



Quality of Financial Reporting, Family Ownership, and Investment Performance in Companies Listed in Tehran Stock Exchange

Mohamad Mohamadi¹

Received: 2019/09/28

Accepted: 2019/12/17

Research Paper

Abstract

The agency theory considers higher financial reporting quality as a solution to reduce the challenge of low and high investment by reducing asymmetric information. In the case of investment efficiency, the economic implications of financial reporting quality in family and non-family ownership differ. This study examines the relationship between family ownership and the quality of financial reporting on investment performance during the period of 1396-1392 for listed companies in Tehran Stock Exchange. Research models were assessed based on ordinary least squares method and multiple regression. The study emphasizes both agency and behavioral theories. The results show that firms with higher financial reporting quality and family ownership, have higher investment efficiency. In addition, the quality of financial reporting and higher family ownership reduce investment. The impact of the quality of financial reporting on investment efficiency is stronger for family-owned businesses.

Keywords: Family ownership, Financial reporting quality, Investment efficiency.

JEL classification: M41.

DOI: 10.22051/ijar.2020.27947.1539

¹ PhD Student of Accounting, Islamic Azad University, Mobarakeh Branch, Isfahan, Iran.
(mkz.mohamadi@gmail.com)

<http://ijar.alzahra.ac.ir>



کیفیت گزارش مالی، مالکیت خانوادگی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق

بهادر تهران

محمد محمدی^۱

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۶/۰۶

تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۹/۲۶

مقاله پژوهشی

چکیده

نظریه نمایندگی، کیفیت گزارشگری مالی را به‌عنوان راه‌حلی برای کاهش چالش سرمایه‌گذاری کم و افزایش سرمایه‌گذاری با کاهش اطلاعات نامتقارن در نظر می‌گیرد. در سرمایه‌گذاری‌های کارا، پیامدهای اقتصادی کیفیت گزارشگری مالی در مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی متفاوت هستند. این پژوهش، ارتباط مالکیت خانوادگی و کیفیت گزارش مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری را در طول دوره ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نموده است. همچنین، این پژوهش بر دو نظریه نمایندگی و رفتاری تأکید دارد. بر این اساس، مدل‌های پژوهش تحت مدل‌های روش حداقل مربعات معمولی و رگرسیون چندمتغیره برآورد شد و نتایج برای هر یک از مدل‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که شرکت‌ها با کیفیت گزارشگری مالی و مالکیت خانوادگی بالاتر، از کارایی سرمایه‌گذاری بالاتری نیز برخوردار هستند. علاوه بر این، کیفیت گزارشگری مالی و مالکیت خانوادگی بالاتر، میزان سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند. در کسب و کارهایی که مالکیت خانوادگی دارند، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است.

واژه‌های کلیدی: کیفیت گزارش مالی، مالکیت خانوادگی، کارایی سرمایه‌گذاری

طبقه‌بندی موضوعی: M41

DOI: 10.2051/ijar.2020.27947.1539

^۱ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد واحد مبارکه، اصفهان، ایران، (mkz.mohamadi@gmail.com)

<http://ijar.alzahra.ac.ir>

مقدمه

نوع سرمایه‌گذاری مدیران با استفاده از وجوه نقد شرکت، حاوی اطلاعاتی در مورد وضعیت فعلی و آتی شرکت می‌باشد و این اطلاعات و ارزش کیفی آن برای تصمیم‌گیری سهامداران جهت سرمایه‌گذاری در سهام بسیار مهم است. هر سرمایه‌گذار با توجه به نوع سلیقه و اطلاعاتی که کسب می‌کند، سهام شرکتی را خریداری می‌کند که سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن را مطلوب می‌داند. در صورتی که این اطلاعات به صورت نامتقارن و نامساوی بین سهامداران و ذینفعان توزیع شود، می‌تواند بر نوع انتخاب آنها اثر نادرستی بگذارد (جهان آباد، ۱۳۹۲). کسب و کار کنترل شده خانوادگی بر چشم‌انداز شرکت نظارت دارد. بحث در مورد تصمیمات استراتژیک مربوط به امور مالی شرکت و حسابداری در کسب و کارهای کنترل شده خانوادگی و کسب و کارهای کنترل شده غیرخانوادگی اخیراً از اهمیت زیادی برخوردار شده است. در میان این تصمیمات استراتژیک، بحث در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری که توسط شرکت‌ها با سهامداران متنوع انجام می‌شود، توجه زیادی را به خود جلب کرده است. بر اساس نظریه نمایندگی کلاسیک، پژوهش‌های قبلی تصمیمات سرمایه‌گذاری خانوادگی و غیرخانوادگی را بررسی کرده‌اند (برای مثال، آسابا، ۲۰۱۳؛ چارنیتسکی و کرافت، ۲۰۰۹؛ لی و اونیل، ۲۰۰۳). با این حال، فرضیه محکمی در مساله نمایندگی استدلال می‌کند که مالکیت خانوادگی، تعارض بین سهامداران اقلیت و اکثریت را تشدید می‌کند (ویلانوگا و آمیت، ۲۰۰۶). در نتیجه، مساله نمایندگی در شرکت‌های کنترل شده خانوادگی وجود دارد (برای مثال، کووان و همکاران، ۲۰۱۱؛ سالواتو و مورس، ۲۰۱۰؛ علی و همکاران، ۲۰۰۷). مساله نمایندگی در این شرکت‌ها به این صورت است که خانواده‌های مالک مایل به انتقال اطلاعات به سهامداران اقلیت و غیرخانوادگی نیستند و با پنهان کردن و دستکاری اطلاعات، باعث ایجاد مساله نمایندگی می‌شوند؛ انتخاب معکوس و مشکل خطر اخلاقی را افزایش می‌دهد؛ ناکارآمدی سرمایه‌گذاری به شکل سرمایه‌گذاری کم و افزایش تمایل به بالاتر بودن مالکیت خانوادگی در مقایسه با مالکیت غیرخانوادگی، را منجر می‌شود.

اخیراً، چندین کار پژوهشی در ارتباط با کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری انجام شده است (برای مثال، لین و همکاران، ۲۰۱۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). این مطالعات استدلال می‌کنند که کیفیت گزارشگری مالی، پیامدهای اقتصادی قابل توجهی را برای

تصمیمات سرمایه‌گذاری در یک شرکت دارد (گومز و سانچز بالستا، ۲۰۱۳؛ چونگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). این سازوکار، بخش‌هایی را با هدف اینکه عدم تفارن اطلاعاتی بین مدیران و تامین‌کنندگان نقدینگی راکاهش می‌دهد، باعث کارایی سرمایه‌گذاری می‌شوند. با این حال، پژوهش‌های قبلی، پیامدهای اقتصادی کیفیت گزارش مالی را در شرایط سرمایه‌گذاری به‌عنوان سازوکار نظارت در مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی در نظر نگرفته‌اند.

افشای کامل همراه با گزارشگری مالی شفاف می‌تواند شرایط مطمئنی را ایجاد نموده و اعتماد سرمایه‌گذاران را ارتقا بخشد. شفافیت تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد و می‌تواند از منافع سهامداران محافظت کند (بادآورنهدی و همکاران، ۱۳۹۲). با توجه به نقش اطلاعات، شفافیت اطلاعات حسابداری می‌تواند از طریق کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شود (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). کارایی سرمایه‌گذاری به پدیده‌ای اشاره دارد که در آن فرصت‌های سرمایه‌گذاری نقدینگی مورد نیاز خود را در یک بازار کارا که تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت در آن وجود دارد، تامین می‌نمایند (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). در یک مطالعه مرتبط، لین و همکاران (۲۰۱۶) به تازگی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی را مورد بررسی قرار دادند. آنها تفاوت‌های اساسی را در روند سرمایه‌گذاری کم در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی گزارش کردند. به‌طور خاص، آنها اشاره کردند که چشم‌انداز سرمایه‌گذاری در شرکت‌های غیرخانوادگی در مقایسه با شرکت‌های خانوادگی، بیشتر است.

این پژوهش به نظریه‌های نمایندگی و رفتاری تأکید دارد. در این پژوهش در وهله اول رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است. سپس، تأثیر مالکیت خانوادگی بر کارایی سرمایه‌گذاری و در نهایت، اثر تعدیل مالکیت خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری از مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی در بازار سرمایه ایران، بررسی شده است. به‌طور ویژه در این پژوهش، ساختار مالکیت خانوادگی در ارتباط با مساله کیفیت گزارشگری مالی و سطح کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده عضو بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شده است. با توجه به نقش حیاتی که موقعیت‌های سازمانی در تأثیرگذاری بر عملکرد و گزینه‌های حسابداری انجام شده

توسط شرکت‌ها ایفا میکند، درک اینکه چگونه مالکیت خانوادگی می‌تواند رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سطح شرکت را تغییر دهد، قابل توجه است. اهمیت این مساله از آن جهت است که تمرکز مالکیت باعث کاهش احتمال حل مشکلات نمایندگی، اما با هزینه افزایش احتمال مشکلات نمایندگی می‌شود. علاوه بر این، در این پژوهش شدت مشکلات نمایندگی در شرکت‌های کنترل شده خانودگی تحت شرایط نهادی منحصر به فرد، بررسی شده است و به این سوال پاسخ می‌دهیم که آیا یک ساز و کار نظارتی در شکل مالکیت خانوادگی می‌تواند کیفیت گزارشگری را بهبود بخشد یا خیر؟

مبانی نظری پیشینه پژوهش

مبانی نظری

کیفیت گزارش مالی و کارایی سرمایه‌گذاری

انتخاب نادرست و خطر اخلاقی، فرصت‌ها و انگیزه‌هایی را برای مدیران خود محور برای پیروی از دستورات فردی فراهم می‌کنند (میرز و مجلوف، ۱۹۸۴) و به‌طور بالقوه منجر به سرمایه‌گذاری کم و یا زیاد در یک شرکت می‌شوند و در نهایت سهامداران هزینه چنین حرکت‌هایی را متحمل می‌شوند (وردی، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). نظریه نمایندگی شرکت، کیفیت گزارشگری مالی بالاتر را به‌عنوان راه‌حلی برای کاهش چالش سرمایه‌گذاری کم و یا زیاد با هدف کاهش اطلاعات نامتقارن در نظر می‌گیرد. کیفیت گزارشگری مالی برتر، دو روش را برای این منظور ارائه می‌دهد (دی مئو، ۲۰۱۴؛ گومریز و سانچس بالستا، ۲۰۱۳؛ چنگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ بیدل و همکاران، ۲۰۱۳؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۸؛ مک نیکولز و همکاران، ۲۰۰۸)؛ اول، کیفیت گزارشگری مالی بالاتر باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بالقوه، سهام درست را انتخاب کنند، زیرا مقایسه اطلاعات مالی شرکت در صورت عدم دستکاری، آسان‌تر است. بنابراین، شرکت‌هایی با چشم‌اندازهای خوب مالی این پول را به دست می‌آورند و در نهایت چالش‌های سرمایه‌گذاری را از بین می‌برند. برای مثال، مدیر شرکت، سود هر سهم شرکت را دستکاری می‌کند، و آن را برای سهامداران جذاب‌تر می‌سازد تا در سهام شرکت سرمایه‌گذاری کنند. زمانی که سهامداران بازار آگاه نیستند که سود حسابداری دستکاری شده است، آنها به نفع شرکت تصمیم می‌گیرند و سعی می‌کنند سهام را حتی با قیمت‌های بالاتر

خریداری کنند. این باعث می‌شود که پول بیشتری برای مدیریت تولید شود، که از آن برای سرمایه‌گذاری‌های دیگر استفاده نمایند (هواکیمیان، ۲۰۰۹). در اینجا، انتخاب نادرست سهام توسط تامین سویی می‌تواند مدیر را قادر به تامین مالی پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی نماید. این انتخاب نادرست به خاطر نقص اطلاعات بین سرمایه‌گذار و مدیر توسط سرمایه‌گذار انجام می‌شود. با این حال، اگر ارائه‌دهنده سرمایه درک کند که سهام شرکت ضعیف است، شرکت‌هایی با طرح‌های خالص ارزش فعلی مثبت را انتخاب می‌کنند، زیرا سهامداران، حاضر به پرداخت پول اضافه نیستند و سهام را با قیمت‌های کمتر بدست می‌آورند.

مالکیت خانوادگی و کارایی سرمایه‌گذاری

دو دیدگاه نظریه نمایندگی که به‌عنوان اثر متقابل و مستحکم هم شناخته می‌شوند، دیدگاه‌های متفاوتی در رابطه با رفتار تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی دارند. به ویژه، دیدگاه همترازسازی نشان می‌دهد که در یک شرکت غیرخانوادگی، منافع مالک و مدیر با هم، تراز است (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶؛ سالواتو و موریس، ۲۰۱۰). چنین همترازسازی منافع در شرکت‌های کنترل شده خانوادگی، به دلیل افق‌های بلندمدت، اعتبار و نظارت موثر اعضای خانواده است (فاما، ۱۹۸۰، استین، ۱۹۸۹، چن و همکاران، ۲۰۰۸؛ تانگ، ۲۰۰۷؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۱۷). معمولاً در شرکت‌های خانوادگی "تعهد" با شدت زیادی دیده می‌شود. اغلب مالکیت یک شرکت خانوادگی به‌عنوان هدیه‌ای از نسل قبل و یا تعهدی به نسل بعدی در نظر گرفته می‌شود. هدف شرکت خانوادگی انتقال شرکت به نسل بعدی با وضعیتی بهتر از زمان دریافت آن از نسل قبلی است. در شرکت‌های خانوادگی استراتژی‌های بلندمدت، نسبت به موفقیت‌های موقتی مطلوبیت بیشتری دارد. این تفکر، عملکرد را به شدت متأثر می‌سازد. تعهد بلندمدت و فعال شرکت خانوادگی به کسب و کار، عملکرد شرکت را بهبود خواهد بخشید.

نظارت موثر در شرکت‌های خانوادگی به دلایل زیر نسبت داده می‌شود. از آنجا که اعضای خانواده، جریان نقدی بالاتری دارند (اشمید و همکاران، ۲۰۱۴)، آنها نگرانی بیشتری برای عملکرد شرکت دارند. همچنین، دانش بیشتری از طریق مشارکت در فعالیت‌های شرکت از زمان شروع به فعالیت وجود دارد (چن و همکاران، ۲۰۰۸؛ اندرسون و ریب، ۲۰۰۳). علاوه بر

این، اغلب مدیران اجرایی از اعضای خانواده منصوب می‌شوند (دینگ و همکاران، ۲۰۱۱). تمام این ویژگی‌های منحصر به فرد، به شرکت‌های تحت کنترل خانواده اجازه می‌دهد تا رفتار فرصت‌طلبانه را کنترل کنند و مساله نمایندگی نوع اول را کاهش دهند. بنابراین، مطابق با دیدگاه همترازسازی، شدت مساله نمایندگی در نیروهای مرزی در مقایسه با مالکیت غیرخانوادگی کمتر است (علی و همکاران، ۲۰۰۷). این دیدگاه استدلال می‌کند که در مقایسه با مالکیت شرکت‌های غیرخانوادگی، کیفیت گزارشگری مالی بالاتری وجود دارد.

خطر اخلاقی می‌تواند زمانی افزایش یابد که یک سهامدار یک انتخاب خوب داشته باشد و در شرکت با قیمت عادلانه سرمایه‌گذاری کند. با این حال، اگر سهامداران دانش کامل را نداشته باشند و توان تحلیل اینکه مدیر پول را کجا سرمایه‌گذاری کرده است، را نداشته باشند، آنگاه یک نقص اطلاعات بین مدیر و سهامداران ایجاد خواهد شد. در اینجا، نقص اطلاعات برای سهامداران برای نظارت بر عامل دشوار است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). بنابراین، مدیر ممکن است از این مزیت اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاری زیاد به شکل ساختن امپراطوری با هزینه سهامداران سرمایه‌گذاری کم به منظور داشتن زندگی آرام ناشی از رویکرد نادرست ریسک استفاده نماید.

اثر تعدیل‌کنندگی بر روابط بین مالکیت خانوادگی و کارایی سرمایه‌گذاری

پژوهش‌های پیشین نشان دادند که کیفیت گزارش مالی ارتباط مثبتی با کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این امر باعث حذف موضوعات سرمایه‌گذاری کم و زیاد می‌گردد (برای مثال چنگ و همکاران، ۲۰۱۳؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ مک‌نیکولز و همکاران، ۲۰۰۸)؛ با این حال، این مساله که آیا کیفیت گزارش مالی بالاتر در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی به یک اندازه در ارتقا کارایی سرمایه‌گذاری موثر است یا خیر، پاسخ داده نشده است. تأثیر کیفیت گزارش مالی در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در مالکیت شرکت‌های غیرخانوادگی بررسی شده است. در شرکت‌های با مالکیت غیرخانوادگی، منافع سهامداران و مدیر تنظیم نشده است. بنابراین، به مدیران اجازه می‌دهد تا دستور کار شخصی خود را اجرا کنند. به علاوه، شرکت‌های غیرخانوادگی بر اهداف کوتاه مدت توجه دارند در حالی که بیشتر مدیران اهداف

بلند مدت را ترجیح می‌دهند، زیرا که با فشار بازار مواجه می‌شوند و انگیزه‌های آنها به عملکرد کوتاه مدت وابسته است (اندرسون و همکاران، ۲۰۱۲؛ کریگ و دیبرل، ۲۰۰۶).

پیشینه پژوهش

مدیر ممکن است از مزیت اطلاعاتی خود برای سرمایه‌گذاری زیاد به شکل ساختن امپراطوری یا سرمایه‌گذاری کم به منظور داشتن زندگی آرام ناشی از پدیده خطر اخلاقی استفاده کند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ جنسن، ۱۹۸۶، برتراند و مولیناتان، ۲۰۰۳؛ ریچاردسون، ۲۰۰۶). کیفیت گزارشگری مالی بالاتر هزینه نمایندگی را کاهش می‌دهد و رفتار فرصت‌طلبانه را محدود می‌کند، زیرا اهداف شخصی مدیر، منجر به سرمایه‌گذاری کم و یا زیاد و با هزینه سهامداران می‌شود. در نهایت، کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، خطر اخلاقی و انتخاب نادرست را کاهش می‌دهد.

چکیپ کلسی و حسینل (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان "اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری"، با استفاده از داده‌های ۲۵ شرکت تونسی طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار دادند آنها نشان دادند ویژگی‌های اطلاعات مالی، یعنی قابلیت اطمینان، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، در حالی که محافظه‌کاری ارتباط و تاثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ندارند.

گاریسالا و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی به بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که محافظه‌کاری حسابداری تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این اثر مثبت در شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری مواجه هستند، برجسته‌تر است.

روکا و همکاران (۲۰۰۴)، به بررسی مشکلات مربوط به ناکارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد) پرداخته‌اند و نشان دادند که تضاد نمایندگی بین مدیر، مالک و اعتباردهنده بر حاکمیت شرکتی اثر گذاشته و با تحت تأثیر قرار دادن سیاست‌های سرمایه‌گذاری مدیر، باعث اتخاذ تصمیمات نامناسب و در نهایت باعث ایجاد ناکارایی سرمایه‌گذاری خواهد شد.

بوشمن، اسمیث، مک نیکولاس و استابن (۲۰۰۱)، بیان می‌کنند که کیفیت گزارشگری مالی به دلیل این که به مدیران اجازه می‌دهد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاراتری را با شناسایی پروژه‌های بهتر انجام دهند، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. در پژوهش‌های قبلی نقش بدهی‌ها در کاهش قضاوت مدیران و نظم و ترتیب بخشیدن به تصمیمات سرمایه‌گذاری بحث شده و شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد بدهی‌های کوتاه مدت، سرمایه‌گذاری را بیش از حد کاهش می‌دهند.

آقایی و حسن زاده (۱۳۹۷)، پژوهشی با عنوان مقایسه‌پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری انجام دادند. آنها برای این منظور با استفاده از تحلیل رگرسیونی، داده‌های ۱۶۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران برای دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴، مقایسه‌پذیری اطلاعات حسابداری و اثرات آن بر کارا بودن سرمایه‌گذاری‌های انجام شده را مورد بررسی قرار دادند. آنها بیان نمودند که با افزایش سطح مقایسه‌پذیری حسابداری، کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. نتایج حاکی از رابطه مثبت و معنی‌داری بین مقایسه‌پذیری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری بود. به عبارتی، مقایسه‌پذیری حسابداری، میزان دسترسی به اطلاعات باکیفیت حسابداری در مورد پروژه‌های سرمایه‌گذاری را افزایش داده و منجر به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود.

محمدی و کرم صالحی (۱۳۹۶)، پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین توانایی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک کاهش قیمت سهام انجام دادند. در این مطالعه، با استفاده از داده‌های ۱۵۲ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران و طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴، به بررسی این موضوع پرداخته شد. برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شد. داده‌ها به روش داده‌های تابلویی و رگرسیون چندمتغیره تجزیه و تحلیل شد. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد، در حالی که بین توانایی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

صفری گرابلی و رعنائی (۱۳۹۶)، در پژوهشی با عنوان "بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه"، با استفاده از داده‌های ۹۲ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی

سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲، به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه پرداختند. نتایج پژوهش آنها بیانگر آن بود که بین کیفیت گزارشگری مالی و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تحت تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها قرار دارد و با افزایش بدهی‌ها با سررسید کوتاه مدت، این رابطه تضعیف می‌شود.

واعظ و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری"، با استفاده از داده‌های ۶۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. در این پژوهش اشکال مختلف ساختار مالکیتی شامل مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی و چگونگی تأثیر آنها بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شد. نتایج پژوهش آنها بیانگر این نکته بود که ساختار مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی، بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

کشان‌پور و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی با عنوان "تأثیر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، با استفاده از داده‌های ۲۴ شرکت فعال در صنعت دارویی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳، به بررسی تأثیر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارویی پرداختند. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، اثرگذار نیست.

ثقفی و معتمدی (۱۳۹۰)، در پژوهشی با عنوان رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با امکانات سرمایه‌گذاری بالا نشان دادند چنانچه این شرکت‌ها، از حساب‌برسان با کیفیت بالاتر استفاده کنند، سطح بالاتری از کارایی سرمایه‌گذاری را تجربه خواهند کرد.

خدایی و یحیایی (۱۳۸۹)، دریافتند که یک رابطه منفی بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. نتایج آنها نشان داد بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد، در حالی که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه منفی غیرمعنی‌دار، مشاهده گردید.

مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷)، در پژوهشی با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند. آنها بیان نمودند بر اساس پژوهش‌های قبلی گزارشگری مالی با کیفیت، می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی از جمله افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را داشته باشد. نتایج این پژوهش نشان داد که علاوه بر اینکه سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار و مثبتی دارد، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. همچنین، این پژوهش نشان داد که بین کم یا بیش سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. بنابراین، نتایج این پژوهش حاکی از آن بود که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش کم یا بیش سرمایه‌گذاری، می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول پژوهش: هر چقدر کیفیت گزارشگری مالی بالاتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است.

مدیر نمی‌خواهد سهام را با قیمت کمتر بفروشد و قادر به تامین مالی پروژه‌ها نخواهد بود. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی منجر به سرمایه‌گذاری کم نیز می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۶). علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود و از سوی دیگر منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود.

فرضیه فرعی اول: بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کم (زیاد) رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه همترازسازی استدلال می‌کند که همسویی منافع میان سهامداران و مدیران، نقص اطلاعات را کاهش می‌دهد. بنابراین، سطح اطلاعات نامتقارن در مالکیت شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با غیرخانوادگی کمتر خواهد بود (سائو و همکاران، ۲۰۱۵). فرهنگ شرکت خانوادگی معمولاً به شدت مبتنی بر "حمایت از تمامی سهامداران و اعضای خانواده جامعه است". شرکت‌های، مسئولیت کارکنان، مشتریان و پیمانکاران خود را به عهده می‌گیرد. در بسیاری از شرکت‌های خانوادگی جابجایی پرسنل اندک بوده و ممکن است از یک نسل تا نسل بعد با کارکنان قرارداد بسته شود. معمولاً سهام شرکت‌های خانوادگی غیرنقدی است و در قالب ارث، کمک بلاعوض و یا داد و ستد از یک نسل به نسل بعدی منتقل می‌شود. برخی از شرکت‌های خانوادگی در بازار سرمایه پذیرفته شده‌اند که این امر قابلیت نقدشوندگی سهام را افزایش داده و سرمایه جدیدی را فراهم می‌آورد. سپس، مسائلی همچون انتخاب نادرست و خطر اخلاقی به دلیل سطوح پایین‌تر اطلاعات نامتقارن در شرکت‌های خانوادگی کاهش می‌یابد. در نتیجه، اطلاعات نامتقارن کمتر، ناشی از کیفیت گزارشگری مالی بالاتر و افق‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت، منجر به مشکلات سرمایه‌گذاری کم و زیاد در شرکت‌های خانوادگی نسبت به غیرخانوادگی می‌شود (مونز و بولون و بالستا بوئو، ۲۰۱۱)؛ به این دلیل که رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت محدود می‌شود و تصمیمات نزدیک بین سرمایه‌گذاری مدیریتی کاهش می‌یابد (استین، ۱۹۸۹).

فرضیه دوم پژوهش: شرکت‌های کنترل شده خانوادگی، در مقایسه با شرکت‌های غیر وابسته به خانواده، سرمایه‌گذاری کارآمدتری دارند.

فرضیه فرعی دوم: بین شرکت‌های کنترل شده خانوادگی، گرایش کمتری به سرمایه‌گذاری کم (زیاد) در مقایسه با شرکت‌های غیرکنترل شده خانوادگی، وجود دارد.

سائو و همکاران (۲۰۱۵) اثر کیفیت گزارش مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های غیرخانوادگی را توصیف نموده‌اند. علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی، سرمایه‌گذاری‌های خود را با افق بلندمدت اجرا می‌کنند، با فشار کمتری از طرف بازار مواجه هستند و بیشتر نگران دستیابی به اهداف اعضای خانواده هستند. بنابراین، این شرکت‌ها، سیاست‌های بلندمدت را دنبال می‌کنند که با دیدگاه بلندمدت اعضای خانواده در ارتباط است.

فرضیه سوم پژوهش: بین کیفیت گزارش مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های کنترل شده و غیرکنترل شده خانوادگی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین کیفیت گزارش مالی بر سرمایه‌گذاری کم (زیاد) مشابه سرمایه‌گذاری شرکت‌های کنترل شده و غیرکنترل شده خانوادگی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر حسب هدف از نوع پژوهشی‌های کاربردی است. این پژوهش از نوع توصیفی و همبستگی است و روش‌شناسی پژوهش از نوع پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. برای گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش و مدل‌های استخراج متغیرهای پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از منابع مختلفی همچون نرم‌افزار ره‌آوردنویس، امیدنامه و صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه استخراج شد. اطلاعات اخذ شده در رابطه با متغیرهای پژوهش وارد صفحه گسترده اکسل شده و سپس آزمون‌های چاو، هاسمن، ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی و آزمون رگرسیون با استفاده از نرم‌افزارهای Eviews برای بررسی فرضیه‌های پژوهش، اجرا شدند. جامعه آماری این پژوهش به روش حذف سیستماتیک از تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ (دوره شش ساله) انتخاب شده است. البته، برای برآورد برخی از متغیرها از اطلاعات سال ۱۳۹۰ نیز استفاده شده است.

از آنجا که قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۶ است، بنابراین جامعه آماری شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک با اعمال شرایط زیر است:

تعداد	شرایط
۶۰	اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی پژوهش برای آنها در دسترس باشند.
۶۵	دست کم از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان دوره پژوهش فعال باشند.
۱۵۶	پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد و طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
۹۳	جزو موسسه‌های مالی و اعتباری، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند.
۷۵	طی دوره پژوهش بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.

در این پژوهش، با رعایت محدودیت‌های فوق جمعا ۱۴۹ شرکت به‌عنوان شرکت‌های عضو نمونه آماری انتخاب شد.

مدل پژوهش و تعریف عملیاتی متغیرها متغیر وابسته

انحراف از سطح سرمایه‌گذاری بهینه با کاهش نرخ رشد فروش سال قبل (SG) طی کل سرمایه‌گذاری متقابل برای هر شرکت محاسبه شد. عبارت خطا، انحراف را از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار نشان می‌دهد. یک باقیمانده مثبت نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری زیاد) است، در حالی که باقیمانده منفی نشان‌دهنده شرکت‌هایی است که در طرح‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری نموده‌اند (سرمایه‌گذاری کم). علاوه بر این، مطلق باقی مانده‌ها در منفی یک ضرب می‌شود. مقادیر بالاتر، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر را نشان می‌دهند و برعکس. وقتی باقیمانده‌های مثبت در منفی یک ضرب می‌شوند، مقادیر حاصل که نزدیک به صفر هستند، نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری نسبتا زیاد هستند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری کم، باقیمانده‌های منفی مدل‌های سرمایه‌گذاری کم را نشان می‌دهد. وقتی باقیمانده‌های منفی با منفی یک ضرب می‌شوند، مقادیر حاصل که به صفر نزدیک‌تر هستند، سرمایه‌گذاری کم را نشان می‌دهند. در این پژوهش، شرکت‌ها با سطح سرمایه‌گذاری کم و زیاد براساس اندازه باقیمانده‌های به دست آمده و با استفاده از مدل ۱، طبقه‌بندی شده‌اند.

$$V_{i,t} = a_{i,t} + \beta_1 SG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

کل سرمایه‌گذاری (Iit) مجموع هزینه‌های سرمایه‌ای و غیرسرمایه‌ای است، در حالی که فروش سال قبل تفاوت بین هزینه‌های سرمایه و فروش دارایی‌های شرکت i در سال $t+1$ است. در پژوهش‌های پیشین از کیوتوبین به‌عنوان معیاری برای سرمایه‌گذاری استفاده شده است. در این پژوهش، ما از فروش سال قبل به‌عنوان تابعی از سرمایه‌گذاری استفاده نموده‌ایم، زیرا فروش سال قبل نتایج مشابهی را به‌عنوان کیوتوبین ارائه می‌دهد. همچنین، کیوتوبین می‌تواند به‌طور بالقوه توسط کیفیت گزارش مالی تحت تأثیر قرار گیرد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). شرکتی که در چارک پایین دارای بیشترین مقدار باقیمانده منفی است، به‌عنوان یک شرکت با سطح سرمایه‌گذاری کم در مقایسه با یک شرکت در چارک بالا با حداکثر باقیمانده مثبت و با سرمایه‌گذاری بالا، در نظر گرفته می‌شود. شرکت‌هایی که در این دو شرکت میانی قرار دارند، شرکت‌های موثر در سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شوند.

متغیر مستقل

در این پژوهش از دو معیار برای اندازه‌گیری شرکت‌های کنترل شده خانوادگی استفاده شده است؛ معیار اول: الف) درصد مالکیت توسط اعضای خانواده، ب) یک متغیر دمی که در صورتی که شرکت خانوادگی، صاحب ۵۰ درصد سهام باشد، یک و در غیر این صورت صفر است. معیار دوم: براساس قانون حاکمیت شرکتی که بیان می‌کند ۵۰ درصد سهامداران قادر هستند تا تصمیمات استراتژیک مهمی بگیرند و بیش از ۵۰ درصد از سهام را تامین مالی کنند و با توجه به آنکه در پژوهش‌های قبلی از این معیار کلیدی برای ارزیابی کنترل کسب و کار خانوادگی استفاده شده است، تعیین می‌شود. از "رهبری خانوادگی" به‌عنوان معیاری برای متغیرهای مربوط به خانواده از طریق در نظر گرفتن "متغیر دمی برابر با یک" (درصد اعضای خانواده در هیات مدیره) استفاده می‌شود.

معیار کیفیت گزارش مالی: در این روش از مدیریت سود برای اندازه‌گیری کیفیت گزارش مالی استفاده شده است. برای اندازه‌گیری مدیریت سود از مدل کاسنیک (۱۹۹۹) که در مدل (۲) خلاصه شده است، استفاده شده است. این مدل به‌طور گسترده در پژوهش‌های حسابداری برای اندازه‌گیری کیفیت گزارش مالی استفاده شده است.

$$TA_{i,t} = a_{i,t} + \beta_1 \Delta sales_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

که در آن TA_{it} کل اقلام تعهدی است که تغییر در دارایی‌های جاری غیر نقد منهای تغییر در بدهی‌های جاری به اضافه تغییر در بدهی‌های بانکی کوتاه مدت منهای هزینه استهلاک شرکت i در سال t را نشان می‌دهد؛ $sales$ برابر با تغییرات فروش شرکت i از سال $t-1$ تا سال t است؛ PPE_{it} برابر با دارایی ثابت مشهود است؛ CFO_{it} تغییر در جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت i در سال t با یک سال قبل و $\hat{\epsilon}$ عبارت خطا است. سپس، مقادیر مطلق باقیمانده‌ها در منفی یک ضرب شده و بر این اساس، کیفیت گزارشگری مالی اندازه‌گیری شد.

$$\Delta AR_{i,t} = a_{i,t} + \beta_1 \Delta SR_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

AR_{it} برابر با تغییر سالانه در حساب‌های دریافتی شرکت i در سال t است؛ SR_{it} برابر با تغییر سالانه فروش شرکت i در سال t و $\hat{\epsilon}$ نشان‌دهنده مقادیر باقیمانده مدل است.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی شامل انحراف جریان نقدینگی عملیاتی به فروش، میزان پرداخت بدهی که با استفاده از مدل Z آلمن اندازه‌گیری می‌شود و نسبت جریان نقدینگی ناشی از عملیات به میانگین کل دارایی‌ها است.

معرفی مدل‌های پژوهش

(۱) بررسی رابطه بین کیفیت گزارش مالی، مالکیت خانوادگی و کارایی سرمایه‌گذاری

برای بررسی اثر کیفیت گزارش مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و مالکیت شرکت‌های خانوادگی، مدل ۴ برآورده شده است. از انحراف معیار برای تنظیم همگنی، همبستگی سریالی و همبستگی مقطعی در سطح شرکت و سال استفاده شده است (پترسن، ۲۰۰۹).

$$IE_{i,t} = \beta_1 t + \beta_2 FCC_{i,t} + \beta_3 FRQKA_{i,t} + \beta_4 FA_{i,t} + \beta_5 SCS_{i,t} + \beta_6 CS_{i,t} + \beta_7 POL_{i,t} + \beta_8 ZSCR_{i,t} + \beta_9 CA_{i,t} + \beta_{10} TANG_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + \beta_{12} \sum INDUDUMS_{i,t} + \beta_{13} \sum YEARDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

در معادله (۴)، FCC عامل جایگزینی برای دو معیار از شرکت‌های کنترل شده خانوادگی، یعنی کنترل شده خانوادگی و غیرخانوادگی است و کارایی شرکت را نشان می‌دهد. RQ_KA مقدار مطلق باقیمانده‌های بدست آمده از مدل کاسنیک (۱۹۹۹) است. اندازه شرکت (CS) برابر

با لگاریتم طبیعی فروش است؛ LEV از طریق نسبت بدهی اندازه گیری شده است. FA لگاریتم طبیعی سالی است که شرکت عملیات خود را آغاز نموده است. SCS انحراف معیار جریان نقدینگی و فروش است؛ ZSCR درجه توانایی پرداخت بدهی است که بر اساس نمره Z آلتمن اندازه گیری شده است؛ CA تقسیم سودآوری بر میانگین دارایی‌های کل است؛ TANG نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی‌ها است و در نهایت ϵ عبارت خطا است.

(۲) رابطه کیفیت گزارش مالی و مالکیت شرکت‌های خانوادگی با سرمایه‌گذاری کم و زیاد رابطه بین کیفیت گزارش مالی و مالکیت شرکت‌های خانوادگی در زمینه سرمایه‌گذاری کم و زیاد و با استفاده از معادله ۵ بررسی شده است. با توجه به اینکه متغیر وابسته در معادله قطعی در نظر گرفته شده، از رگرسیون چند جمله‌ای برای بررسی رابطه استفاده شده است.

$$Y_{i,t} = a_{i,t} + \beta_1 FCC_{i,t} + \beta_2 FRQ - KA_{i,t} + \beta_3 FA_{i,t} + \beta_4 SCS_{i,t} + \beta_5 CS_{i,t} + \beta_6 POL_{i,t} + \beta_7 ZSCR_{i,t} + \beta_8 CA_{i,t} + \beta_9 TANG_{i,t} + \beta_{10} LEV_{i,t} + \beta_{11} \sum INDUSTRYDUM_{i,t} + \beta_{12} \sum YEARDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{مدل ۵})$$

(۳) رابطه بین کیفیت گزارش مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با ساختار مالکیت شرکت‌های خانوادگی در مقابل شرکت‌های غیرخانوادگی

برای بررسی اثر تعدیل‌کننده کیفیت گزارش مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و مالکیت خانوادگی، مدل حداقل مربعات معمولی را به کار می‌گیریم تا مدل ۶ را برآورد نمائیم.

$$6) IE_{i,t} = \beta_{1i,t} + \beta_2 FRQ_{i,t} + \beta_3 FC_{i,t} + \beta_4 FRQ_{i,t} \times \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ZSCR_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \beta_8 TOBINQ_{i,t} + \beta_9 FA_{i,t} + \beta_{10} SCS_{i,t} + FC_{i,t} + \beta_{11} AUDQUAL_{i,t} + \beta_{12} \sum INDUSTRYDUM_{i,t} + \beta_{i,t13} \sum YEARDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{مدل ۶})$$

علامت پیش‌بینی شده برآوردهای ضریب همبستگی ((β_4) مثبت است. اگر β_4 منفی باشد، آنگاه تأثیر کیفیت گزارش مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی متفاوت است. β_2 اثر کیفیت گزارش مالی را بر کارایی سرمایه‌گذاری از شرکت‌های غیرخانوادگی نشان می‌دهد، در حالی که $\beta_2 + \beta_4$ ، کیفیت گزارش مالی را بر کارایی سرمایه‌گذاری از شرکت‌های خانوادگی نشان می‌دهد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ گومریز و

سانچس بالستا، ۲۰۱۳). آنها استدلال می‌کنند که کیفیت گزارش مالی بالاتر نقص اطلاعات را کاهش داده و مساله سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، همترازسازی و استحکام دو دیدگاه متناقض در مورد کیفیت گزارش مالی در مالکیت شرکت‌های خانوادگی را نشان می‌دهد. بنابراین، برای بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های خانوادگی در سرمایه‌گذاری کم و زیاد، از مدل (۷) برای برآورد رابطه استفاده شد.

$$Y_{i,t} = \beta_{1i,t} + \beta_2 FRQ - KA_{i,t} + \beta_3 FC_{i,t} + \beta_4 FC_{i,t} \times FRQ - KA_{i,t} + \beta_5 FA_{i,t} + \beta_6 SCS_{i,t} + \beta_7 CS_{i,t} + \beta_8 POL_{i,t} + \beta_9 ZSCR_{i,t} + \beta_{10} CA_{i,t} + \beta_{11} TANG_{i,t} + \beta_{12} LEV_{i,t} + \beta_{13} \sum INDUSTRYDUM_{i,t} + \beta_{14} \sum YEARDUM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

گام بعدی بر پایه رگرسیون دو مرحله‌ای است. در مرحله اول، تأثیر این دو متغیر ابزار بر روی متغیر کیفیت گزارشگری مالی بررسی می‌شود. این رگرسیون در پیدا کردن مقدار پیش‌بینی شده کیفیت گزارشگری مالی کمک می‌کند که به صورت ((P_FRQ)) نشان داده شده است.

$$FRQ_{i,t} = \beta_{1i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 POL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (مدل ۸)$$

در معادله (۸)، بازده دارایی‌ها (ROA) نسبت سود خالص بعد از مالیات به کل دارایی‌ها است، در حالی که POL زیان است اگر شرکت زیان ده باشد برابر با یک و در غیراینصورت برابر با صفر خواهد بود. پس از آن مقدار پیش‌بینی شده کیفیت گزارشگری مالی (P_FRQit) با معادله (۲) جایگزین می‌شود. در نهایت، در مرحله دوم، این مقدار پیش‌بینی شده برای کیفیت گزارشگری مالی همراه با متغیرهای کنترلی دوباره رگرسیون می‌شود. P_FRQit نشان‌دهنده مقدار پیش‌بینی شده کیفیت گزارشگری مالی است.

$$9) IE_{i,t} = \beta_{1i,t} + \beta_2 P - FRQ_{i,t} + \beta_3 FC_{i,t} + \beta_4 FRQ_{i,t} \times FC_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ZSCR_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \beta_8 TOBINQ_{i,t} + \beta_9 FA_{i,t} + \beta_{10} SCS_{i,t} + \beta_{11} AQ_{i,t} + \beta_{12} \sum INDUSTRYDUM_{i,t} + \beta_{13} \sum YEARDUM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (مدل ۹)$$

یافته‌های آماری پژوهش

آمار توصیفی داده‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده‌های ۱۴۹ شرکت مورد بررسی طی دوره آزمون (سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۱) اندازه‌گیری شده‌اند، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه، در نگاره ۱ ارائه شده است.

نگاره (۱): نتایج آمار توصیفی پژوهش

بدیهی نسبت	ثابت نسبت دارایی ملموس	میانگین دارایی‌های میانگین	توزیعی تواریخی	پرواخت	ضرر کدگذاری	اندازه شرکت ششم	مالکیت خانوادگی	کیفیت گزارش مالی	مالکیت غیر خانوادگی	
۸۶/۳	۲۵/۵۰	۰/۴۲۲	۲/۰۸۷	۱۸/۴۷	۱۱/۹۳	۰/۴۳۰	۰/۸۶	۲/۲۰۶	میانگین	
۳۰/۵۲	۲۱/۸۰	۰/۴۲۶	۱/۹۹	۰/۷۴	۶۵/۷۲	۰/۴۰۴	۰/۵۹	۲/۰۰	میانه	
۹۴/۱۴	۸۸/۰۷	۰/۶۲۷	۹/۹۲	۱۱۹۴/۷۲	۷۰/۳۱	۱	۴/۷۷	۴/۰۰۰	بیشینه	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۶۰	-۰/۲۶	۲۰۹	-۷۸/۵۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۰	کمینه	
۵۷/۹۱	۱۸/۵۶	۰/۰۵۹	۱/۰۹۴	۱۶/۸۳	۵۲/۶۲	۰/۴۹۹	۰/۲۰۱۱	۰/۷۹۵	انحراف معیار	

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر کیفیت گزارش مالی برابر با ۸۶٪ است. همچنین همانطور که نگاره ۱ نشان می‌دهد، میانگین درصد مالکیت خانوادگی در شرکت‌های بررسی شده برابر ۰/۴۳۰ است که نشان‌دهنده مالکیت حدود ۴۳ درصدی خانوادگی در شرکت‌های بررسی شده است. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، میانه متغیر کیفیت گزارش مالی برابر با ۵۹٪ می‌باشد که نشان می‌دهد حدوداً ۶۰ درصد داده‌ها کمتر از این مقدار و ۴۰ دیگر بیشتر از این مقدار هستند.

تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

در تعیین ارتباط بین متغیرها به ازای هر یک از روابط برآوردی به روش رگرسیون خطی مرکب مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی، اولین گام در تعیین نوع الگوی تحلیل داده‌ها، تصمیم‌گیری نسبت به استفاده از الگوی تحلیل داده‌ها به روش ترکیبی یا تلفیقی است. بنابراین، در این پژوهش از آزمون چاو استفاده شده است. نتایج این آزمون در نگاره ۲ ارائه شده است.

نگاره (۲): آزمون تشخیص مدل (آزمون اف-لیمر)

آزمون اف-لیمر	ضریب آماره F	احتمال	نتیجه آزمون
مدل فرضیه اول و دوم	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
مدل فرضیه فرعی اول و فرعی دوم	۱/۲۱	۰/۰۰۹	H_0 رد می‌شود
مدل فرضیه سوم	۵.۵	۰/۰۰۰	H_0 رد می‌شود
مدل فرضیه فرعی سوم	۱/۵۱	۰/۰۰۲	H_0 رد می‌شود

همانگونه که در نگاره شماره ۲ دیده می‌شود در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرض صفر آزمون رد شده است. بنابراین، باید از روش داده‌های ترکیبی استفاده نمود. در نتیجه بحث انتخاب از بین مدل اثرات ثابت و تصادفی پیش می‌آید که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

نگاره (۳): نتایج آزمون هاسمن

آزمون هاسمن	آماره خی دو	احتمال
مدل فرضیه اول و دوم	۱۰/۶۶	۰/۱۵۱
مدل فرضیه فرعی اول و فرعی دوم	۱۹/۶۹	۰/۰۶
مدل فرضیه سوم	۳/۱۴	۰/۸۷
مدل فرضیه فرعی سوم	۱۱/۴۲	۰/۱۲۱

همانطور که از نگاره ۳ مشخص است فرض صفر آزمون هاسمن مبنی بر وجود اثرات تصادفی در مدل رد نشده و مدل دارای اثرات تصادفی است.

از آنجایی که مقدار عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرهای مستقل پژوهش کوچکتر از ۵ است، بنابراین می‌توان مدعی شد که بین متغیرهای پژوهش همخطی وجود ندارد. پس از انجام پیش‌آزمون‌های پژوهش و حصول اطمینان نسبت به عدم وجود همخطی و نیز مانا بودن متغیرهای پژوهش، آزمون فرضیه‌های پژوهش بررسی شد.

آزمون فرضیات پژوهش

آزمون فرضیه اول و دوم

فرضیه اول: هر چقدر کیفیت گزارشگری مالی بالاتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است. فرضیه دوم: شرکت‌های کنترل شده خانوادگی، در مقایسه با شرکت‌های غیر وابسته به خانواده، سرمایه‌گذاری کارآمدتر دارند.

نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کنترل شده خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیروابسته به خانواده بیشتر است، زیرا ضرایب بنگاه خانوادگی مثبت هستند و در سطح ۱ درصد و ۵ درصد معنی‌دار هستند. نتایج همچنین، نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر با کارایی سرمایه‌گذاری بالاتر همراه است و رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت شرکت‌های خانوادگی و کیفیت گزارش مالی با کارایی سرمایه‌گذار تأیید شد. این نتایج فرضیه اول و دوم را مورد تأیید قرار می‌دهند. به عبارتی، کیفیت گزارشگری مالی و مالکیت شرکت‌های خانوادگی بالاتر به عنوان سازوکار نظارتی عمل می‌کنند و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تقویت می‌کنند. این نتیجه با استدلال اصلی مطالعه همسو است که در شرکت‌های خانوادگی، بیشتر مدیر عاملان متعلق به یک خانواده هستند.

نگاره (۴): نتایج تخمین فرضیه اول و دوم

تأیید یا رد فرضیه	آماره تی	انحراف معیار	ضریب	
تأیید	۱۱/۵۴	۰/۰۰۵	۰/۰۶۱	$FRQ_{i,t}$
تأیید	۷/۶۹	۰/۰۶۱	۰/۱۲۴	$FC_{i,t}$
تأیید	۱۴/۰۳	۰/۰۴	۰/۳۶۱	$\times FC_{i,t}FRQ_{i,t}$
رد	۱/۷۱	۰/۰۰۵	۰/۰۳	$LEV_{i,t}$
تأیید	۴/۵۹	۰/۰۰۴	۰/۰۱	$ZSCR_{i,t}$
تأیید	۴/۱۷	۰/۵۱	۰/۲۴۳	$TANG_{i,t}$
رد	-۲/۷۹	۴/۸۱	-۰/۰۰۳	$TOBINQ_{i,t}$
تأیید	۵/۴۱	۰/۰۰۵۲	۰/۰۳۲	$FA_{i,t}$
تأیید	-۵/۳۱	۳/۲۷	-۰/۰۰۲	$SCS_{i,t}$
رد	۲/۴۷	۰/۰۲۵	۰/۰۴۳	$AUDQUAL_{i,t}$
۵۶۴	۵۶۴	۵۶۴	۵۶۴	تعداد مشاهدات
	۰/۶۲			R^2
	۱۱/۲۸			F-stat
	۳/۸۱			Wald Test

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: بین کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های کنترل شده و غیر کنترل شده خانوادگی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

نتایج نشان داده شده در نگاره ۸ که بر آورد ضریب مالکیت شرکت‌های خانوادگی (FC) و کیفیت گزارش مالی (FRQ) را نشان می‌دهد، مثبت و معنی‌دار است. این بدان معنی است که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر کارایی سرمایه‌گذاری تقویت می‌کند. علاوه بر این، ما یاد آور شدیم که بر آورد ضریب مدت تعامل (FRQ \times FC) مثبت و معنی‌دار است. این یافته‌ها مطابق با مفهوم اصلی نظریه نمایندگی است. به ویژه، منافع سهامدار و مدیر در تجارت غیرخانوادگی هماهنگ نیست که به مدیران اجازه می‌دهد دستور کار شخصی خود را اجرا کنند. علاوه بر این، مشاغل غیرخانوادگی با گرایش کوتاه مدت فعالیت می‌کنند و بنابراین، مدیران اهداف کوتاه مدت‌تر را ترجیح می‌دهند، زیرا با فشار بیشتر در بازار روبرو هستند و مشوق‌های آنها به عملکرد کوتاه‌مدت متصل است. بنابراین، تأثیر کیفیت

گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های غیر خانوادگی کنترل شده ضعیف تر است. از سوی دیگر، شدت مشکلات نمایندگی احتمالاً در مشاغل خانوادگی کمتر از مشاغل غیر خانوادگی است، زیرا مشاغل متعلق به خانواده نسبت به مشاغل غیر خانوادگی در نظارت بر مدیریت کارآمدتر است.

نگاره (۵): نتایج تخمین فرضیه سوم

تأیید یا رد فرضیه	آماره تی	انحراف معیار	ضریب	
تأیید	۱۸/۷۰	۰/۰۰۳	۰/۰۷۰	$FRQ_{i,t}$
تأیید	۹/۵۹	۰/۰۲۱	۰/۲۰۴	$FC_{i,t}$
تأیید	۱۰/۱۳	۰/۰۲	۰/۲۷۱	$\times FC_{i,t}FRQ_{i,t}$
رد	۱/۹۱	۰/۰۰۵	۰/۰۱	$LEV_{i,t}$
تأیید	۲/۶۹	۰/۰۰۳	۰/۰۱	$ZSCR_{i,t}$
تأیید	۶/۵۷	۰/۲۱	۰/۱۴۳	$TANG_{i,t}$
رد	-۱/۶۹	۵/۹۱	-۰/۰۰۱	$TOBINQ_{i,t}$
تأیید	۹/۶۱	۰/۰۰۲۲	۰/۰۲۲	$FA_{i,t}$
تأیید	-۸/۵۱	۱/۱۷	-۰/۰۰۱	$SCS_{i,t}$
رد	۱/۷۷	۰/۰۱۵	۰/۰۲۸	$AUDQUAL_{i,t}$
۵۶۴	۵۶۴	۵۶۴	۵۶۴	تعداد مشاهدات
	۰/۴۹			R^2
	۸/۷۸			F-stat
	۳/۳۴			Wald Test

نتایج نشان داده شده در نگاره ۸ که برآورد ضریب مالکیت شرکت های خانوادگی (FC) و کیفیت گزارش مالی (FRQ) را نشان می دهد، مثبت و معنی دار است. این بدان معنی است که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر کارایی سرمایه گذاری تقویت می کند. علاوه بر این، ما یادآور شدیم که برآورد ضریب مدت تعامل (FRQ \times FC) مثبت و معنی دار است. این یافته ها مطابق با مفهوم اصلی نظریه نمایندگی است. به ویژه، منافع سهامدار و مدیر در تجارت غیر خانوادگی هماهنگ نیست که به مدیران اجازه می دهد دستور کار شخصی خود را اجرا کنند. علاوه بر این، مشاغل غیر خانوادگی با گرایش کوتاه مدت فعالیت می کنند و بنابراین، مدیران اهداف کوتاه مدت تر را ترجیح می دهند، زیرا با فشار بیشتر در بازار روبرو هستند و مشوق های آنها به

عملکرد کوتاه مدت متصل است. بنابراین، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های غیرخانوادگی کنترل شده ضعیف تر است. از سوی دیگر، شدت مشکلات نمایندگی احتمالاً در مشاغل خانوادگی کمتر از مشاغل غیرخانوادگی است، زیرا مشاغل متعلق به خانواده نسبت به مشاغل غیرخانوادگی در نظارت بر مدیریت کارآمدتر است.

آزمون فرضیه فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم: بین کیفیت گزارش مالی بر سرمایه گذاری کم (زیاد) مشابه سرمایه گذاری شرکت های کنترل شده و غیر کنترل شده خانوادگی رابطه معنی داری وجود دارد.

نگاره (۶): نتایج تخمین فرضیه فرعی سوم

ضریب	انحراف معیار	آماره تی	تأیید یا رد فرضیه	
$FRQ - KA_{i,t}$	-۰/۷۳۹	۰/۰۷	-۹/۴۷	تأیید
$FC_{i,t}$	۰/۲۰۴	۰/۰۲۱	۹/۵۹	تأیید
$\times FRQ - KA_{i,t}FC_{i,t}$	-۱/۰۶۷	۰/۱۵۶	-۶/۸۲	تأیید
$FA_{i,t}$	-۰/۰۳۱	۰/۰۱۷	-۱/۷۴	رد
$SCS_{i,t}$	-۰/۰۰۱	۹/۳۸	-۱۰/۶۵	تأیید
$CS_{i,t}$	۰/۰۲۴	۰/۰۰۵۳	۴/۵۱	تأیید
$POL_{i,t}$	۰/۲۳	۰/۰۸۸	۲/۷۲	تأیید
$ZSCR_{i,t}$	۰/۰۱	۰/۰۰۳	۲/۶۹	تأیید
$CA_{i,t}$	-۰/۲۳۶	۰/۰۴۶	-۵/۱۰	تأیید
$TANG_{i,t}$	۰/۱۴۳	۰/۲۱	۶/۵۷	تأیید
$LEV_{i,t}$	۰/۰۱	۰/۰۰۵	۱/۹۱	رد
تعداد مشاهدات	۵۶۴	۵۶۴	۵۶۴	۵۶۴
R^2		۰/۵۹		
F-stat		۱۰/۷۸		
Wald Test		۳/۲۴		

با توجه به نتایج درج شده در نگاره ۶ در شرکت های غیرخانوادگی، منافع سهامدار و سرمایه گذار هم تراز نیست. بنابراین به مدیران اجازه می دهد دستور کار شخصی خود را عملی

کنند. بعلاوه، شرکت های غیرخانوادگی به صورت به کوتاه مدت در خصوص ارائه گزارشات مالی عمل می کنند.

نتیجه گیری

انتخاب نادرست و خطر اخلاقی ممکن است فرصت ها و انگیزه هایی را برای مدیران خودمحمور برای پیروی از دستورات فردی فراهم کنند، بنابراین به طور بالقوه منجر به سرمایه گذاری کم و زیاد یک شرکت می شود. در نهایت سهامداران باید هزینه چنین حرکت هایی را متحمل شوند. دو دیدگاه نظری نمایندگی که به عنوان اثر متقابل و مستحکم هم شناخته می شوند، دیدگاه های متفاوتی درباره رفتار تصمیم گیری سرمایه گذاری در شرکت هایی با مالکیت خانوادگی و در مقایسه با مالکیت غیرخانوادگی دارند. به طور خاص، دیدگاه همترازسازی نشان می دهد که در یک مالکیت غیرخانوادگی، منافع مالک و مدیر با هم تراز هستند. در مالکیت شرکت های غیرخانوادگی، منافع سهامداران و مدیر تنظیم نشده است. بنابراین، به مدیران اجازه می دهد تا دستور کار شخصی خود را اجرا کنند. به علاوه، مالکیت شرکت های غیرخانوادگی به صورت به کوتاه مدت در خصوص ارائه گزارشات مالی عمل می کنند. در نتیجه مدیران اهداف بلندمدت را ترجیح می دهند، زیرا آنها با فشار بازار بیشتر مواجه می شوند و انگیزه های آنها به عملکرد کوتاه مدت آنها وابسته است. در این پژوهش اثرات کیفیت گزارشگری مالی و مالکیت شرکت های خانوادگی را برای کارایی سرمایه گذاری برای شرکت های فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردیم. علاوه بر این، پیامدهای اقتصادی کیفیت گزارشگری مالی در شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی را بررسی کردیم. نتایج نشان می دهد که کیفیت گزارشگری مالی و مالکیت شرکت های خانوادگی بالاتر با کارایی سرمایه گذاری بالاتر همراه است، و کیفیت گزارشگری مالی بالاتر با کاهش شکاف اطلاعات، مشکل سرمایه گذاری بیش از حد و کم سرمایه را کاهش می دهد. در صورت سرمایه گذاری مالکیت شرکت های غیر خانوادگی در پروژه های کارآمد، تمایل به تغییر مشاغل به نسل بعدی آنها امکان پذیر است. بنابراین، مالکیت شرکت های غیر خانوادگی در مقایسه با شرکت های غیر خانوادگی سرمایه گذاری کارآمدتری دارند. اثر تعدیل مالکیت شرکت های خانوادگی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری نشان می دهد که تأثیر

کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در مورد شرکت های خانوادگی قوی و در شرکت های غیرخانوادگی ضعیف است. در این راستا پیشنهاداتی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با ارائه شاخص‌های مرتبط با مالکیت خانوادگی و رتبه بندی شرکت‌های پذیرفته شده از نظر ساختار سرمایه در تخصیص بهینه سرمایه در بازار کمک نموده تا از این طریق موجب افزایش شفافیت محیط تصمیم‌گیری شود و به افراد برای تصمیم‌گیری درست‌تر کمک بنماید.
- با توجه به یافته‌های این تحقیق به فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار به تأثیر ساختار مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت که در این تحقیق بدان اشاره شد، توجه ویژه داشته باشند، چرا که لحاظ کردن این عوامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه با کمترین مخاطره و بیشترین بازدهی می‌گردد، ضمن آنکه شفافیت محیط تصمیم‌گیری و نتایج حاصله را نیز دوچندان می‌نماید.
- به نهادهای قانون‌گذار از جمله سازمان حسابرسی و سازمان بورس پیشنهاد می‌گردد تا با الزام شرکت‌ها به افشاء بیشتر مالکیت خانوادگی و میزان آن موجب افزایش شفافیت گزارشگری و اتخاذ تصمیمات بهینه توسط سرمایه‌گذاران گردد.
- به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود تا به بررسی مقایسه‌ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه‌های تفکیک شده بر اساس مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازند
- انجام این پژوهش تأثیر انواع مالکیت‌ها مانند تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی، مالکیت

منابع

- Achleitner, A. K. , Günther, N. , Kaserer, C. , & Siciliano, G. (2014). Real Earnings Management and Accrual-Based Earnings Management in Family Firms. *European Accounting Review*, 23 (3) , 431-461.
- Ali, A. , Chen, T. Y. , & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate Disclosures by Family Firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1-2) , 238-286.
- Ali. Mohammad Ali, Hasan Zadeh, Bozrou, (2019) , Accounting for Sustainability and Its Effects on Investment Performance, *Journal of Accounting*, 33 (4). 34-7
- Anderson, R. C. , & Reeb, D. M. (2003). Founding- Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58 (3) , 1301-1328.
- Anderson, R. C. , Duru, A. And Reeb, D. M. ((2012) , “Investment Policy in Family Owned Firms *Journal of André*, 4 (9). 34-56.
- André, P. , Filip, A. , & Marmousez, S. (2014). The Impact of IFRS on the Relationship between Conservatism and Investment Efficiency. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 20 (3) , 101-124.
- Asaba, S. (2013). Patient investment of family firms in the Japanese electric machinery industry. *Asia Pacific Journal of Management*, 30 (3) , 697-715.
- Attig, N. , Boubakri, N. , El Ghoul, S. , & Guedhami, O. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management*, 45 (2) , 291-313.
- Audretsch, D. B. , Hülsbeck, M. , & Lehmann, E. E. (2013). Families as Active Monitors of Firm Performance. *Journal of Family Business Strategy*, 4 (2) , 118-130.
- Badawar, Yunisia, Nahandi, Reza (2014). Any Effects of Brokerage on Unprofitable Investment in Debt Securities. *Dynamic Communities and Formal Spaces*. 21 (34). 56-78.
- Beatty, A. , Liao, S. , & Weber, J. (2009). The Effect of Private Information and Monitoring On the Role of Accounting Quality in Investment Decisions. *Joseph Peter, The Effect Of Private Information And Monitoring On The Role Of Accounting Quality In Investment Decisions*. 4 (1). 45-67.
- Bertrand, M. , & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, 111 (5) , 1043-1075.
- Biddle, G. C. , & Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm- Level Capital Investment. *The Accounting Review*, 81 (5) , 963-982.
- Biddle, G. C. , Hilary, G. , & Verdi, R. S. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2-3) , 112-131.
- Chen, S. , Chen, X. I. A. , & Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46 (3) , 499-536.
- Chen, X. , Sun, Y. , & Xu, X. (2016). Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103.

- Chung, H. H. , Wynn, J. P. , & Yi, H. (2013). Litigation Risk, Accounting Quality, and Investment Efficiency. *Advances in Accounting*, 29 (2) , 180-185.
- Claessens, S. , Djankov, S. , & Lang, L. H. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2) , 81-112.
- Craig, J. , & Dibrell, C. (2006). The Natural Environment, Innovation, and Firm Performance: A Comparative Study. *Family Business Review*, 19 (4) , 275-288.
- Czarnitzki, D. , & Kraft, K. (2009). Capital Control, Debt Financing and Innovative Activity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 71 (2) , 372-383.
- De Massis, A. , Frattini, F. , Pizzurno, E. , & Cassia, L. (2015). Product Innovation in Family versus Nonfamily Firms: An Exploratory Analysis. *Journal of Small Business Management*, 53 (1) , 1-36.
- Deangelo, L. E. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3 (3) , 183-199.
- Dechow, P. M. , & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77 (1) , 35-59.
- 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.
- Faccio, M. , & Lang, L. H. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65 (3) , 365-395.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2) , 288-307.
- Fama, E. F. , & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26 (2) , 301-325.
- Fernando, G. D. , Schneible Jr, R. A. , & Suh, S. (2014). Family Firms and Institutional Investors. *Family Business Review*, 27 (4) , 328-345.
- Gomez-Mejia, L. , Cruz, C. , & Imperatore, C. (2014). Financial Reporting and the Protection of Socioemotional Wealth in Family-Controlled Firms. *European Accounting Review*, 23 (3) , 387-402.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2) , 323-329.
- Jensen, M. C. , & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4) , 305-360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2) , 193-228.
- Kashani, Mohammad, Rahmani, Mohammad, (2016). The Ability of Managers to Address the Financial Crisis of Investing in Drug Companies. " 4 (13). 85-66.
- Kasznik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of accounting research*, 37 (1) , 57-81.
- Khodai, Valizade, Yahia, Matira. Investigating the Relationship between Capital Markets and Investment Performance in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting*, 3 (5) , 1-15.

- Kuan, T. H. , Li, C. S. , & Chu, S. H. (2011). Cash Holdings and Corporate Governance in Family-Controlled Firms. *Journal of Business Research*, 64 (7) , 757-764.
- Lee, P. M. , & O'neill, H. M. (2003). Ownership Structures and R&D Investments of US and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives. *Academy Of Management Journal*, 46 (2) , 212-225.
- Modares, Ahmad and Raza Karzadeh. 87 Monthly Survey of Investment and Investment Performance. *Stock Exchange and Securities Society*, First Year, 2 (8) -11-185.
- Mohammadi, Sajad, Salehi, Alakeram, (2018) , Investigating the Powerless Management Relationship with Capital Efficiency and Raw Materials, 9 (6). 45-67.
- Safari Gerae, Mehdi, Rahnai. 1396, "Investigating the Relationship between Our Investment and Investment Performance and the Impact of the Purchasing Structure on the Relationship". *Community 1 - We Have A Wealth Of Management And Support*. 5 (1). 98-83.
- Saghafi, Ali, And Majidw, Mohtamed Fazel. (2011). the Relationship between Satellite and Investment Performance in High-Capacity Firms. *Financial Stability Tasks*, 3 (14). 56-78.
- Shleifer, A. , & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2) , 737-783.
- Stein, J. C. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 104 (4) , 655-669.
- Stock, J. H. , & Yogo, M. (2002). Testing for Weak Instruments in Linear IV Regression (No. T0284). National Bureau of Economic Research.
- Wazi, Ali, Ebrahim Bnafi, Mohammad (2017). Financial Accounting Company 8 (1). 101-13. Achleitner, A. K. , Günther, N. , Kaserer, C. , & Siciliano, G. (2014). Real Earnings Management and Accrual-Based Earnings Management in Family Firms. *European Accounting Review*, 23 (3) , 431-461 .