. به بیان دیگر بدهی کوتاه مدت مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از واقع را کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاری کمتر از واقع ناشی از تضاد بین اعتباردهندگان و سهامداران است. این گزینه فرصتی را برای وام دهندگان و شرکت‌ها برای تجدید قرارداد و کاهش هزینه‌های نمایندگی فراهم می‌سازد (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۱). در مورد وام گیرنده فلانری (۱۹۸۶) بیان می‌کند، شرکت‌هایی که پروژه‌های سرمایه‌گذاری نسبتاً سودآوری دارند، استفاده از بدهی کوتاه مدت را ترجیح می‌دهند. زیرا اینگونه به بازار علامت مثبت می‌دهند و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد. همچنین وام دهنده به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی، تمایل بیشتری به دادن وام‌های با سررسید کوتاه‌تر دارد. چون می‌تواند بر شرکت بهتر نظارت کند. کوتاه بودن سررسید بدهی از این لحاظ منجر به نظارت بهتر بر مدیران می‌گردد که تناوب تجدید قراردادهای بدهی را بیشتر می‌کند. در نتیجه اعتباردهندگان ارتباط نزدیک‌تری با شرکت خواهند داشت و قادر خواهند بود عملکرد شرکت را به خوبی بررسی کنند. در این شرایط اعتباردهندگان در مورد اینکه دوباره قرارداد بدهی را تجدید کنند یا اینکه شروط آن را تغییر دهند تصمیم‌گیری می‌کنند. بنابراین انتظار بر این است که استفاده بیشتر از بدهی کوتاه مدت عدم تقارن اطلاعاتی و انتخاب نادرست را کاهش دهد. چایلد و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) پیش‌بینی کردند که با افزایش نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی و در نتیجه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، اعتباردهندگان قادر خواهند بود قرارداد بدهی را برحسب انحرافات شرکت از استراتژی حداکثر کردن ارزش، قیمت‌گذاری کنند. بنابراین مدیران

ملزم خواهند شد گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری را در راستای حداکثر کردن ارزش شرکت، اتخاذ کنند. در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

با توجه به اینکه بر طبق مبانی نظری انتظار می‌رود هر دو مکانیسم کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهند، در این پژوهش به رابطه‌ی تعاملی آن‌ها نیز پرداخته می‌شود. یعنی بررسی می‌گردد که آیا وجود بدهی کوتاه مدت، اثری که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد را تقویت می‌کند یا تضعیف. از این جنبه، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری ممکن است در نتیجه وجود بدهی کوتاه مدت تضعیف شود. زیرا از طریق بدهی کوتاه مدت، اعتباردهندگان قادر خواهند بود نقش نظارتی خود بر مدیران را اعمال کنند. پس انتظار می‌رود اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که سررسید بدهی‌های آن‌ها کوتاه‌تر است ضعیف‌تر باشد. زیرا اطلاعات عمومی که به وسیله‌ی کیفیت گزارشگری مالی تهیه می‌شود و اطلاعات خصوصی که در نتیجه وجود بدهی کوتاه مدت افشا می‌شود احتمالاً قابل جایگزینی هستند. اما اگر نقش مثبت اطلاعات عمومی و اطلاعات خصوصی بر کارایی سرمایه‌گذاری مکمل باشند، تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت بیشتری دارند ممکن است بیشتر باشد. در واقع اگر اطلاعات خصوصی به دست آمده توسط اعتباردهندگان مکمل اطلاعات عمومی باشد که گزارشگری مالی با کیفیت تهیه می‌کند، کوتاه شدن سررسید بدهی باعث شود کیفیت گزارشگری بهبود پیدا کند. بنابراین هرچه شرکت بدهی کوتاه مدت بیشتری داشته باشد اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

گماریز و بلاستا (۲۰۱۳) اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی را بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان داد که افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. همچنین در مورد شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت کمتری دارند، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری کمتر است.

چن و همکاران (۲۰۱۳) نیز به بررسی رابطه‌ی کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. بدین منظور این محققان رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی که بر اساس قانون ساربنز آکسلی، نقاط ضعف سیستم کنترل داخلی خود را افشا می‌کردند بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان داد که پس از این افشا، کارایی سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها افزایش یافته است.

بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، اثر کیفیت گزارشگری مالی را بر دو وضعیت ناکارای سرمایه‌گذاری یعنی سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد بررسی کردند و نتایج این پژوهش نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر به شرکت‌هایی که دچار مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد هستند کمک می‌کند تا سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند و به شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمک می‌کند سطح سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهد.

بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) با استفاده از نماگر کیفیت اقلام تعهدی بر اساس مدل فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) نشان دادند که چگونه کیفیت اطلاعات حسابداری به سرمایه‌گذاری در سطح شرکت‌ها مربوط است. نتایج این پژوهش بیانگر آن بود که کیفیت حسابداری بالا، کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و وام‌دهندگان و تامین کنندگان خارج از سازمان افزایش می‌دهد.

وردی<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. وی کیفیت گزارشگری مالی را با استفاده از مدل جونز و از طریق نماگر کیفیت اقلام تعهدی بررسی نمود و نشان داد که شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه‌ی منفی دارد.

بادآور و تقی‌زادی (۱۳۹۲) به بررسی رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. بدین ترتیب، بهبود کیفیت حسابرسی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

سلیمانی امیری و فرشی (۱۳۹۱)، به بررسی اثر تامین مالی از بانک و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد رابطه منفی دارد. همچنین کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌هایی که عمدتاً از بانک تامین مالی می‌کنند با سرمایه‌گذاری بیش تر از حد و کمتر از حد رابطه منفی دارد و در شرایط فشار مالیاتی، کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نمی‌شود.

خدایی و یحیایی (۱۳۸۹) یک رابطه منفی بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری گزارش کردند. نتایج این محققان نشان داد که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه منفی و معناداری وجود دارد، همچنین بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی است اما معنادار نمی‌باشد.

فروغی و صادقی (۱۳۸۹) به بررسی یکی دیگر از مکانیسم‌های اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری یعنی محافظه‌کاری پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش از یک طرف گویای وجود رابطه معنی‌دار و منفی بین محافظه‌کاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های سرمایه‌ای و از طرف دیگر بیانگر وجود رابطه معنی‌دار و مثبت بین کارایی سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری بود.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که نه تنها آن دسته از شرکت‌هایی که دارای سطح بالاتری از کیفیت گزارشگری مالی می‌باشند، از سرمایه‌گذاری‌های کاراتری بهره می‌جویند، بلکه کیفیت گزارشگری بالاتر، خود موجب کاراتر شدن سرمایه‌گذاری می‌گردد.

اگرچه در مورد اثری که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد، پژوهش‌های نسبتاً زیادی انجام شده است، اما در ایران در مورد اثری که سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد تاکنون پژوهش‌های کمی صورت گرفته است. بنابراین هدف اصلی این پژوهش، بررسی تاثیر سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین اثر آن بر رابطه‌ی کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری است.

### فرضیه‌های پژوهش

همان گونه که در مبانی نظری تشریح شد، کیفیت گزارشگری مالی، هزینه‌های انتخاب نادرست را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران و در بین سهامداران کاهش می‌دهد و بر این اساس منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. بر اساس استدلال‌های بیان شده، اولین فرضیه این پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

**هرچه کیفیت گزارشگری مالی بالاتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود.**

از دیگر معیارهای اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری که در این پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد سررسید بدهی است. بر طبق مبانی نظری، هرچه سهم بدهی‌های کوتاه مدت از کل بدهی در یک شرکت بیشتر باشد (سررسید بدهی‌های شرکت کوتاه‌تر باشد)، نظارت اعتباردهندگان افزایش می‌یابد و عدم تقارن اطلاعاتی مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری میان اعتباردهندگان و شرکت کم می‌شود. بنابراین انتظار می‌رود کارایی سرمایه‌گذاری - های شرکت افزایش یابد. در نتیجه فرضیه دوم این پژوهش به صورت زیر مطرح شده است:

**هرچه میزان استفاده از بدهی کوتاه مدت بیشتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است.**

در نهایت در این پژوهش به رابطه‌ی تعاملی این دو معیار پرداخته می‌شود. همانگونه که بیان شد، بر طبق مبانی نظری از یک سو می‌توان انتظار داشت که با کاهش سررسید بدهی، رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تضعیف شود. این در صورتی است که اطلاعات عمومی تهیه شده توسط گزارشگری مالی با کیفیت و اطلاعات خصوصی ناشی از قراردادهای بدهی کوتاه مدت قابل جایگزینی باشند. از سوی دیگر در صورتی که این اطلاعات عمومی و خصوصی مکمل باشند، می‌توان انتظار داشت که با کاهش سررسید بدهی رابطه مذکور تقویت شود. اما در این پژوهش با تکیه بر نتایج پژوهش‌های قبلی همانند گماریز و بلاستا (۲۰۱۳) که نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی سازوکارهای تا حدودی جایگزین در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری هستند، فرضیه سوم بدین صورت مطرح شده است:

**هرچه میزان استفاده از بدهی کوتاه مدت بیشتر باشد، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری ضعیف‌تر است.**



## روش پژوهش

با توجه به اهمیت و کاربرد نتایج این پژوهش، که می‌تواند زمینه مناسب‌تری را برای اتخاذ تصمیمات اقتصادی صحیح فراهم آورد، پژوهش حاضر از لحاظ هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است و در آن از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های مطرح شده استفاده می‌شود. در این پژوهش برخی از متغیرها از داده‌های خام استخراج شده‌اند مانند سررسید بدهی، سرمایه‌گذاری و جریان نقد عملیاتی شرکت و برخی دیگر پس از پردازش و تحلیل‌های آماری از متغیرهای دسته اول استخراج شده‌اند. این متغیرها شامل دو متغیر کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری است. متغیرهای پژوهش را می‌توان در سه گروه متغیر وابسته، متغیرهای مستقل و کنترلی طبقه‌بندی کرد.

## متغیرها و مدل‌های مورد استفاده

### متغیر وابسته

در این پژوهش شاخص کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. به طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری به معنای اجرایی کردن کلیه پروژه‌های سرمایه‌گذاری است که سودآوری مثبت دارند. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) مدلی برای پیش‌بینی مقدار سرمایه‌گذاری برحسب فرصت‌های سودآوری ارائه دادند. در این مدل سطح سرمایه‌گذاری موردانتظار بر مبنای فرصت‌های رشد شرکت محاسبه می‌شود. براساس این مدل وقتی کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد که هیچ انحرافی از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار وجود نداشته باشد. اما زمانی که میزان سرمایه‌گذاری شرکت از این مقدار انحراف داشته باشد، شرکت دچار ناکارایی سرمایه‌گذاری است. مشابه با تحقیق بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، در ایران نیز پژوهش‌های مختلفی به منظور تخمین سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار از مدل مبتنی بر فرصت‌های رشد (ثقفی و عرب مازار ۱۳۸۹) و خدایی و یحیایی (۱۳۸۹) استفاده کرده‌اند. سلیمانی امیری و فرشی (۱۳۹۱) به تبعیت از چن و همکاران (۲۰۱۰) و بر مبنای این استدلال که رابطه بین سرمایه‌گذاری و رشد درآمد می‌تواند بین کاهش درآمد و افزایش درآمد متفاوت باشد از الگوی رگرسیون خطی مقطعی به صورت رابطه (۱) استفاده کردند:

$$\text{Investmet}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \beta_2 \text{SalesGrowth}_{i,t-1} + \beta_3 \text{NEG} \times \text{SalesGrowth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

در این مدل  $\text{Investment}_{i,t}$  کل سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است که به صورت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود که بر مبنای کل دارایی دوره قبل مقیاس بندی شده است تعریف می‌شود.  $\text{SalesGrowth}_{i,t-1}$  نرخ تغییر در فروش شرکت  $i$  از  $t-2$  تا  $t-1$  است.  $\text{NEG}_{i,t-1}$  متغیر ساختگی است. اگر رشد درآمد منفی باشد، برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر است. در این پژوهش، مشابه با سلیمانی امیری و فرش‌ی (۱۳۹۱) کارایی سرمایه‌گذاری از طریق رابطه‌ی (۱) اندازه‌گیری می‌شود. این مدل به صورت مقطعی تخمین زده می‌شود. جز خطای مدل رگرسیون منعکس کننده انحراف از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار است و از این جز به عنوان یک نماگر برای ناکارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. متغیر وابسته مدل اصلی این پژوهش یعنی کارایی سرمایه‌گذاری ( $\text{InvEff}_{i,t}$ ) به صورت قدرمطلق این جز خطا ضرب در (-۱) اندازه‌گیری می‌شود. بنابراین هرچه مقدار آن بزرگتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است.

### متغیرهای مستقل

یکی از متغیرهای مستقل در این پژوهش شاخص کیفیت گزارشگری مالی است. به منظور تخمین کیفیت گزارشگری مالی بر مبنای پژوهش‌های قبلی (گماریز و بالستا، ۲۰۱۲۳؛ چن و همکاران، ۲۰۱۰؛ سلیمانی امیری و فرش‌ی، ۱۳۹۱)، از سه معیار متفاوت استفاده می‌شود و همچنین با استاندارد کردن این سه معیار و محاسبه‌ی میانگین آن‌ها، یک آماره ( $\text{Aggreg}_{i,t}$ ) برای اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی محاسبه می‌شود. اولین معیار با استفاده از مدل اقلام تعهدی اختیاری که بر پایه مدل جونز (۱۹۹۱) قرار دارد، به صورت رابطه (۲) به دست می‌آید:

$$\text{TA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Sales}_{i,t} + \beta_2 \text{PPE}_{i,t} + \beta_3 \Delta \text{CFO}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در این مدل  $\text{TA}_{i,t}$  کل اقلام تعهدی است که به صورت تغییر در دارایی‌های جاری غیرنقد منهی تغییر در بدهی‌های جاری منهی استهلاک به دست می‌آید.  $\text{Sales}_{i,t}$  تغییر در درآمد است.  $\text{PPE}_{i,t}$  بیانگر اموال ماشین‌آلات و تجهیزات و  $\text{CFO}_{i,t}$  تغییر در وجه

نقد عملیاتی است. به منظور همگن کردن این متغیرها، کلیه‌ی آن‌ها تقسیم بر کل دارایی سال قبل شده‌اند. این مدل به صورت مقطعی برآورد شده و اولین معیار کیفیت گزارشگری مالی، به صورت قدرمطلق جز خطای این معادله ضرب در ۱- محاسبه می‌شود. بنابراین هرچه این مقدار بیشتر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بیشتر است

$$(FRQ\_KASZ_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|)$$

دومین معیار کیفیت گزارشگری مالی از رابطه (۳) که به وسیله مک نیکلز و استابن (۲۰۰۸) ارائه شد به دست می‌آید. این محققان درآمد اختیاری را به عنوان یک معیار از مدیریت سود در نظر گرفتند.

$$\Delta AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

در این مدل  $AR_{i,t}$  تغییر سالانه در حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.  $Sales_{i,t}$  بیانگر تغییر سالانه در درآمد فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  است. کلیه‌ی این متغیرها با استفاده از کل دارایی‌های در پایان دوره قبل مقیاس بندی شده‌اند. این مدل نیز به صورت مقطعی برآورد می‌گردد. درآمد اختیاری جز خطای این معادله است و بیانگر آن قسمت از تغییر در حساب‌های دریافتی است که رشد فروش قادر به توضیح آن نیست. بنابراین دومین معیار کیفیت گزارشگری مالی، قدرمطلق جز خطا ضرب در ۱- خواهد بود. هرچه این مقدار بزرگتر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بیشتر است

$$(FRQ\_MNST_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|)$$

سومین معیار کیفیت گزارشگری مالی در این پژوهش براساس مدل کیفیت ارقام تعهدی فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) اندازه‌گیری می‌شود که به صورت رابطه (۴) تخمین زده می‌شود.

$$WCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 \Delta Sales_{i,t} + \beta_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

در این مدل  $WCA_{i,t}$  ارقام تعهدی سرمایه در گردش است که به صورت تغییر در دارایی‌های جاری غیرنقد منهای تغییر در بدهی‌های جاری محاسبه می‌شود.  $CFO_{i,t-1}$ ،  $CFO_{i,t}$  و  $CFO_{i,t+1}$  وجه نقد عملیاتی هستند.  $Sales_{i,t}$  تغییر در درآمد و  $PPE_{i,t}$  بیانگر اموال ماشین الات و تجهیزات است. به منظور همگن سازی، کلیه متغیرها بر کل دارایی‌های دوره قبل تقسیم می‌شوند. پس از برآورد این مدل به صورت مقطعی، جز خطای آن

نشان دهنده تغییر در ارقام تعهدی سرمایه در گردش است که توسط وجه نقد دوره قبل، جاری و دوره بعد توضیح داده نمی‌شود. بنابراین سومین معیار کیفیت گزارشگری مالی قدرمطلق جز باقیمانده ضرب در ۱- است. هرچه این مقدار بزرگتر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بیشتر است

$$(FRQ\_DD_{i,t} = -|\varepsilon_{i,t}|)$$

در نهایت، چهارمین معیار کیفیت گزارشگری مالی،  $Aggreg_{i,t}$  به صورت متوسط مقدار استاندارد شده این سه معیار محاسبه می‌شود. هرچه این مقدار بیشتر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بیشتر است.

### سررسید بدهی

به منظور بررسی نقش سررسید بدهی در کارایی سرمایه‌گذاری، متغیر  $STDebt$  در نظر گرفته شده که به صورت نسبت بدهی کوتاه مدت (بدهی که در طی یک سال تسویه می‌شود) به کل بدهی محاسبه می‌گردد. دلیل استفاده از این نسبت به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری سررسید بدهی این است که هرچه میزان استفاده از بدهی کوتاه مدت بیشتر باشد، در واقع سررسید بدهی‌های یک شرکت کوتاه‌تر است.

### متغیرهای کنترلی

بر اساس ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش، متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر است:

- $\ln Sales_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی فروش شرکت  $i$  در سال  $t$ ، که به عنوان معیاری برای اندازه شرکت در نظر گرفته شده است.
- $Tang_{i,t}$ : نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$ .
- $StdCFO_{i,t}$ : انحراف استاندارد وجه نقد از سال  $t-2$  تا  $t$  برای شرکت  $i$ .
- $StdSales_{i,t}$ : نوسان فروش از سال  $t-2$  تا  $t$  برای شرکت  $i$ .
- $QTobin_{i,t}$ : نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ ، که به منظور اندازه‌گیری فرصت‌های رشد در مدل وارد می‌شود.

- $LOSS_{i,t}$ : متغیر ساختگی است که برای کنترل گزارش زیان شرکت وارد شده است. این متغیر برابر با ۱ است اگر سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه شرکت  $i$  در سال  $t$  منفی باشد و در غیر این صورت برابر با صفر در نظر گرفته می شود.
- $P_{i,t}$ : بحران مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ، که به منظور کنترل کردن ریسک ورشکستگی شرکت در نظر گرفته می شود و در این پژوهش بدین منظور از معیار بحران مالی پورحیدری و کوپایی (۱۳۸۹) به شرح رابطه (۵) استفاده شده است:

$$P = 3.20785K_1 + 1.80384K_2 + 1.61363K_3 + 0.50094K_4 + 0.16903K_5 - 0.39709K_6 - 0.12505K_7 + 0.33849K_8 + 1.42363K_9 \quad (5)$$

$K_1$ : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی؛  $K_2$ : سود و زیان انباشته به کل دارایی؛  $K_3$ : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی؛  $K_4$ : نسبت حقوق صاحبان سهام به کل بدهی؛  $K_5$ : نسبت سود قبل از بهره و مالیات به فروش؛  $K_6$ : نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری؛  $K_7$ : نسبت سود خالص به فروش؛  $K_8$ : نسبت کل بدهی به کل دارایی و  $K_9$ : اندازه شرکت است.

- $CFO-ATA_{i,t}$ : نسبت وجه نقد عملیاتی به متوسط کل دارایی ها شرکت  $i$  در سال  $t$ ، این متغیر در نظر گرفته شده تا اثر وجه نقد بر کارایی سرمایه گذاری سنجیده شود.

### مدل های پژوهش

برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های اول و دوم براساس پژوهش گماریز و بلاستا (۲۰۱۳) از رابطه (۶) به شرح زیر استفاده شده است:

$$\begin{aligned} InvEff_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 STDebt_{i,t} + \beta_3 LnSales_{i,t} \\ & + \beta_4 Tang_{i,t} + \beta_5 StdCFO_{i,t} + \beta_6 StdSales_{i,t} \\ & + \beta_7 QTobin_{i,t} + \beta_8 Loss_{i,t} + \beta_9 P_{i,t} \\ & + \beta_{10} CFO\_ATA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

توضیح هر کدام از متغیرها در قسمت متغیرهای پژوهش بیان شده است. از آنجایی که فرضیه اول و دوم این پژوهش به ترتیب پیش بینی می کنند که کیفیت گزارشگری

مالی (FRQ) و سررسید بدهی (STDebt)، کارایی سرمایه گذاری (InvEff) را بهبود می-بخشند، انتظار بر این است که 1 و 2 مثبت و معنی دار باشند. پس از بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی و بدهی کوتاه مدت بر کارایی سرمایه-گذاری، در فرضیه سوم تحلیل قبلی گسترش می‌یابد تا بررسی شود که آیا اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نتیجه کاهش سررسید بدهی (استفاده بیشتر از بدهی کوتاه مدت) تقویت می‌شود یا تضعیف می‌گردد. به این منظور، یک متغیر تعاملی برای کیفیت گزارشگری مالی (FRQ) و متغیر ساختگی سررسید بدهی (DumSTDebt) اضافه شده است:

$$\begin{aligned} \text{InvEff}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \text{STDebt}_{i,t} + \beta_3 \text{FRQ}_{i,t} \\ & * \text{DumSTDebt}_{i,t} + \beta_4 \text{LnSales}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{Tang}_{i,t} + \beta_6 \text{StdCFO}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{StdSales}_{i,t} + \beta_8 \text{QTobin}_{i,t} + \beta_9 \text{Loss}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{Z}_{i,t} + \beta_{11} \text{CFO\_ATA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (V)$$

در رابطه (V)،  $\text{FRQ} * \text{DumSTDebt}$  بیانگر اثر تعاملی است.  $\text{DumSTDebt}$  یک متغیر ساختگی است. در صورتی که نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی یک شرکت از میانگین این نسبت برای کل شرکت‌ها بزرگتر باشد، برابر با ۱ است. در غیر این صورت ارزشی برابر با صفر می‌گیرد. از این رو در این مدل، 1 نشان دهنده اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی است که کمتر از بدهی کوتاه مدت استفاده کرده‌اند (نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی در آن‌ها کمتر از میانگین است). و جمع ضرایب اثر اصلی و تعاملی، 3 + 1، بیانگر اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های است که سهم بیشتری بدهی کوتاه مدت دارند (نسبت بدهی کوتاه مدت به کل بدهی در آن‌ها از میانگین بیشتر است). بنابراین اگر با افزایش استفاده از بدهی کوتاه مدت، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تقویت شود، 3 مثبت و معنادار است.

در این مطالعه برای آزمون فرضیه‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. اگر داده‌های تابلویی پذیرفته شود، برای بررسی این موضوع که آیا عرض از مبدا بصورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی (شرکت‌ها) به صورت تصادفی عمل می‌کند از آماره هاسمن استفاده می‌شود. تکیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرض‌های

مدل رگرسیون از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمی‌توان از آن برای تصمیم‌گیری‌ها استفاده کرد، بنابراین قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون باید برای تصدیق نتایج، مفروضات مدل را بررسی کرد. با توجه به اینکه در این پژوهش از روش رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است، در مواردی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود از مفروضات مدل رگرسیون، دو فرض ناهمسانی واریانس و فرض نبود خودهمبستگی بین جملات خطا موضوعیت پیدا می‌کند. در این پژوهش از مدل‌های رگرسیون خطی و داده-های ترکیبی استفاده می‌شود. در پژوهش حاضر از نسخه ی ۷ نرم افزار Eviews استفاده شده است. نسخه ی مذکور، در هنگام اجرای آزمون‌های رگرسیونی، امکان فعال سازی روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) و ماتریس کواریانس وایت با وزن 'Cross Section' را دارد. لذا پس از اجرای آزمون، مشکل ناهمسانی واریانس، وجود نخواهد داشت. برای بررسی عدم خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آزمون دورین - واتسون استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است دوره‌ی زمانی مورد پژوهش یک دوره‌ی زمانی ۶ ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای ویژگی‌های زیر باشند انتخاب شده‌اند:

۱. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
  ۲. داده‌های مورد نیاز آنها در دسترس باشد.
  ۳. شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری یا بانک نباشد.
  ۴. در خلال دوره مورد بررسی، پایان سال مالی تغییر نکند.
- پس از اعمال ویژگی‌های فوق در نهایت ۱۰۴ شرکت (۶۲۵ سال-شرکت) به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

## روشهای گردآوری داده ها

جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز این پژوهش به دو روش کتابخانه‌ای و اسنادکاوی انجام گرفته است. از روش کتابخانه‌ای برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه ادبیات و پیشینه پژوهش استفاده گردید. لذا با مطالعه کتب و مقالات و جستجو در سایت‌های اینترنتی، اطلاعات مورد نیاز جمع‌آوری شد. جهت جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده گردید. این کار با استفاده از نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین و سایت‌های اینترنتی مدیریت پژوهش، سازمان بورس اوراق بهادار صورت پذیرفته است. همچنین برای آماده‌سازی متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها، از نرم افزار صفحه گسترده (اکسل) و جهت انجام تحلیل‌های نهایی، از نسخه ۷ نرم افزار Eviews استفاده شده است.

## یافته‌های پژوهش

همان گونه که بیان شده، در این پژوهش متغیر کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی هرکدام به صورت جز خطای یک معادله رگرسیونی که به صورت مقطعی برآورد شدند، محاسبه گردیدند. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای روابط ۱ تا ۴ که از جز خطای این معادلات متغیرهای کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی محاسبه شد و سایر متغیرهای روابط ۶ و ۷ که برای آزمون فرضیات پژوهش استفاده شدند، در نگاره (۱) ارایه شده است. همانگونه که مشخص است میانه و میانگین متغیرها ارقامی نزدیک به هم هستند که بدین معناست که داده‌ها تقریباً از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین اطلاعات مربوط به پیشینه و کمینه هر متغیر در جدول بیان شده که به دلیل زیاد بودن تعداد متغیرها توضیح بیشتر در این ارتباط از حوصله این بحث خارج است.

## نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

پس از محاسبه معیارهای کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی به صورت جز خطای یک معادله رگرسیونی که به صورت مقطعی برآورد شدند. فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. در فرضیه اول پژوهش به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و در فرضیه دوم به تاثیر سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. برای آزمون این دو فرضیه از یک الگو استفاده شد. نتایج برازش این



الگو در نگاره (۲) نشان داده شده است. مقدار احتمال برای  $F$  لیمر در مورد برازش این الگو با توجه به هر چهار معیار کیفیت گزارشگری مالی تقریباً صفر است ( $P < 0,05$ ). این مقدار نشان می‌دهد که برای بررسی این اثرات بایستی از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. مقدار احتمال برای آزمون هاسمن نیز در هر چهار مورد، تقریباً صفر ( $0,000$ ) است که این مقدار حاکی از استفاده از روش اثرات ثابت می‌باشد. بنابراین آزمون رگرسیون این الگو برای هر چهار معیار کیفیت گزارشگری مالی باید با روش داده‌های تابلویی-اثرات ثابت انجام شود. سطح معناداری  $F$  فیشر در مورد برازش مدل اول با توجه به هر چهار معیار کیفیت گزارشگری مالی تقریباً برابر با صفر ( $0,000$ ) است. بنابراین کل مدل رگرسیونی معنی دار می‌باشد. به عبارت دیگر کلیه ضرایب متغیرهای مستقل و کنترلی همزمان صفر نمی‌باشد. ضریب همبستگی مدل در مورد هر چهار معیار بین ۱۲ تا ۲۱ درصد است که این ارقام نشان دهنده میزان درصد تغییرات متغیر وابسته است که توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. با توجه به آماره دوریین واتسون که در نگاره (۱) ارائه شده، در کلیه موارد، این آماره بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار گرفته است. بنابراین فرض وجود خود همبستگی رد می‌شود. ضریب کیفیت گزارشگری مالی در هر چهار الگو مثبت و به استثنای الگوی دوم در سه الگوی دیگر از لحاظ آماری معنادار است. از این رو به استناد نتایج حاصل شده از برازش الگوی  $KASZ$ ،  $DD$  و  $Aggreg$  باید گفت که دلیلی بر رد فرضیه اول وجود ندارد و در واقع می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، کارایی سرمایه-گذاری افزایش می‌یابد. ضریب متغیر  $STDebt$  نیز در هر چهار الگو مثبت و معنادار است. بنابراین دلیلی بر رد فرضیه دوم این پژوهش نیز وجود ندارد. به بیان دیگر با افزایش میزان استفاد از بدهی کوتاه مدت (کاهش سطح سررسید بدهی‌های شرکت)، کارایی سرمایه-گذاری افزایش می‌یابد.

نگاره (۱): نتایج آمار توصیفی

متغیر	نماد	کمینه	بیشینه	میانگین	میانه	انحراف معیار
کل سرمایه گذاری	Investmet	-۰,۶۱	۱,۵۱	۰,۰۰۲	۰,۰۰۱	۰,۱۵
نرخ تغییر در فروش شرکت	SalesGrowth <sub>i,t</sub> -	-۰,۹۴	۱۰,۸۷	۰,۲۰	۰,۱۵	۰,۶۵
کل اقلام تعهدی	TA	-۳,۶۵	۵,۰۸	۰,۱۰	۰,۰۶	۰,۴۴
تغییر در درآمد	ΔSales	-۲,۰۶	۱,۷۷	۰,۱۲	۰,۱۰	۰,۲۶
ماشین آلات و تجهیزات	PPE	۰,۰۰	۱,۸۳	۰,۲۹	۰,۲۴	۰,۲۲
تغییر در وجه نقد عملیاتی	CFO	-۰,۴۷	۰,۶۹	۰,۰۹	۰,۰۷	۰,۱۴
تغییر سالانه در حساب های دریافتی	ΔAR	-۰,۵۱	۴,۹۰	۰,۰۶	۰,۰۳	۰,۲۳
اقلام تعهدی سرمایه در گردش	WCA	-۱,۷۰	۱,۴۴	۰,۰۰	۰,۰۰	-۱,۷۰
وجه نقد عملیاتی	CFO	-۰,۹۵	۰,۵۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۱۵
سررسید بدهی	STDebt	۰,۲۹	۰,۹۹	۰,۸۶	۰,۹۱	۰,۱۲
لگاریتم طبیعی فروش شرکت	LNSale	۱۰,۲۲	۱۸,۴۹	۱۳,۲۷	۱۳,۱۳	۱,۳۵
نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی	Tang	۰,۰۰	۰,۸۷	۰,۲۵	۰,۲۱	۰,۱۷
انحراف استاندارد وجه نقد	StdCFO	۲۸۴,۳۶	۷۵۱۶۳۱۴	۱۵۵۵۶۵	۳۰۵۷۸	۵۳۰۶۱۲
نوسان فروش	StdSale	۷۴۰,۱۸	۱۵۷۲۴۳۴۰	۳۲۳۸۹۹	۶۳۱۳۱	۱۲۸۲۵۰۱
Q توبین	QTobin	۰,۰۴	۵,۰۷	۰,۶۶	۰,۵۰	۰,۵۶
معیار بحران مالی شرکت	P	۴,۰۰	۴۳,۸۸	۲۰,۳۹	۲۰,۲۱	۲,۶۲
نسبت وجه نقد عملیاتی به متوسط کل دارایی ها	CFO-ATA	-۰,۴۷	۰,۶۹	۰,۰۹	۰,۰۷	۰,۱۴

نگاره (۲): نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های اول و دوم

$\text{InvEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \text{STDebt}_{i,t} + \beta_3 \text{LnSales}_{i,t} + \beta_4 \text{Tang}_{i,t} + \beta_5 \text{StdCFO}_{i,t} + \beta_6 \text{StdSales}_{i,t} + \beta_7 \text{QTobin}_{i,t} + \beta_8 \text{Loss}_{i,t} + \beta_9 \text{P}_{i,t} + \beta_{10} \text{CFO\_ATA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Aggreg	DD	MNST	KASZ	
(۰,۰۰۰)۰,۱۴۹	(۰,۰۰۰)۰,۲۸۵	(۰,۰۱۱)۰,۵۶	(۰,۴۷۳)۰,۰۰۹	کیفیت گزارشگری مالی (احتمال)
(۰,۰۲۵)۰,۰۹۷	(۰,۰۲۷)۰,۰۹۰	(۰,۰۳۸)۰,۰۹۲	(۰,۰۶۰)۰,۰۸۴	STDebt (احتمال)
(۰,۳۰۴)۰,۰۰۶	(۰,۶۲۷)۰,۰۰۲	(۰,۳۰۹)۰,۰۰۶	(۰,۵۴۲)۰,۰۰۳	LNSale (احتمال)
(۰,۰۰۰)۰,۲۵۸	(۰,۰۰۰)۰,۲۴۰	(۰,۰۰۰)۰,۲۶۰	(۰,۰۰۰)۰,۲۵۶	Tang (احتمال)
$-۲,۳۴ * 10^{-۸}$ (۰,۱۷۷)	$-۲,۵۴ * 10^{-۸}$ (۰,۱۳۱)	$-۲,۳۸ * 10^{-۸}$ (۰,۱۷۶)	$-۲,۴۵ * 10^{-۸}$ (۰,۱۶۴)	StdCFO (احتمال)
$۱,۲۵ * 10^{-۸}$ (۰,۰۸۵)	$۱,۱۵ * 10^{-۸}$ (۰,۱۰۱)	$۱,۳۲ * 10^{-۸}$ (۰,۰۷۴)	$۱,۳۶ * 10^{-۸}$ (۰,۰۶۵)	StdSale (احتمال)
(۰,۷۰۱)۰,۰۰۴	(۰,۳۱۷)۰,۰۰۹	(۰,۷۲۳)۰,۰۰۳	(۰,۶۰۵)۰,۰۰۵	QTobin (احتمال)
(۰,۰۰۳)۰,۰۵۱	(۰,۰۳۰)۰,۰۳۶	(۰,۰۰۲)۰,۰۵۳	(۰,۰۰۲)۰,۰۵۴	LOSS (احتمال)
(۰,۷۲۷)۰,۰۰۰	(۰,۷۵۱)۰,۰۰۰	(۰,۷۴۲)۰,۰۰۰	(۰,۸۲۸)۰,۰۰۰	P (احتمال)
(۰,۹۰۴)۰,۰۰۴	(۰,۸۱۱)۰,۰۰۰	(۰,۹۴۹)۰,۰۰۲	(۰,۸۵۳)۰,۰۰۷	CFO-ATA (احتمال)
۰,۱۵۲	۰,۲۱۵	۰,۱۳۰	۰,۱۲	R <sup>2</sup> تعدیل شده
(۰,۰۰۰)۱۲,۱۵۹	(۰,۰۰۰)۱۷,۹۹۶	(۰,۰۰۰)۱۰,۲۷۹	(۰,۰۰۰)۹,۶۷۹	F فیشر (احتمال)
(۰,۰۰۰)۱,۹۵۱	(۰,۰۰۰)۱,۶۱۰	(۰,۰۰۰)۲,۰۴۱	(۰,۰۰۰)۲,۰۴۴	F لیمر (احتمال)
(۰,۰۰۰)۴۷,۱۰۷	(۰,۰۰۰)۴۴,۹۲۹	(۰,۰۰۰)۴۷,۶۸۵	(۰,۰۰۰)۵۰,۶۸۸	آزمون هاسمن
۱,۶۱۱	۱,۶۹	۱,۵۹۶	۱,۵۹۵	دوربین واتسون

در فرضیه سوم به بررسی اثر تعاملی کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. با توجه به نتایج حاصل از برازش الگوی اول با استفاده از معیارهای DD، MNST و Aggreg این نتیجه گرفته شد، که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر مثبت دارد. این سه الگو قدرت توضیح دهندگی (ضریب تعیین تعدیل شده) بزرگتری نسبت به الگویی که از معیار KASZ (به منظور اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی) استفاده شد دارند. بنابراین برای آزمون فرضیه سوم یعنی این که آیا اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تحت تاثیر کاهش سطح سررسید بدهی شرکت تقویت می‌شود یا خیر؛ صرفاً از سه معیار DD، MNST و Aggreg استفاده شد. به منظور بررسی اثر تعاملی کیفیت گزارشگری و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری یک متغیر ساختگی وارد مدل شد تا این گونه تفاوت اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در بین شرکت‌هایی که بیشتر از بدهی کوتاه مدت استفاده می‌کنند (سررسید بدهی‌های آن‌ها کوتاه‌تر است) و سایر شرکت‌ها بررسی شود. نتایج آزمون این فرضیه در نگاره (۳) نشان داده شده است. نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که آزمون باید به روش داده‌های تابلویی-اثرات ثابت انجام شود. مقدار آماره دورین-واتسون محاسبه شده برای مدل دوم در مورد هر سه معیار کیفیت گزارشگری مالی، در بازه‌ی ۱,۵ تا ۲,۵ قرار گرفته، بنابراین فرض وجود خودهمبستگی رد می‌شود. از آنجایی که احتمال آماره‌ی F فیشر محاسبه شده، تقریباً صفر است (۰,۰۰۰)، بنابراین مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. پس می‌توان از لحاظ آماری به نتایج حاصل از برازش این مدل اعتماد کرد. ارقام مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که در مورد هر سه معیار، متغیرهای مستقل و کنترل در حدود ۱۳ تا ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

نگاره (۳): نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه سوم

$\text{InvEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_2 \text{STDebt}_{i,t} + \beta_3 \text{FRQ}_{i,t} * \text{DumSTDebt}_{i,t} + \beta_4 \text{LnSales}_{i,t} + \beta_5 \text{Tang}_{i,t} + \beta_6 \text{StdCFO}_{i,t} + \beta_7 \text{StdSales}_{i,t} + \beta_8 \text{QTobin}_{i,t} + \beta_9 \text{Loss}_{i,t} + \beta_{10} \text{P}_{i,t} + \beta_{11} \text{CFO\_ATA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
Aggreg	DD	MNST	
(۰,۰۰۰)۰,۴۰۱	(۰,۰۰۰)۰,۳۷۰	(۰,۳۲۳)۰,۱۰۹	FRQ (احتمال)
(۰,۴۹۶)۰,۳۴	(۰,۲۹۸)۰,۰۴۹	(۰,۰۹۲)۰,۰۸۲	STDebt (احتمال)
(۰,۰۰۸)۰,۲۶۷	(۰,۰۴۴)۰,۱۱۵	(۰,۶۲۷)۰,۰۵۴	FRQ * DumSTDebt (احتمال)
(۰,۳۲۸)۰,۰۰۵	(۰,۶۰۱)۰,۰۰۲	(۰,۳۱۶)۰,۰۰۶	LNSale (احتمال)
(۰,۰۰۰)۰,۲۵۱	(۰,۰۰۰)۰,۲۳۴	(۰,۰۰۰)۰,۲۶۰	Tang (احتمال)
(۰,۲۴۷)۰,۰۰۰*۱۰ <sup>-۸</sup>	(۰,۱۵۱)۰,۰۰۰*۱۰ <sup>-۸</sup>	(۰,۱۹۴)۰,۰۰۰*۱۰ <sup>-۸</sup>	StdCFO (احتمال)
(۰,۱۲۲)۰,۰۰۰*۱۰ <sup>-۸</sup>	(۰,۱۱۱)۰,۰۰۰*۱۰ <sup>-۸</sup>	(۰,۰۸۲)۰,۰۰۰*۱۰ <sup>-۸</sup>	StdSale (احتمال)
(۰,۶۴۷)۰,۰۰۴	(۰,۲۶۲)۰,۰۱۰	(۰,۷۳۴)۰,۰۰۳	QTobin (احتمال)
(۰,۰۰۵)۰,۰۴۸	(۰,۰۳۵)۰,۰۳۵	(۰,۰۰۲)۰,۰۵۲	LOSS (احتمال)
(۰,۸۳۵)۰,۰۰۰	(۰,۷۶۵)۰,۰۰۰	(۰,۷۶۹)۰,۰۰۰	P (احتمال)
(۰,۸۳۳)۰,۰۰۸	(۰,۶۹۳)۰,۰۱۴	(۰,۹۳۸)۰,۰۰۳	CFO-ATA (احتمال)
۰,۱۶۲	۰,۲۲۲	۰,۱۲۹	R <sup>2</sup> تعدیل شده
(۰,۰۰۰)۱۱,۸۹	(۰,۰۰۰)۱۷,۱۰	(۰,۰۰۰)۹,۳۴۵	آماره F فیشر (احتمال)
(۰,۰۰۰)۱,۸۶۳	(۰,۰۰۰)۱,۵۷۰	(۰,۰۰۰)۲,۰۳۵	F لیمر (احتمال)
(۰,۰۰۰)۴۹,۲۳۱	(۰,۰۰۰)۵۰,۵۹	(۰,۰۰۰)۴۷,۷۴	آزمون هاسمن
۱,۶۰۳	۱,۶۷۳	۱,۵۹	دوربین واتسون

در این مدل، 1 نشان دهنده اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی است که سررسید بدهی کوتاه‌تری دارند و جمع ضرایب اثر اصلی و تعاملی، 3+1، بیانگر اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی است که سررسید بدهی آن‌ها طولانی‌تر است. همان‌گونه که از نتایج آرایه-

شده در نگاره مشخص است،<sup>3</sup> منفی و در مورد دو معیار DD و Aggreg معنی دار است. بنابراین مشخص است که اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که سررسید بدهی کوتاه‌تری دارند از شرکت‌هایی است که سررسید بدهی آن‌ها طولانی‌تر است قوی‌تر است. بنابراین به استناد نتایج آماری می‌توان گفت دلیلی برای رد فرضیه سوم این پژوهش مبنی بر اینکه هرچه سررسید بدهی کوتاه‌تر باشد، تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری ضعیف‌تر است وجود ندارد. این موضع را می‌توان بدین گونه توجیه کرد که اطلاعات خصوصی که در نتیجه وجود بدهی کوتاه مدت به اعتباردهندگان مخابره می‌شود، جایگزین اطلاعات عمومی که از کیفیت بالای گزارشگری مالی حاصل می‌شود هستند. یعنی با افزایش بدهی کوتاه مدت، نظارت اعتباردهندگان بر شرکت بیشتر می‌شود و اطلاعات بیشتری از طریق آنان منعکس می‌گردد و این گونه از اهمیت اطلاعاتی که گزارشگری با کیفیت ارائه می‌دهد کاسته می‌شود. به گونه‌ای که در شرکت‌هایی که سطوح سررسید بدهی کوتاه‌تر است، تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری ضعیف‌تر است.

### نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ پرداخته شد. طبق مبانی نظری با افزایش کیفیت گزارشگری مالی عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و مدیران کاهش می‌یابد. همچنین با استفاده از بدهی کوتاه مدت به دلیل افزایش تناوب تجدید قراردادهای بدهی و افزایش نظارت اعتباردهندگان بر شرکت عدم تقارن اطلاعاتی میان اعتباردهندگان و مدیران کاهش می‌یابد. بنابراین این دو مکانیسم به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شوند. نتایج پژوهش با این مبانی سازگار بود و نشان داد که هرچه کیفیت گزارشگری مالی بالاتر باشد و همینطور هرچه بدهی‌های کوتاه مدت سهم بیشتری در کل بدهی‌های شرکت داشته باشند، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. اثری که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد به طور گسترده در پژوهش‌های قبلی مورد بررسی قرار گرفته است (چن و همکاران، ۲۰۱۳)؛ بیدل و همکاران، (۲۰۰۹)؛ وردی، (۲۰۰۶)؛ خدایی و یحیایی، (۱۳۸۹)؛ مدرس و حصارزاده، (۱۳۸۷)) و نتایج این

پژوهش نیز تاییدی بر نتایج قبلی بود. اما آنچه که نتایج این پژوهش بر پیکره ادبیات مربوط به کارایی سرمایه‌گذاری افزود، اثری است که سررسید بدهی یا به بیانی دیگر میزان بدهی-های کوتاه مدت شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند. در این ارتباط پژوهش‌های اندکی در سایر کشورها همچون گماریز و بلاستا (۲۰۱۳) انجام گرفته است و نتایج این پژوهش نیز سازگار با نتیجه‌ی این تحقیق است. اهمیت این نتایج در این است که به مدیران، اعتباردهندگان و محققان در فهم پیامدهای اقتصادی سیاست‌های مالی و حسابداری شرکت در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. علاوه بر اثری که کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند، در این پژوهش به بررسی اثر تعاملی این دو متغیر نیز پرداخته شد. همانگونه که بیان شد، بر طبق مبانی نظری از یک سو می‌توان انتظار داشت که با کاهش سررسید بدهی، رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تضعیف شود. این در صورتی است که اطلاعات عمومی تهیه شده توسط گزارشگری مالی با کیفیت و اطلاعات خصوصی ناشی از قراردادهای بدهی کوتاه مدت قابل جایگزینی باشند. از سوی دیگر در صورتی که این اطلاعات عمومی و خصوصی مکمل باشند، می‌توان انتظار داشت که با کاهش سررسید بدهی رابطه مذکور تقویت شود. اما در این پژوهش با تکیه بر نتایج پژوهش‌های قبلی همانند گماریز و بلاستا (۲۰۱۳) که نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی سازوکارهای تا حدودی جایگزین در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری هستند، فرضیه سوم بدین صورت مطرح شد که هرچه میزان استفاده از بدهی کوتاه مدت بیشتر باشد، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری ضعیف‌تر است. نتایج پژوهش دلیلی بر رد این فرضیه ارائه نداد و نتایج برازش مدل نشان داد که اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که سررسید بدهی‌های آن‌ها کوتاه‌تر است، ضعیف‌تر بوده است. پس می‌توان استدلال کرد که اطلاعات خصوصی ناشی از قرارداد-های بدهی و اطلاعات عمومی که در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی بالاتر ایجاد می‌گردد تا حدودی جایگزین هستند و در شرکت‌هایی که نظارت اعتباردهندگان در نتیجه‌ی کوتاه بودن سررسید بدهی‌ها بر شرکت بیشتر است، اطلاعات بیشتری از طریق آنان به بازار منعکس می‌گردد و اینگونه از اهمیت اطلاعاتی که گزارشگری با کیفیت ارائه می‌دهد کاسته می‌شود.

با توجه به نتایج این پژوهش که نشان داد افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند، پیشنهاد می‌شود نهادهای تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری نظیر سازمان حسابرسی استانداردها را به سمتی پیش برند که منجر به افزایش کیفیت گزارشات مالی و به تبع آن کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری گردد. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌گردد به منظور اجتناب از ریسک بالاتر، در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که کیفیت گزارشگری مالی آن‌ها بالاتر و سهم سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت از کل بدهی در آن‌ها بیش‌تر باشد. به منظور انجام پژوهش‌های آتی نیز پیشنهاد می‌شود این پژوهش به تفکیک صنایع مختلف بورس انجام گیرد تا ویژگی‌های متفاوت صنایع و الزامات قانونی حاکم بر هر نوع خاص صنعت، در نظر گرفته شود و نتایج دقیق‌تری به دست آید. همچنین از آنجایی که افزایش کارایی سرمایه‌گذاری عاملی تاثیرگذار در افزایش ثروت شرکت و سهامداران است، اثر مکانیسم‌های دیگر همانند نقش حسابرسان، سرمایه‌گذاران نهادی و یا حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گیرد.



## منابع

- بادآور نهندي، يونس و وحيد تقی زادی خانقاه، (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۲، صص ۱۹-۴۲
- حاجیها، زهره و حسنعلی اخلاقی، (۱۳۹۱)، بررسی عوامل موثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۳۳، صص ۱۶۷-۱۴۷.
- حساس یگانه، یحیی و الهام امیدی (۱۳۹۳)، رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تاخیر واکنش قیمت و بازدهی آتی سهام، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۴۲، صص ۵۸-۳۱.
- خدایی وله زاقرد، محمد و منیره یحیایی (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله حسابداری مدیریت*، سال سوم، شماره ۵، صص ۱۵-۱.
- سلیمانی امیری، غلامرضا و زهرا فرشی، (۱۳۹۱). بررسی اثر تامین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابداری*، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۸۳-۵۷.
- فروغی، داریوش و محسن صادقی، (۱۳۸۹)، رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۲۷، صص ۱۵۸-۱۳۹.
- مدرس، احمد و رضا حصارزاده (۱۳۸۷)، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال اول، شماره ۲، صص ۱۱۶-۸۵.
- Beatty, A, Joseph, W, Scott, J, (2007), The role of accounting quality in reducing investment inefficiency in the presence of private information and direct monitoring, working paper, The ohio state university.
- Berger, A., Udell, G., (1998), The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22: 613-673

- Biddle, G., Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment, *The Accounting Review*, 81: 963-982
- Bharath, S.T., Sunder, J., Sunder, S.V., 2008. Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review* 83, 1-28.
- Bushman, R.M. Smith, A.J., (2001). Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333
- Chang, X. Dasgupta, S., Hilary, G. (2009). The effect of auditor quality on financing decisions. *The Accounting Review*, 84(4): 1085-1117.
- Cheng, M. Dhaliwal, D. 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
- Chen, F., Hope, O.K, Li Q. AND Wang, X, (2010). Financial reporting quality and investment efficiency. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Childs, P.D., Mauer, D.C., Ott, S.H., (2005), Interactions of financing and investment decisions: the effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics*. 76, 667-690.
- Fazzari, S., Hubbard, R.G. and Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activities*, 1988(1): 141-206
- Flannery, M.J., (1986), Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41: 19-37
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., Schipper, K., 2004. Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79, 967-1010.
- Gomariz, M, C. , Ballesta, J, P. (2013), Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency, *Journal of Banking & Finance*, [www.elsevier.com/locate/jbf](http://www.elsevier.com/locate/jbf)
- Gordon, M.J., (1992), The Neoclassical and a post Keynesian theory of investment, *Journal of Post Keynesian Economics*, 14, 425-443.
- Hayashi. F., 1982, Tobins marginal q and average q: a neoclassical intertation, *Econometrica*, 50.213-224.
- Healy, P.M., Palepu, K.G., (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405-440
- Hope, O., Thomas, W.B., 2008. Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*. 46, 591-626.

- McNichols, M., Stubben, S., (2008), Does earnings management affect firms investment decisions. *The Accounting Review*, 86: 1571-1603
- Myers, S.C., (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Verdi, R, S, (2006), Financial reporting quality and investment efficiency, working paper, Sloan School of Management, MIT.





پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی