

اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری

مهدی الهائی سحر^۱

هدی اسکندر^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۶/۱۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۱۴

چکیده

از دیدگاه تئوری نمایندگی، کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها می‌توانند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و در نتیجه بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر باشند. این پژوهش اثر متقابل کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها را بر کارایی سرمایه‌گذاری (کاهش کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران رامورد بررسی قرار می‌دهد. کیفیت گزارشگری مالی از طریق سه شاخص اندازه‌گیری شد و از دو مدل رگرسیونی برای بررسی این ارتباط استفاده شد.

یافته‌ها نشان می‌دهند کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های در موقعیت کم سرمایه‌گذاری سبب افزایش تمایل آن‌ها به سرمایه‌گذاری و در نتیجه بهبود کارایی سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها می‌شود. سررسید بدهی کمتر نیز اثری مشابه بر کارایی سرمایه‌گذاری این دسته از شرکت‌ها دارد. بعلاوه، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کاهش کم سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های با سررسید بدهی کمتر قوی‌تر است.

واژه‌های کلیدی: کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری، کم سرمایه‌گذاری، بیش سرمایه‌گذاری.

۱- مربی گروه حسابداری، واحد سوسنگرد، دانشگاه آزاد اسلامی، سوسنگرد، ایران.

۲- استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، نویسنده اصلی و مسئول

مکاتبات. heskandar@ut.ac.ir

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاری در زمینه‌های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است تا علاوه بر توسعه سرمایه گذاری، افزایش کارایی سرمایه گذاری نیز از اهمیت فراوانی برخوردار باشد (ثقفی و همکاران، ۱۳۹۰).

اعتقاد بر این است که عدم تقارن اطلاعاتی به اصطکاک بازار و عدم کارایی سرمایه گذاری می‌افزاید. عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران ناشی از ارتباط نمایندگی است (کلارکسون و همکاران، ۱، ۲۰۰۷). از دیدگاه تئوری نمایندگی، ساز و کارهای کنترلی متنوعی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک اطلاعات وجود دارد، از جمله این سازوکارها؛ کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها می‌باشند که از لحاظ نظارتی و همچنین کاهش اعمال فرصت طلبانه مدیران، نقش موثری ایفا می‌کنند (باشمن و اسمیت، ۲، ۲۰۰۱؛ هیلی و پالیپو، ۳، ۲۰۰۱؛ هوپ و توماس، ۴، ۲۰۰۸). هدف اصلی این پژوهش ترکیب این دو ساز و کار و تجزیه و تحلیل اثرات آن‌ها بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

گزارشگری مالی سبب تسهیل تخصیص اثربخش سرمایه در اقتصاد یک کشور می‌شود. جنبه مهم این نقش در بهبود تصمیمات سرمایه گذاری نمود پیدا می‌کند. بطوری که شفافیت مالی تأثیر بالقوه‌ای در بهبود سرمایه گذاری دارد. شرکت‌ها با افزایش کیفیت گزارشگری مالی، می‌توانند عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهند (باشمن و اسمیت، ۲۰۰۱؛ هیلی و پالیپو، ۲۰۰۱). کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران را ترغیب می‌کند تا فرصت‌های سرمایه گذاری بهتری شناسایی کنند (بایدل و هیلاری، ۵، ۲۰۰۶؛ مک نیکولاس و ستوبین، ۶، ۲۰۰۸؛ بایدل و همکاران، ۷، ۲۰۰۹؛ چن و همکاران، ۸، ۲۰۱۱، وردی، ۹، ۲۰۰۶).

از دیگر مکانیسم‌های اثرگذار بر کارایی سرمایه گذاری که کمتر مورد بررسی قرار گرفته است، سررسید بدهی است. برخی (فلانیری، ۱۰، ۱۹۸۶؛ برگر و آدیل، ۱۱، ۱۹۹۸؛ اورتیز-مولینا و پیناس، ۱۲، ۲۰۰۸) معتقدند از دیدگاه وام گیرنده؛ سررسید بدهی کمتر نیز عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد، زیرا شرکت‌ها اخبار خوب را مخابره می‌کنند که بدنبال آن ممکن است در آینده گرفتن وام‌های با شرایط بهتر میسر شود، و از دیدگاه وام دهنده؛ بدهی با سررسید کمتر، قدرت کنترل و نظارت مدیران را بالا می‌برد (دایموند، ۱۳، ۱۹۹۱، ۱۹۹۳، مایرز، ۱۴، ۱۹۷۷؛ چیلدس و همکاران، ۱۵، ۲۰۰۵).

۲- پیشینه پژوهش

مطابق با تئوری نئوکلاسیک، شرکت‌ها برای پیشینه سازی ارزش خود، تا آنجا که درآمد نهایی با هزینه نهایی این سرمایه گذاری برابر شود، به سرمایه گذاری خود ادامه می‌دهند (بوشی کاوا ۱۶، ۱۹۸۰؛ هایاشی ۱۷، ۱۹۸۲؛ آبیبل ۱۸، ۱۹۸۳). گرچه، در چارچوب عقاید کینز و پیروانش^{۱۹} (گوردن ۲۰، ۱۹۹۲؛ کروتی ۲۱، ۱۹۹۲) انتظار می‌رود که میزان سرمایه گذاری از طریق الویت رشد یا امنیت مالی قابل تعیین باشد ولی در چارچوب نمایندگی مایرز (۱۹۷۷)؛ مسئله عدم تقارن اطلاعات مطرح می‌شود. مطابق با این تئوری شرکت‌ها ممکن است از سطوح سرمایه گذاری بهینه منحرف شده و دچار کم سرمایه گذاری (سرمایه گذاری کمتر از انتظار) یا بیش سرمایه گذاری (سرمایه گذاری بیش از انتظار) شوند. زمانی واحد تجاری در سرمایه گذاری کارا تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه گذاری کمتر از حد و همچنین انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه گذاری بیشتر از حد می‌باشد که هر دو حالت بیانگر عدم کارایی سرمایه گذاری است.

در بازارهای مالی کامل، تمام طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت باید تأمین مالی شده و به اجرا در آیند. با این حال، بخش قابل ملاحظه‌ای از ادبیات وجود دارد که این فرض را رد می‌کند (برای مثال، هابارد ۲۳، ۱۹۹۸؛ بیتراند و مالیانائث ۲۴، ۲۰۰۳). کاتیلاس گوماریز و سانچز بالیستا (۲۰۱۴) معتقدند، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی از جمله نقص‌های بازار به حساب می‌آیند که می‌توانند در اجرای طرح‌های با خالص ارزش فعلی منفی (بیش سرمایه گذاری) و عدم اجرای طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت (کم سرمایه گذاری) نقش بسزایی ایفا کنند. مطابق با تئوری نمایندگی، وجود عدم تقارن اطلاعات بین ذینفعان می‌تواند بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری را توضیح دهد. جنسن و مک لینگ ۲۵ (۱۹۷۶)، مایرز (۱۹۷۷) و مجلوف ۲۶ (۱۹۸۴) نقش اطلاعات نامتقارن را در کارایی سرمایه گذاری از طریق خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب توصیف کردند. خطر اخلاقی به معنی تضاد منافع بین سهامداران و فقدان نظارتی است که در آن مدیران در پی پیشینه سازی منافع شخصی خود بوده و این امر از طریق سرمایه گذاری‌هایی که ممکن است برای سهامداران خوشایند نباشد، تجلی پیدا می‌کند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶)، در نتیجه، امپراطوری مدیریتی ایجاد شده به بیش سرمایه گذاری منجر می‌شود (هوپ و توماس ۲۷، ۲۰۰۸). در انتخاب نامطلوب، در صورتی که مدیران اوراق بهادار را بیش از قیمت مورد انتظار بفروشند و به وجوه نقد اضافی دست یابند، ممکن است دست به بیش سرمایه گذاری بزنند. در صورتی که تأمین کنندگان سرمایه، اقدام به سهمیه بندی سرمایه و یا افزایش

هزینه سرمایه کنند، می‌توان از رخدادهای اینگونه موارد جلوگیری کرد که این امر باعث می‌شود طرح‌های سودآور بدلیل محدودیت مالی، رد شوند، پیامد این امر منجر به کم سرمایه گذاری خواهد شد (ستیگلیتز، ویس ۲۸، ۱۹۸۱؛ لامبرت و همکاران ۲۹، ۲۰۰۷؛ بایدل و همکاران، ۲۰۰۹).

اخیراً محققان نقش کیفیت گزارشگری مالی در کارایی سرمایه گذاری مورد توجه قرار داده‌اند. هر چه کیفیت گزارشگری مالی بالاتر باشد، مدیر بیشتر پاسخگو بوده و تحت نظارت بهتر خواهد بود و ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی و به دنبال آن گزینش نامناسب و مخاطرات اخلاقی کاهش یابد و این موضوع می‌تواند مشکلات مربوط به سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد را کاهش دهد. گزارشگری مالی از طریق چندین مکانیزم می‌تواند این نقش را بازی کند (بایدل و هیلاری، ۲۰۰۶، لی و وانگ ۳۰، ۲۰۱۰). نخست، اطلاعات حسابداری با کیفیت، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران را کاهش داده و نقدشوندگی بازار سرمایه را افزایش دهد. در نتیجه از این طریق، هزینه‌های تأمین مالی ناشی از انتخاب نادرست کاهش داده شده و فرآیند تأمین مالی و قبول پروژه‌های سرمایه گذاری با بازده بالا تسهیل شوند. بنابراین، افزایش کیفیت گزارشگری مالی منجر به کاهش هزینه‌های تأمین مالی شده و به صورت مستقیم کارایی سرمایه گذاری را افزایش می‌دهد. دوم، اطلاعات حسابداری نه تنها به صورت مستقیم در قراردادهای پاداش مدیران مورد استفاده قرار می‌گیرد، بلکه یک منبع اطلاعاتی مهم بوده که توسط ذینفعان برای نظارت بر مدیران مورد استفاده قرار می‌گیرد تا مسائل نمایندگی بین آن‌ها و مدیران محدود شود. سوم، در بین منابع اطلاعاتی نامتجانس شرکت‌ها، اطلاعات حسابداری می‌تواند یک نقش نظارتی در بازار سهام داشته باشد تا از این طریق مسائل نمایندگی بین ذینفعان و مدیران کاهش، ظرفیت نظارتی ذینفعان افزایش، انتخاب پروژه‌ها بهبود و هزینه‌های تأمین مالی کاهش یابند که در نهایت این منجر به کارایی سرمایه گذاری می‌شود.

از طرف دیگر، با توجه به نقشی که سررسید بدهی‌ها در محیط‌های دارای اطلاعات نامتقارن بازی می‌کند، استفاده از بدهی‌های کوتاه مدت نیز دارای ساز و کاری است که می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. طبق تئوری علامت دهی، از دیدگاه قرض گیرنده پیش بینی می‌شود که تحت شرایط اطلاعات نامتقارن، شرکت‌هایی که پروژه‌های خوبی دارند از بدهی‌هایی با سررسید کوتاه مدت استفاده کنند و بدین وسیله علایمی را به بازار منتقل کنند تا مشکلات مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند. مولینا و پناس (۲۰۰۸) بیان می‌کنند که کوتاه بودن سررسید بدهی‌ها اجازه کنترل‌های بهتر را برای مدیر فراهم می‌کند زیرا سررسید کوتاه تر، انگیزه مذاکرات مجدد برای تمدید بدهی را افزایش داده و قرض دهندگان هم قرارداد بسته تر و دقیق تری را با قرض گیرنده منعقد کرده و آن‌ها می‌توانند با مشخص شدن عملکرد شرکت در

طی اولین دوره، برای تصمیم‌گیری در خصوص تمدید قرارداد یا تغییر در شرایط قرارداد اقدام کنند. به دلیل تمدید بدهی‌های کوتاه مدت و جایگزین نمودن آن با یک بدهی کوتاه مدت دیگر، وام‌دهندگان می‌توانند نظارت بیشتری بر وام‌گیرندگان داشته و تضاد نمایندگی بین اعتباردهندگان و وام‌گیرندگان را کاهش دهند. بنابراین، انتظار می‌رود استفاده بیشتر از بدهی‌های کوتاه مدت منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و گزینش نامناسب گردد و از این رو کارایی سرمایه‌گذاری افزایش یابد. سررسید بدهی‌ها می‌تواند برای کاهش مشکلات مربوط به سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد مورد استفاده قرار گیرد.

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 می‌توانند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری گردند. بر این اساس، در این پژوهش به بررسی تأثیر آن‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. همچنین اثرات تعاملی این دو مکانیسم بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار می‌گیرد و بررسی می‌گردد که با کاهش سررسید بدهی، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تقویت می‌شود یا تضعیف می‌گردد. تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند در صورت حضور بدهی‌های کوتاه مدت محدود شود؛ زیرا، اعتباردهندگان کوتاه مدت می‌توانند نقش نظارتی داشته باشند تا از این طریق سرمایه‌گذاری بیش از حد توسط مدیران کاهش یابد و همچنین بدهی‌های کوتاه مدت ممکن است برای مدیران جهت قبول سرمایه‌گذاری مثبت در وضعیت‌های سرمایه‌گذاری کمتر از حد، سودمند باشند. از این رو، انتظار می‌رود تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که استفاده کمتری از بدهی‌های کوتاه مدت (سررسید بالا) دارند، قویتر باشد (گوماریز و بالیستا، ۲۰۱۴).

مطالعات اخیر که تأثیر کیفیت گزارشگری مالی را بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار داده‌اند، به شرح زیر می‌باشند:

نتایج تحقیق چنگ و همکاران ۳۱ (۲۰۱۳) نشان داد 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. چن و لین^{۳۲} (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای دریافتند که بین خوش بینی مدیریت و کاهش کم سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت وجود دارد. بدین معنا که با افزایش خوش بینی مدیریت، کم سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد. لیکن شواهدی از بهبود بیش سرمایه‌گذاری از طریق خوش بینی مدیریت نیافتند.

بایدل و همکاران (۲۰۰۹) برای شرکت‌های آمریکایی و چن و همکاران (۲۰۱۱) برای شرکت‌های خصوصی در بازارهای نوظهور نشان داد که گزارشگری مالی با کیفیت بالا به شرکت‌های کم سرمایه گذار کمک می‌کند سرمایه گذاری بیشتری انجام داده و شرکت‌های بیش سرمایه گذار را مجبور به کاهش سطح سرمایه گذاری کند. گارسیا ترول و همکاران ۳۳ (۲۰۱۰) نشان دادند که محافظه کاری هم بیش سرمایه گذاری و هم کم سرمایه گذاری را کاهش می‌دهد به دلیل اینکه محافظه کاری، حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری در شرکت‌های بیش سرمایه گذار کاهش داده و دسترسی به منابع تأمین مالی برون سازمانی در شرکت‌های کم سرمایه گذار، را تسهیل می‌کند. یانگ و جیانگ ۳۴ (۲۰۰۸) دریافتند که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری منجر به کاهش بیش سرمایه گذاری می‌گردد. بایدل و هیلاری (۲۰۰۶) نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه گذاری را کاهش می‌دهد. نیکولاس و ستیوبن (۲۰۰۸) نیز نشان دادند که مدیریت سود منجر به بیش سرمایه گذاری می‌گردد. وردی (۲۰۰۶) دریافت که بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه گذاری بیشتر از حد و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه منفی وجود دارد.

در ایران، ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری بیشتر باشد مشکل بیش سرمایه گذاری کمتر می‌شود. محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) در پژوهشی بررسی رابطه بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری، جهت آگاه ساختن مدیران، سرمایه گذاران و نهادهای حرفه ای حسابداری، نسبت به مطلوبیت محافظه کاری حسابداری به عنوان یک ویژگی کیفی اطلاعات حسابداری است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین محافظه کاری حسابداری و سرمایه گذاری آتی، در سطح شرکت‌ها و در سطح ۷ گروه از صنایع، ارتباط معنی دار وجود دارد. خدایی و یحیایی (۱۳۸۹) دریافتند که یک رابطه منفی بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم کارایی سرمایه گذاری وجود دارد. نتایج نشان داد بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه منفی و معنادار وجود دارد در حالی که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه گذاری بیش از حد رابطه منفی غیر معنادار مشاهده گردید. ثقفی و عرب مازار یزدی (۱۳۸۹) هیچ گونه ارتباط معناداری بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری نیافتند. مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) نشان دادند که سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد و کیفیت بالاتر گزارشگری مالی منجر به بهبود کارایی سرمایه گذاری می‌شود. گودرزی و بابازاده شیروان (۱۳۹۴) نشان دادند که بین کیفیت صورت‌های مالی با کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنا داری وجود دارد.

در این تحقیق مشابه با مطالعه کاتیلان گوماریز و سانچز بالیستا (۲۰۱۴)، ابتدا شرکت‌های نمونه بر حسب نوع انحراف از کارایی سرمایه گذاری به دو دسته شرکت‌های در موقعیت بیش سرمایه گذاری و شرکت‌های در موقعیت کم سرمایه گذاری تقسیم شده و سپس فرضیات زیر برای آن‌ها بررسی می‌شوند:

فرضیه اول: شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری مالی بالایی دارند مسئله بیش سرمایه گذاری را کاهش می‌دهند.

فرضیه دوم: شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری مالی بالایی دارند مسئله کم سرمایه گذاری را کاهش می‌دهند.

ادبیات بر نقش قابل ملاحظه سررسید بدهی در عدم تقارن اطلاعات نیز تاکید کرد و نشان می‌دهد که بکارگیری بدهی کوتاه مدت، سازو کاری است که عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی بین سهامداران، بستانکاران و مدیران را کاهش می‌دهد. از دیدگاه وام گیرنده، فلانیری (۱۹۸۶) معتقد است؛ تحت عدم تقارن اطلاعات، معمولاً شرکت‌هایی که دارای طرح‌های خوب هستند، سررسید بدهی کوتاه مدت را به منظور مخابره اخبار خوب به بازار، انتخاب کرده و با این شیوه عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهند. از دیدگاه وام دهنده؛ دایموند، ۱۹۹۱، ۱۹۹۳؛ راجان ۳۵، ۱۹۹۲ معتقدند در شرایط عدم تقارن اطلاعات به منظور نظارت بیشتر بر شرکت، بکارگیری بدهی با سررسید کوتاه مدت، بهتر از بدهی بلندمدت می‌باشد. سررسید بدهی کوتاه مدت باعث می‌شود کنترل بهتری بر مدیران اعمال شود، زیرا سررسید کوتاه مدت مذاکرات بیشتری درباره شرایط وام فراهم می‌کند، بدین ترتیب؛ وام دهندگانی که قرارداد غیر قابل انعطاف با وام گیرنده دارند، این فرصت را پیدا می‌کنند که عملکرد شرکت را در طول دوره اول رصد کنند و سپس درباره تجدید یا تغییر مفاد قرار داد مذاکره نمایند (اورتیز- مولینا و پیناس، ۲۰۰۸).

دی میلو و مارندا (۲۰۱۰)۳۶ تاکید می‌کنند که بدهی، بیش سرمایه گذاری را کاهش می‌دهد. چیلدس و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که انعطاف پذیری بدهی کوتاه مدت، گردش بیشتری داشته و مطابق با انحرافات حاصل از راهبرد بیشینه سازی ارزش شرکت می‌تواند مسائل نمایندگی بین سهامداران و بستانکاران را کاهش داده و هر دو بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری را کاهش دهد. مایرز (۱۹۷۷) نشان داد، زمانی که پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت وجود داشته باشند، شرکت‌ها آن‌ها را با بدهی کوتاه مدت تأمین مالی کرده و مسئله کم سرمایه گذاری را کاهش می‌دهند، زیرا بدهی در کوتاه مدت تسویه خواهد شد و سودآوری به نفع کل شرکت تمام می‌شود. علاوه بر این، وام دهندگان می‌توانند بر وام گیرندگان نظارت کنند، بدین ترتیب، این عمل مسائل نمایندگی بین بستانکاران و وام گیرندگان که ناشی از فرصت‌های سرمایه گذاری می‌باشد، را

کاهش می‌دهد (بارکلای و اسمیت ۳۷، ۱۹۹۹؛ گایدس و اوپلر ۳۸، ۱۹۹۶؛ پارینو و ویسباچ ۳۹، ۱۹۹۹ و لای ۴۰، ۲۰۱۱).

در ایران، حاجی‌ها و اخلاقی (۱۳۹۱) نشان دادند که استفاده از بدهی کوتاه مدت مکانیسمی است که منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و مشکل سرمایه گذاری کمتر از واقع را کاهش می‌دهد. گودرزی و بابازاده شیروان (۱۳۹۴) نشان دادند که بین کیفیت سررسید بدهی‌ها با کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنا داری وجود دارد. در این تحقیق مشابه با مطالعه کاتیللاس گوماریز و سانچز بالیستا (۲۰۱۴)، اثر سررسید بدهی به طور جداگانه در موقعیت‌های مختلف عدم کارایی سرمایه گذاری (بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری) بررسی می‌شود:

فرضیه سوم: شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت (سررسید کمتر) بیشتری بکار می‌گیرند، مسئله بیش سرمایه گذاری را کاهش خواهند داد.

فرضیه چهارم: شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت (سررسید کمتر) بیشتری بکار می‌گیرند، مسئله کم سرمایه گذاری را کاهش خواهند داد.

در رابطه با اثر متقابل کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری، همه مطالعات گذشته با در نظر گیری عدد عدم کارایی سرمایه گذاری شرکت‌ها به طور مطلق به نتایج زیر دست یافتند:

چن و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند که تاثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری باید برای شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری بهینه و سررسید کمتری دارند، در سطح بالایی باشد. بیتی و همکاران ۴۱ (۲۰۰۷) نشان دادند که اگرچه وام دهندگان برون سازمانی با انعقاد قراردادهای محدود کننده و دستیابی به اطلاعات اختصاصی، اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری را کاهش می‌دهند، ولی اصولاً محدودیت در سرمایه گذاری، کارایی سرمایه گذاری را افزایش و تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کارایی سرمایه گذاری را کاهش می‌دهد.

در ایران نیز مرادی جز و محسنی نامقی (۱۳۹۴) نشان دادند که شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری مالی بالاتری دارند از کارایی سرمایه‌گذاری بالاتری نیز برخوردارند. همچنین ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. بررسی تأثیر متقابل کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری، نشان داد که ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که استفاده کمتری از بدهی‌های کوتاه‌مدت دارند قوی‌تر است. مشایخی و محمد پور (۱۳۹۳) کیفیت گزارشگری مالی (به‌ویژه با استفاده از مدل کاسزینک) و سررسید بدهی کوتاه‌تر، کارایی

سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند. همچنین، شرکت‌هایی که استفاده بیشتری (کمتر) از بدهی کوتاه‌مدت می‌کنند، شاهد تأثیر کمتر (بیشتر) کیفیت گزارشگری مالی (با استفاده از مدل کاسزینک) بر کارایی سرمایه‌گذاری خواهند بود.

هاشمی، صمدی و هادیان (۱۳۹۳) نشان دادند اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که سررسید بدهی کوتاه‌تری دارند، ضعیف‌تر است. به بیان دیگر تأثیر مثبتی که گزارشگری مالی با کیفیت و کوتاه بودن سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند، تا حدودی جایگزین یکدیگر هستند.

تنها مطالعه‌ای که عدم کارایی سرمایه‌گذاری را به دو نوع انحراف (بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری) تقسیم نموده و اثر دو عامل کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی را برای این دو نوع کارایی به طور جداگانه آزمود مطالعه کاتیلاناس گوماریز و سانچز بالیستا (۲۰۱۴) است. آن‌ها نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی مسائل بیش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، اما سررسید بدهی کمتر، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد و هر دو مسئله بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابند. سایر نتایج آنان نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی هر دو ساز و کارهای جانشین برای افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشند: شرکت‌های با بدهی کوتاه مدت (بیشتر) تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بیشتری (کمتری) بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند. به عبارتی، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، با وجود سررسید بدهی کوتاه مدت کاهش می‌یابد، زیرا از طریق بدهی کوتاه مدت، بستانکاران می‌توانند نقش نظارتی خود را بر مدیران جهت کاهش بیش سرمایه‌گذاری اعمال نمایند و این بدهی کوتاه مدت نیز می‌تواند برای مدیرانی که سرمایه‌گذاری‌های مثبت را در شرایط بیش سرمایه‌گذاری اجرا می‌کنند، مفید واقع شود. بنابراین، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری، در شرکت‌هایی که سررسید بدهی کوتاه مدت دارند، کمتر خواهد بود زیرا اطلاعات ارائه شده از طریق کیفیت گزارشگری مالی با دسترسی بیشتر به اطلاعات فراهم شده از طریق سررسید کوتاه مدت جانشین هم می‌باشند. در مقابل، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های با بدهی کوتاه مدت، بیشتر است زمانی که تأثیرات سودمند اطلاعات خصوصی و عمومی بر کارایی سرمایه‌گذاری مکمل یکدیگر باشند.

با توجه به اینکه اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به مدت زمان سررسید بدهی می‌تواند قوی یا ضعیف باشد، دو فرضیه جایگزین مطرح می‌شود (گوماریز و سانچز بالیستا، ۲۰۱۴): سررسید بدهی کوتاه مدت و کیفیت گزارشگری مالی جایگزین هم می‌باشند و

سررسید بدهی کوتاه مدت و کیفیت گزارشگری مالی مکمل هم می‌باشند، که برای بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری به شرح زیر ارائه شده‌اند:

فرضیه پنجم: در کم سرمایه گذاری، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری برای شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت کمتری (سررسید بیشتر) بکار می‌گیرند، قویتر است.

فرضیه ششم: در بیش سرمایه گذاری، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری برای شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت کمتری (سررسید بیشتر) بکار می‌گیرند، قویتر است.

فرضیه هفتم: در بیش سرمایه گذاری، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری برای شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت بیشتری (سررسید کمتر) بکار می‌گیرند، قویتر است.

فرضیه هشتم: در کم سرمایه گذاری، رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری برای شرکت‌هایی که بدهی کوتاه مدت بیشتری (سررسید کمتر) بکار می‌گیرند، قویتر است.

۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر توصیفی و از نوع همبستگی است. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ است. از این جامعه شرکت‌ها، یک نمونه با توجه به شرایط و معیارهای زیر انتخاب شده است:

- (۱) تا پایان اسفندماه ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - (۲) شرکت نبایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشد.
 - (۳) اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش طی دوره زمانی در دسترس باشد.
 - (۴) جزء شرکت‌های سرمایه گذاری و مالی نباشد.
- در این پژوهش، به منظور آزمون معنی داری رگرسیون از آماره F فیشر، برای آزمون معنی داری ضرایب رگرسیون از آزمون t ، برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون نسبت درست‌نمایی، برای بررسی خود همبستگی از آزمون وولدیچ و برای بررسی عدم وجود هم خطی در بین متغیرهای توضیحی از آزمون VIF استفاده می‌شود. آزمون F لیمر برای تعیین تلفیقی یا تابلویی بودن و آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی استفاده می‌گردد.
- مطابق با کاتیلزاس گوماریز و سانچز بالیستا (۲۰۱۴)، در این پژوهش نیز جهت بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری از دو مدل ۱ و ۲ استفاده شده است:

$$InvEff_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRQ + \beta_2 STDebt_{it} + \beta_3 LnSales_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Loss_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در مدل ۱:

InvEff: کارایی سرمایه‌گذاری.

FRQ: کیفیت گزارشگری مالی.

STDebt: سررسید بدهی.

LnSales = اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی فروش).

Tang: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها.

Loss: متغیر باینری، در صورتی که سود قبل از ارقام غیر مترقبه عدد منفی باشد به آن نمره یک و در غیر اینصورت نمره صفر می‌دهیم.

باقیمانده‌های حاصل از مدل رگرسیونی فوق، انحرافات سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار را نشان می‌دهند، بدین ترتیب این باقیمانده‌ها برای اندازه‌گیری ناکارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شوند. باقیمانده مثبت بدان معناست که سرمایه‌گذاری شرکت بالاتر از مبلغ مورد انتظار است (بیش سرمایه‌گذاری)، در مقابل، باقیمانده منفی بر سرمایه‌گذاری شرکت کمتر از مبلغ مورد انتظار دلالت دارد (کم سرمایه‌گذاری). متغیر وابسته ارزش خالص باقیمانده‌های ضرب شده در عدد ۱- خواهد بود، بنابراین یک ارزش بالا به معنی کارایی بالا است (کارایی سرمایه‌گذاری).

$$InvEff_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRQ + \beta_2 STDebt_{it} + \beta_3 FRQ_{it} * DumSTDebt_{it} + \beta_4 LnSales_{it} + \beta_5 Tang_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در مدل ۲، $FRQ * DumSTDebt$ نشانگر اثرات متقابل کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی می‌باشد. β_1 نشانگر تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکتی است که سطح بدهی کوتاه مدت آن، کمتر از میانه و مجموع ضرایب اثرات اصلی و متقابل باشد، $\beta_3 + \beta_1$ نشانگر تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی است که سطح بدهی کوتاه مدت آن‌ها، بیشتر از میانه باشد. بنابراین، اگر تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های با سررسید بدهی کمتر (نسبت بالای بدهی کوتاه مدت) قوی‌تر باشد، β_3 مثبت و معنادار خواهد بود، در حالیکه اگر تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی

سرمایه گذاری برای شرکت های با سررسید بدهی کوتاه مدت، کمتر باشد، β_3 منفی و معنادار خواهد بود.

در این پژوهش برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری از مدل بایدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شد. مطابق با بایدل و همکاران (۲۰۰۹) سطح مورد انتظار سرمایه گذاری برای شرکت i برای سال t از طریق مدل ۳ برآورد شده است:

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

در مدل ۳:

$Investment$: سرمایه گذاری (خالص افزایش در کل دارایی های ثابت شرکت).
 $SalesGrowth$: رشد فروش شرکت.

هر گونه انحراف از این مدل، ناکارایی سرمایه گذاری را نشان می دهد. در نتیجه باقیمانده های این مدل نشان دهنده ناکارایی سرمایه گذاری هستند.

در این پژوهش مطابق با کاتیلان گوماریز و سانچز بالیستا (۲۰۱۴) از سه شاخص برای سنجش کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده است:

شاخص اول. مک نیکول و ستیوبین (۲۰۰۸) درآمد اختیاری را به عنوان شاخص مدیریت سود در نظر گرفته شده است که به شرح مدل ۴ است:

$$\Delta AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

در مدل ۴:

ΔAR : تغییر در حساب های دریافتنی.

$\Delta Sales$: تغییر سالانه در درآمد فروش.

باقیمانده های مدل مذکور به معنی درآمد اختیاری است و تغییر در حساب های دریافتنی را نشان می دهد که توسط رشد فروش توضیح داده نشده است. شاخص نخست برای کیفیت گزارشگری مالی، ارزش خالص باقیمانده های ضرب شده در -1 می باشد. بنابراین، ارزش بیشتر نشان دهنده کیفیت گزارشگری مالی بیشتر است، $(FRQ - MNST_{it} = -|\varepsilon_{it}|)$.

شاخص دوم. مطابق با مدل کازنیک (۱۹۹۹) که مبتنی بر مدل جونز (۱۹۹۱) است، اقلام تعهدی به شرح رابطه ۵ اندازه گیری می شوند:

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{it} + \beta_2 PPE_{it} + CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

در مدل ۵:

TA: کل ارقام تعهدی (تغییر در دارایی‌های جاری غیر نقدی منهای تغییر در بدهی‌های جاری به اضافه تغییر در بدهی‌های بانکی کوتاه مدت منهای استهلاک).

PPE: اموال، ماشین آلات و تجهیزات.

CFO: جریان‌های نقدی عملیاتی.

در این شاخص، کیفیت گزارشگری مالی، خالص ارزش باقیمانده‌های ضرب شده در ۱- می‌باشد، بنابراین سطح بالا نشانگر کیفیت گزارشگری مالی بالا می‌باشد، $(FRQ - KASZ_{it} = -|\varepsilon_{it}|)$.

شاخص سوم. این شاخص، مبتنی بر مدل کیفیت ارقام تعهدی ارائه شده توسط دیچو و دای چو (۲۰۰۲) می‌باشد که به شرح رابطه ۶ اندازه گیری می‌شود:

$$WCA_{it} = \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 CFO_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

WCA: ارقام تعهدی سرمایه در گردش (تغییر در دارایی‌های جاری غیر نقدی منهای تغییر در بدهی‌های جاری به اضافه تغییر در بدهی بانکی کوتاه مدت).

باقیمانده‌های این مدل انحراف ارقام سرمایه در گردش غیر منتظره را از طریق جریان نقدی سال جاری و دوره‌های قبلی و بعدی، منعکس می‌کنند. در این شاخص، کیفیت گزارشگری مالی، خالص ارزش باقیمانده‌های ضرب شده در ۱- خواهد بود. بنابراین، ارزش بیشتر نشانگر کیفیت گزارشگری مالی بیشتر می‌باشد $(FRQ - DD_{it} = -|\varepsilon_{it}|)$.

تمامی متغیرهای مدل‌های فوق بر اساس کل دارایی‌ها اول دوره همگن شده‌اند.

۴- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به تفکیک شرکت‌های در موقعیت کم سرمایه گذاری و بیش سرمایه گذاری به شرح جدول ۱ است. جدول زیر نشان می‌دهد میانگین کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های بیش سرمایه گذار بالاتر از کیفیت گزارشگری در شرکت‌های کم سرمایه گذار است. همچنین سررسید بدهی‌ها در این شرکت‌ها بلندتر است یعنی بخش اعظمی از بدهی‌هایشان را وام‌های بلندمدت تشکیل می‌دهند. به عبارت دیگر یکی از منابع تأمین سرمایه گذاری بیش از حدشان از محل وام‌های طولانی مدت است. در شرکت‌هایی که در موقعیت بیش سرمایه گذاری قرار دارند، نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها دارای میانگین بالاتری است. تغییرات فروش و حساب‌های دریافتی در شرکت‌های بیش سرمایه گذار بیشتر است. همچنین سرمایه در گردش،

اقدام تعهدی و جریان نقد عملیاتی این شرکت‌ها بیشتر از شرکت‌هایی است که در موقعیت کم سرمایه گذاری قرار دارند.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرکت‌های در موقعیت بیش سرمایه گذاری				شرکت‌های در موقعیت کم سرمایه گذاری				متغیر
انحراف معیار	میانگین	ماکسیمم	مینیمم	انحراف معیار	میانگین	ماکسیمم	مینیمم	
۰/۱۹	۰/۱۳	۰/۹۷	۰/۰۸	۰/۱۸	۰/۱۲	۰/۹۹	۰/۰۰	STDebt
۰/۳۶	-۱/۹۱	-۰/۰۲	-۲/۳۷	۰/۴۱	-۰/۱۷	-۰/۰۰	-۲/۵۹	FRQ-MNST
۰/۵۶	-۰/۷۶	-۰/۰۱	-۲/۵۶	۰/۶۰	-۰/۸۴	-۰/۰۰	-۲/۹۳	FRQ-KASZ
۰/۵۱	-۰/۱۲	-۰/۰۲	-۴/۹۹	۰/۱۹	-۰/۰۸	-۰/۰۱	-۳/۰۷	FRQ-DD
۱/۶۷	۱۳/۲۶	۱۷/۶۸	۸/۴۶	۱/۶۵	۱۳/۱۵	۱۷/۶۹	۸/۱۲	Ln Sale
۰/۲۷	۰/۴۸	۰/۹۹	۰/۰۷	۰/۱۵	۰/۰۸	۰/۸۰	۰/۱۰	Tang
۰/۳۱	۰/۱۱	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۶	۰/۱۵	۱/۰۰	۰/۰۰	Loss
۲/۶۰	۱/۴۹	۱۰/۴۴	-۰/۲۸	۰/۹۸	-۰/۶۵	۰/۲۹	-۶/۳۸	InvEff
۰/۵۰	۰/۲۰	۴/۶۵	-۱/۰۰	۰/۳۴	۰/۱۶	۳/۱۶	-۰/۷۹	Δ AR
۱/۲۳	۱/۶۰	۷/۴۹	-۷/۰۱	۲/۶۶	۱/۱۰	۴/۹۷	-۸/۱۸۵	Δ Sales
۱۲/۰۶	۱۱/۰۷	۱۷/۱۰	-۱۰/۳۵	۸/۰۴	۰/۷۳	۱۰/۱۹	-۳۱/۷۰	CFO
۹/۱۴	۱/۰۰	۱۰۹/۶۰	-۱۸/۶۵	۷/۳۸	۰/۰۹	۱۰۷/۷۵	-۸۵/۸۰	TA
۸/۶۹	-۰/۵۹	۵/۵۶	-۳۱/۱۱۳	۲۶/۰۳	-۱/۴۵	۶۷/۶۳	-۹۹/۳۸۷	WCA

منبع: یافته‌های پژوهشگر

داده‌های این پژوهش به صورت ترکیبی می‌باشد. در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص شود. با توجه به نتایج به دست آمده از نرم افزار استتا که در جدول ۲ ارائه شده است، مقدار احتمال برای F لیمر عدد ۰/۶۳۷ می‌باشد که این مقدار بیانگر تأیید فرضیه صفر (کارایی روش تلفیقی) بوده و حکایت از آن دارد که برای تخمین مدل پژوهش باید از روش داده‌های تلفیقی استفاده شود. با توجه به تلفیقی بودن مدل، نیازی به آزمون هاسمن نمی‌باشد. علاوه بر این، نتایج آزمون نسبت درستی نمایی نشان می‌دهد که مقدار احتمال آن بیش از سطح خطای ۵ درصد بوده و این مقدار حکایت از آن دارد که اجزای باقی مانده رگرسیون دارای واریانس همسان می‌باشند. مقدار احتمال آزمون وولدریج حکایت از آن دارد که

بین اجزای خطا مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. یکی دیگر از پیش فرض‌های رگرسیون عدم وجود هم خطی در بین متغیرهای توضیحی می‌باشد. بدین منظور، نتایج آزمون VIF در جدول ۳ ارائه گردیده است که حکایت از عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی دارد.

جدول ۲- نتایج آزمونهای مورد استفاده برای مدل تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
F لیمر	۰/۹۳	۰/۶۳۷	روش تلفیقی
نسبت درستنمایی	-۷۷۸/۴۰	۱	همسانی واریانس
وولدريج	۲۰/۱۰۹	۰/۰۶۲	خود همبستگی خطاها

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- نتایج آزمون ویف

متغیر	VIF	1/VIF
STDebt	۱/۶۶	۰/۶۰
FRQ-MNST	۲/۰۹	۰/۴۸
FRQ-KASZ	۴/۷۲	۰/۲۱
FRQ-DD	۳/۵۰	۰/۲۹
FRQ-MNST*Dum	۲/۰۱	۰/۵۰
FRQ-KASZ*Dum	۴/۷۲	۰/۲۱
FRQ-DD*Dum	۳/۴۸	۰/۲۹
Ln Sale	۷/۶۲	۰/۱۳
Tang	۱/۰۳	۰/۹۸
Loss	۱/۲۱	۰/۸۳
InvEff	۴/۷۵	۰/۲۱
Mean	۳/۱۶	۰/۳۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴ نتایج حاصل از آزمون مدل اول پژوهش را در صورت اندازه گیری کیفیت گزارشگری مالی بر اساس شاخص اول (مک نیکول و سٹیوبن، ۲۰۰۸) نشان می‌دهد.

جدول ۴- نتایج مدل ۱ با شاخص اول کیفیت گزارشگری مالی (مدل ۴)

شرکت‌های با موقعیت کم سرمایه گذاری			شرکت‌های با موقعیت بیش سرمایه گذاری			
متغیر	ضریب	آماره تی	معناداری	ضریب	آماره تی	معناداری
ضریب ثابت	-۲/۰۳	-۲/۷۰	۰/۰۰۷	-۲/۹۱	-۰/۸۹	۰/۳۷۸
STDebt	۰/۷۸	۲/۱۱	۰/۰۳۵*	۰/۵۶	۰/۲۳	۰/۸۱۹
FRQ-MNST	۰/۸۷	۲/۴۴	۰/۰۱۵*	۰/۵۸	۰/۲۶	۰/۷۹۷
Ln Sale	۰/۰۷	۱/۱۶	۰/۲۴۵	۰/۱۵	۰/۷۳	۰/۴۶۸
Tang	۰/۰۵	۴/۱۸	۰/۰۰۰*	۶/۱۹	۲/۸۷	۰/۰۰۵*
Loss	۰/۲۷	۱/۱۰	۰/۲۷۱	-۰/۸۳	-۰/۴۰	۰/۶۸۷
	$R^2=۰/۰۷$	$F=۶/۲۹$	معناداری=۰/۰۰۰	$R^2=۰/۰۳$	$F=۱/۹۰$	معناداری=۰/۰۹۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴ نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی اندازه‌گیری شده طبق شاخص اول تنها سبب کاراتر شدن سرمایه گذاری شرکت‌هایی می‌شود که در موقعیت کم سرمایه گذاری قرار دارند لیکن افزایش سرمایه گذاری شرکت‌های بیش سرمایه گذار جلوگیری نمی‌کند و ارتباط معناداری با کارایی سرمایه گذاری این شرکت‌ها ندارد. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌شود ولی فرضیه اول تأیید نمی‌شود. همچنین ارتباط مثبت معناداری بین سررسید بدهی و کاهش ناکارایی سرمایه گذاری شرکت‌های در موقعیت کم سرمایه گذاری یافت شد. سررسید بدهی کمتر سبب کاهش کم سرمایه گذاری می‌شود لیکن ارتباطی با بیش سرمایه گذاری ندارد. بدین ترتیب فرضیه چهارم تأیید می‌شود لیکن فرضیه سوم تأیید می‌شود. نسبت بیشتر دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت نیز سبب بهبود کارایی سرمایه گذاری برای هر دو دسته شرکت می‌شود و کم سرمایه گذاری و بیش سرمایه گذاری را کاهش می‌دهد و شرکت‌ها را به کارایی بیشتر سرمایه گذاری‌هایشان سوق می‌دهد.

جدول ۵ با بکارگیری شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی (مدل کازنیک، ۱۹۹۹) آزمون فرضیات طبق مدل اول را نشان می‌دهد.

جدول ۵- نتایج مدل ۱ با شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی (مدل ۵)

شرکت‌های با موقعیت بیش سرمایه گذاری			شرکت‌های با موقعیت کم سرمایه گذاری			
معناداری	آماره تی	ضریب	معناداری	آماره تی	ضریب	متغیر
۰/۳۴۹	-۰/۹۴	-۳/۰۷	۰/۰۰۲	-۳/۰۵	-۲/۳۱	ضریب ثابت
۰/۸۱۶	۰/۲۳	۰/۵۷	۰/۰۴۰*	۲/۰۶	۰/۷۶	STDebt
۰/۷۵۷	-۰/۳۱	-۰/۰۴	۰/۷۷۱	-۰/۲۹	-۰/۰۱	FRQ-KASZ
۰/۴۷۹	۰/۷۱	۰/۱۴	۰/۲۰۰	۱/۲۸	۰/۰۷	Ln Sale
۰/۰۰۵*	۲/۸۷	۶/۱۹	۰/۰۰۰*	۴/۱۴	۰/۰۵	Tang
۰/۶۴۶	-۰/۴۶	-۰/۹۴	۰/۴۴۰	۰/۷۷	۰/۱۹	Loss
F=۱/۹۱ معناداری=۰/۰۹۶	R ² =۰/۰۳		F=۵/۰۵ معناداری=۰/۰۰۰		R ² =۰/۰۵	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۵ نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی اندازه‌گیری شده با شاخص دوم، ارتباطی با کارایی سرمایه‌گذاری ندارد. در نتیجه با این شاخص، فرضیه اول و دوم تأیید نمی‌شود. در یک موقعیت کم سرمایه‌گذاری، سرسید بدهی ارتباط مثبت معناداری با کارایی دارد. بدین معنا که سرسید بدهی کمتر، کارایی سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار افزایش داده و آن‌ها را به سرمایه‌گذاری بیشتر و حذف کم سرمایه‌گذاری تشویق می‌کند. لیکن ارتباط معناداری بین سرسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری در یک موقعیت بیش سرمایه‌گذاری یافت نشد. در نتیجه فرضیه سوم تأیید شد ولی فرضیه چهارم تأیید شد. نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت ارتباط معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری دارد به گونه‌ای در یک موقعیت کم و بیش سرمایه‌گذاری، با افزایش این نسبت کارایی بیشتر می‌شود (کاهش کم و بیش سرمایه‌گذاری). جدول ۶ نتایج آزمون فرضیات را با بکارگیری شاخص سوم کیفیت گزارشگری مالی (دیچو و دای چیو، ۲۰۰۲) نشان می‌دهد.

جدول ۶- نتایج مدل ۱ با شاخص سوم کیفیت گزارشگری مالی (مدل ۶)

شرکت‌های با موقعیت بیش سرمایه گذاری			شرکت‌های با موقعیت کم سرمایه گذاری			
معناداری	آماره تی	ضریب	معناداری	آماره تی	ضریب	متغیر
۰/۳۸۲	-۰/۸۸	-۲/۸۶	۰/۰۰۵	-۲/۸۲	-۲/۱۲	ضریب ثابت
۰/۷۹۹	۰/۲۵	۰/۶۲	۰/۰۹۵*	۱/۶۷	۰/۶۳	STDebt
۰/۳۳۶	-۰/۹۷	-۰/۰۷	۰/۰۳۶*	۲/۱۰	۰/۰۴	FRQ-DD
۰/۵۵۲	۰/۶۰	۰/۱۲	۰/۲۰۲	۱/۲۸	۰/۰۷	Ln Sale
۰/۰۰۴*	۲/۹۲	۶/۲۹	۰/۰۰۰*	۴/۱۷	۰/۰۵	Tang
۰/۵۱۷	-۰/۶۵	-۱/۳۶	۰/۴۰۰	۰/۸۴	۰/۲۰	Loss
F=۲/۰۹ معناداری=۰/۰۷۰	R ² =۰/۰۴		F=۵/۹۷ معناداری=۰/۰۰۰		R ² =۰/۰۶	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۶ نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی اندازه‌گیری شده با شاخص سوم، تنها با کاهش کم سرمایه گذاری و بهبود آن ارتباط معنادار دارد. در نتیجه مشابه با شاخص اول، فرضیه دوم تأیید می‌شود ولی فرضیه اول تأیید نمی‌شود. همچنین، در یک موقعیت کم سرمایه گذاری، سررسید بدهی ارتباط مثبت معناداری با کارایی دارد. بدین معنا که سررسید بدهی کمتر، کارایی سرمایه گذاری را در شرکت‌های کم سرمایه گذار افزایش داده و آن‌ها را به سرمایه گذاری بیشتر و حذف کم سرمایه گذاری تشویق می‌کند. لیکن ارتباط معناداری بین سررسید بدهی و کارایی سرمایه گذاری در یک موقعیت بیش سرمایه گذاری یافت نشد. در نتیجه فرضیه سوم تأیید شد ولی فرضیه چهارم تأیید شد. نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت ارتباط معناداری با کارایی سرمایه گذاری دارد به گونه‌ای در یک موقعیت کم و بیش سرمایه گذاری، با افزایش این نسبت کارایی بیشتر می‌شود (کاهش کم و بیش سرمایه گذاری).

جدول ۷ نتایج آزمون مدل دوم پژوهش را با بکارگیری شاخص اول کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

جدول ۷- نتایج مدل ۲ با شاخص اول کیفیت گزارشگری مالی (مدل ۴)

شرکت‌های با موقعیت کم سرمایه گذاری			شرکت‌های با موقعیت بیش سرمایه گذاری			
متغیر	ضریب	آماره تی	معناداری	ضریب	آماره تی	معناداری
ضریب ثابت	-۲/۳۶	-۳/۱۷	۰/۰۰۲	-۲/۹۱	-۰/۸۳	۰/۴۱۱
STDebt	۱/۳۴	۳/۴۲	۰/۰۰۱*	۰/۵۵	۰/۱۹	۰/۸۴۷
FRQ-MNST	۰/۰۸	۰/۱۹	۰/۸۵۳	۰/۵۹	۰/۱۵	۰/۸۷۹
FRQ*DUMSTDebt	۲/۱۴	۳/۸۳	۰/۰۰۰*	-۰/۰۲	-۰/۰۱	۰/۹۹۶
Ln Sale	۰/۰۶	۱/۰۵	۰/۲۹۵	۰/۱۵	۰/۷۲	۰/۴۷۲
Tang	۰/۰۵	۳/۸۹	۰/۰۰۰*	۶/۱۹	۲/۸۵	۰/۰۰۵*
Loss	۰/۳۹	۱/۶۲	۰/۱۰۶	-۰/۸۳	-۰/۴۰	۰/۶۹۳
$R^2=۰/۰۹$		$F=۷/۸۶$ معناداری=۰/۰۰۰*		$R^2=۰/۰۲$		$F=۱/۵۸$ معناداری=۰/۱۵۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس جدول بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری با توجه به مدت سررسید بدهی تنها در موقعیت کم سرمایه گذاری ارتباط معنادار وجود دارد، بدین گونه که تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری برای شرکت‌های کم سرمایه گذار با سررسید بدهی کمتر (نسبت بالای بدهی کوتاه مدت) قوی تر می‌باشد. بدین ترتیب فرضیه هشتم تأیید و فرضیه پنجم تا هفتم تأیید نمی‌شود. نسبت دارایی‌های ثابت نیز اثر مثبت بر کارایی سرمایه گذاری در این شرکت‌ها دارد.

جدول ۸ نتایج آزمون مدل دوم پژوهش را با بکارگیری شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

جدول ۸- نتایج مدل ۲ با شاخص دوم کیفیت گزارشگری مالی (مدل ۵)

شرکت‌های با موقعیت کم سرمایه گذاری			شرکت‌های با موقعیت بیش سرمایه گذاری			
متغیر	ضریب	آماره تی	معناداری	ضریب	آماره تی	معناداری
ضریب ثابت	-۲/۳۲	-۳/۰۶	۰/۰۰۲	-۲/۹۱	-۰/۸۸	۰/۳۷۹
STDebt	۰/۸۰	۲/۱۲	۰/۰۳۴*	۰/۳۴	۰/۱۴	۰/۸۹۳
FRQ-KASZ	-۰/۰۲	-۰/۵۰	۰/۶۱۶	۰/۰۶	۰/۲۲	۰/۸۳۰
FRQ*DUMSTDebt	۰/۰۵	۰/۵۶	۰/۵۷۷	-۰/۱۳	-۰/۴۲	۰/۶۷۸
Ln Sale	۰/۰۷	۱/۳۰	۰/۲۰۹	۰/۱۵	۰/۷۲	۰/۴۷۱

شرکت‌های با موقعیت بیش سرمایه گذاری			شرکت‌های با موقعیت کم سرمایه گذاری			
معناداری	آماره تی	ضریب	معناداری	آماره تی	ضریب	متغیر
۰/۰۰۵*	۲/۸۸	۶/۲۶	۰/۰۰۰*	۴/۱۴	۰/۰۵	Tang
۰/۶۳۹	-۰/۴۷	-۰/۹۷	۰/۴۳۸	۰/۷۸	۰/۱۹	Loss
F=۱/۶۱ معناداری=۰/۱۴۸	R ² =۰/۱۳		F=۴/۲۳ معناداری=۰/۰۰۰	R ² =۰/۰۵		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس جدول بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری با توجه به مدت سررسید بدهی ارتباط معناداری وجود ندارد. نسبت دارایی‌های ثابت نیز اثر مثبت بر کاهش کم سرمایه گذاری دارد.

جدول ۹ نتایج آزمون مدل دوم پژوهش را با بکارگیری شاخص سوم کیفیت گزارشگری مالی نشان می‌دهد.

جدول ۹- نتایج مدل ۲ با شاخص سوم کیفیت گزارشگری مالی (مدل ۶)

شرکت‌های با موقعیت بیش سرمایه گذاری			شرکت‌های با موقعیت کم سرمایه گذاری			
معناداری	آماره تی	ضریب	معناداری	آماره تی	ضریب	متغیر
۰/۲۸۹	-۱/۰۷	-۳/۶۱	۰/۰۰۲	-۳/۱۷	-۲/۳۳	ضریب ثابت
۰/۶۱۲	۰/۵۱	۱/۳۱	۰/۰۰۵*	۲/۷۹	۱/۰۶	STDebt
۰/۳۷۵	-۰/۸۹	-۰/۸۰	۰/۵۶۶	۰/۵۷	۰/۰۱	FRQ-DD
۰/۴۱۵	۰/۸۲	۰/۷۴	۰/۰۰۰*	۴/۵۵	۰/۲۸	FRQ*DUMSTDebt
۰/۶۰۱	۰/۵۳	۰/۱۱	۰/۲۰۴	۱/۲۷	۰/۰۷	Ln Sale
۰/۰۰۴*	۲/۹۷	۶/۴۲	۰/۰۰۰*	۳/۹۹	۰/۰۵	Tang
۰/۵۴۵	-۰/۶۱	-۱/۲۷	۰/۶۳۱	۰/۴۸	۰/۱۱	Loss
F=۱/۸۵ معناداری=۰/۰۹۴	R ² =۰/۰۴		F=۸/۶۶ معناداری=۰/۰۰۰	R ² =۰/۱۱		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس جدول بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری با توجه به مدت سررسید بدهی تنها در موقعیت کم سرمایه گذاری ارتباط معنادار وجود دارد، بدین گونه که تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری برای شرکت‌های کم سرمایه گذار با سررسید بدهی کمتر

(نسبت بالای بدهی کوتاه مدت) قوی تر می‌باشد. در نتیجه فرضیه هشتم تأیید می‌شود. همچنین، نسبت دارایی‌های ثابت نیز اثر مثبت بر کارایی سرمایه گذاری در این شرکت‌ها دارد.

۵- بحث و نتیجه گیری

عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی از جمله نقص‌های بازار به حساب می‌آیند که می‌توانند در اجرای طرح‌های با خالص ارزش فعلی منفی (بیش سرمایه گذاری) و عدم اجرای طرح‌های با خالص ارزش فعلی مثبت (کم سرمایه گذاری) نقش بسزایی ایفا کنند. مطابق با تئوری نمایندگی، وجود عدم تقارن اطلاعات بین ذینفعان می‌تواند بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری را توضیح دهد. ساز و کارهای کنترلی متنوعی برای کاهش عدم تقارن اطلاعات و در نتیجه کارایی سرمایه گذاری وجود دارد، از جمله این سازوکارها؛ کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها می‌باشند که می‌توانند از لحاظ نظارتی و همچنین کاهش اعمال فرصت طلبانه مدیران، نقش موثری ایفا می‌کنند. در این پژوهش ارتباط متقابل این دو متغیر بر کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۸۸ تا ۹۳ بررسی شد. بدین منظور از سه شاخص برای اندازه گیری کیفیت گزارشگری مالی و دو مدل رگرسیونی استفاده شد. یافته‌ها حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی تنها با کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های کم سرمایه گذار ارتباط مثبت معنادار دارد. به عبارتی افزایش کیفیت گزارشگری مالی سبب تشویق این شرکت‌ها به سرمایه گذاری بیشتر و بهبود کم سرمایه گذاری و کارا تر شدن سرمایه گذاری‌هایشان می‌شود. سررسید کمتر بدهی نیز سبب کاهش کم سرمایه گذاری شده و کارایی سرمایه گذاری را در این شرکت‌ها افزایش می‌دهد. این یافته‌ها مطابق با نتایج بایدل و همکاران (۲۰۰۹)، چن و همکاران (۲۰۱۱) و گارسیا ترول و همکاران (۲۰۱۰) است. لیکن عدم ارتباط معنادار کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی با کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های بیش سرمایه گذار با نتایج تحقیق ایشان سازگار نیست.

همچنین یافته‌ها نشان داد که تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کاهش کم سرمایه گذاری برای شرکت‌های با سررسید بدهی کمتر قوی تر است. این یافته با نتایج چن و همکاران (۲۰۱۱) همخوانی دارد. به علاوه، با افزایش نسبت دارایی‌های ثابت، شرکت‌ها به سمت کارایی بیشتر سرمایه گذاری‌هایشان سوق داده می‌شوند.

فهرست منابع

- (۱) ثقفی، علی، قاسم بولو و محمد محمدیان، (۱۳۹۰)، "کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه گذاری بیش از حد. جریان نقد آزاد"، پیشرفتهای حسابداری، پیاپی ۶۱/۳، صص ۳۷-۶۳.
- (۲) ثقفی، علی، مصطفی عرب مازار یزدی، (۱۳۸۹)، "رابطه کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴ (۶)، صص ۱-۲۰.
- (۳) حاجی‌ها، زهره و حسنعلی اخلاقی، (۱۳۹۱)، "بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی شرکت: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۳۳، صص ۱۴۷-۱۶۷.
- (۴) خدائی‌وله زاقرد، محمد و منیره یحیایی، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مدیریت، سال سوم، شمار ۵، صص ۱-۱۵.
- (۵) کرمی، غلامرضا، محسن مرادی جز و داود محسنی نامقی، (۱۳۹۴)، "کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷ (۱)، صص ۹۳-۱۱۰.
- (۶) گودرزی، احمد و هانیه بابازاده شیروان، (۱۳۹۴)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها با کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، حسابداری مدیریت، ۸ (۲۷)، صص ۱۰۵-۱۱۷.
- (۷) محمودآبادی، حمید و زینب مهتری، (۱۳۹۰)، "رابطه بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفتهای حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، دوره ۳، شماره ۲ (پیاپی ۶۱/۳)، صص ۱۱۳-۱۴۰.
- (۸) مدرس، احمد و رضا حصارزاده، (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری"، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال اول، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۶.
- (۹) مشایخی، بیتا و فرشاد محمد پور، (۱۳۹۳)، "کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه گذاری"، راهبرد مدیریت مالی، ۲ (۷)، صص ۱-۱۴.
- (۱۰) هاشمی، سید عباس، سعید صمدی و ریحانه هادیان، (۱۳۹۳)، "اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱ (۴۴)، صص ۱۱۷-۱۴۳.

11) Abel, A, (1983), "Optimal Investment under Uncertainty", American Economic Review, Vol.73, PP. 228-233.

- 12) Beatty, Anne, Joseph Weber and J. Scott, (2007), "The Role of Accounting Quality in Reducing Investment Inefficiency in the Presence of Private Information and Direct Monitoring", Working paper, The Ohio State University.
- 13) Berger, A., Udell, G., (1998), "The Economics of Small Business Finance: the Roles of Private Equity and Debt Markets in Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance* 22, PP. 613-673.
- 14) Bertrand, M., Mullainathan, S., (2003), "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preference", *Journal of Political Economy*, Vol.111, PP. 1043-1075.
- 15) Biddle, G., Hilary, G., (2006), "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment", *The Accounting Review* 81, PP. 963- 982.
- 16) Biddle, G., Hilary, G., Verdi, R.S., (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investments Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.48, PP. 112-131.
- 17) Bushman, R.M., Smith, A.J., (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.32, PP. 237-333.
- 18) 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), PP. 1-18
- 19) Chen, F., Hope, O., Li, Q., Wang, X., (2011), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", *The Accounting Review* 86, PP. 1255-1288.
- 20) Chen, I.J. Lin, S.H. H., (2013), "Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation", *Multinational Finance Journal*, 17 (3/4), PP. 1-46.
- 21) Childs, P.D., Mauer, D.C., Ott, S.H., (2005), "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: the Effects of Agency Conflicts", *Journal of Financial Economics*, Vol.76, PP. 667-690.
- 22) Clarkson, G., Jacson, T. E., Batcheller, A.L., (2007), "Information Asymmetry and Information Sharing", *Government Information Quarterly*, 24(4), PP. 827-839.
- 23) Crooty, J.R., (1992), "Neoclassical and Keynesian Approaches to the Theory of Investment", *Journal of Post Keynesian Economic*, Vol.14, PP. 483-496.
- 24) Cutillas Gomariz, M.F., Sanchez Ballesta, J.P., (2014), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency", *Journal of Banking and Finance*, Vol.40, PP. 494-506.
- 25) D'Mello, R., Miranda, M., (2010), "Long-term Debt and Overinvestment Agency Problem", *Journal of Banking and Finance*, Vol.34, PP. 324-335.
- 26) Dechow, P., Dichev, I., (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review* 77, PP. 35-59.
- 27) Diamond, D.W., (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.106, PP. 709-737.
- 28) Diamond, D.W., (1993), "Seniority and Maturity of Debt Contracts", *Journal of Financial Economics*, Vol.33, PP. 341-368.
- 29) Flannery, M.J., (1986), "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice", *The Journal of Finance*, Vol.41, PP. 19-37.

- 30) Garcia-Teruel, P.J., Martinez-Solano, P., Sanchez-Ballesta, J.P., (2010), "Accruals Quality and Debt Maturity Structure", *Abacus* 46, PP. 188-210.
- 31) Gorden, M.J., (1992), "The Neoclassical and a Post Keynesian Theory of Investment", *Journal of Post Keynesian economics*, Vol.14, PP. 425-443.
- 32) Guedes, J., Opler, T., (1996), "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues", *The Journal of Finance*, Vol.51, PP. 1809-1833.
- 33) Hayashi, F., (1982), "Tobin's Marginal Q and Average Q: a Neoclassical Interpretation", *Econometrica*, Vol.50, PP. 213-224.
- 34) 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*, Vol.31, PP. 405-440.
- 35) Hope, O., Thomas, W.B., (2008), "Managerial Empire Building and Firm Disclosure", *Journal of Accounting Research*, Vol.46, PP. 591-626.
- 36) Hubbard, R.G., (1998), "Capital-market Imperfections and Investment", *Journal of Economic Literature*, Vol.36, PP. 193-225.
- 37) Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol.76, PP. 323-329.
- 38) Jensen, M., Meckling, W.H., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, PP. 305-360.
- 39) Jones, J., (1991), "Earnings Management during Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research* 29, PP. 193-228.
- 40) Kasznik, R., (1999), "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management", *Journal of Accounting Research*, Vol.37, PP. 57-81.
- 41) Lai, K.W., (2011), "The Cost of Debt When All-Equity Firms Raise Finance: the Role of Investment Opportunities, Audit Quality and Debt Maturity", *Journal of Banking and Finance*, Vol.35, PP. 1931-1940.
- 42) Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R., (2007), "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol.45, PP. 385-420.
- 43) Li, Q., Wang, T. (2010). Financial Reporting Quality and Corporate Investment Efficiency: Chinese Experience. *Nankai Business Review International*, 1(2), PP. 197-213.
- 44) McNichols, M., Stubben, S., (2008), "Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions?", *The Accounting Review*, Vol.86, PP. 1571-1603.
- 45) Myers, S.C., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, PP. 147-175.
- 46) Myers, S.C., Majluf, N.S., (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information those Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol.13, PP. 187-221.
- 47) Ortiz-Molina, H., Penas, M.F., (2008), "Lending to Small Businesses: the Role of the Loan Maturity in Addressing Information Problems", *Small Business Economics*, Vol.30, PP. 361-383.

- 48) Parrino, R., Weisbach, M.S., (1999), "Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder–Bondholder Conflicts", *Journal of Financial Economics*, Vol.53, PP. 3–42.
- 49) Rajan, R.G., (1992), "Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm's Length Debt", *The Journal of Finance*, Vol.47, PP. 1367–1400.
- 50) Stiglitz, J., Weiss, A., (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol.71, PP. 393–410.
- 51) Verdi, R.S., (2006), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", Working paper, University of Pennsylvania.
- 52) Yang, J., and Jiang, Y., (2008), "Accounting Information Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinese study", *The Business Review*, 11 (1), PP. 159-166.
- 53) Yoshikawa, H., (1980), "On the "q" Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.70, PP. 739–743.

یادداشت‌ها

1. Clarkson et al.
2. Bushman and Smith
3. Healy and Palepu
4. Hope and Thomas
5. Biddle and Hilary
6. McNichols and Stubben
7. Biddle, Hilary and Verdi
8. Chen et al.
9. Verdi
10. Flannery
11. Berger and Udell
12. Ortiz-Molina and Penas
13. Diamond
14. Myers
15. Childs et al.
16. Yoshikawa
17. Hayashi
18. Abel
19. Keynesian
20. Gorden
21. Crooty
22. Myers
23. Hubbard
24. Bertrand and Mullainathan
25. Jensen and Meckling
26. Mayers and Majluf
27. Hop and Thomas
28. Stiglitz and Weiss
29. Lambert
30. Li and Wang
31. Cheng, Dhaliwal and Zhang
32. Chen and Lin
33. Garcia-Terule
34. Yang and Jiang



35. Rajan
36. D'Mello and Miranda
37. Barclay and Smith
38. Guedes and Opler
39. Parrino and Weisbach
40. Lai
41. Beatty, Weber and Scott
42. Jones
43. Dechow and Dichev

