



## تأثیر کیفیت پیش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش ساختار مالکیت

فاطمه دهقان<sup>۱</sup>

امید پورحیدری<sup>۲</sup>

احمد خدامیپور<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۷

### چکیده

هدف این مقاله، بررسی تأثیر کیفیت پیش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش تعدیلگری ساختار مالکیت است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا، داده‌های ۱۲۹ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۷، با به‌کارگیری مدل رگرسیون چندمتغیره مورد بررسی قرار گرفته است. داده‌ها از طریق سایت کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین نسخه ۳ استخراج و به‌وسیله نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۱ تجزیه و تحلیل شده است. قبل از برآزش مدل‌های پژوهش، با استفاده از آزمون‌های F-لیمر و هاسمن، روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، برای آزمون مدل‌ها انتخاب شد. پژوهش حاضر از نظر ماهیت، از نوع همبستگی و از لحاظ هدف، کاربردی است. در این پژوهش از مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت، برای سنجش ساختار مالکیت، استفاده شده است. نتایج بیانگر این بود که دقت پیش‌بینی سود تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. به‌علاوه، مالکیت نهادی، تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل نمی‌کند؛ اما تمرکز مالکیت، تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت پیش‌بینی مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری، مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت.

۱- گروه حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. مسئول مکاتبات. Dehghanf51@gmail.com

۲- گروه حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. نویسنده مسئول. Opourheidari@uk.ac.ir

۳- گروه حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. Khodamipour@yahoo.com

## ۱- مقدمه

ارزیابی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بلندمدت، تصمیم‌گیری در خصوص آن‌ها و انتخاب مناسب‌ترین پروژه که در مجموع فرآیند بودجه‌بندی سرمایه‌ای<sup>۱</sup> را تشکیل می‌دهند، از مهم‌ترین مباحث در مدیریت مالی محسوب می‌شوند.

مدیران باید بازده پروژه‌های آتی را در زمان انتخاب از میان پروژه‌های مخارج سرمایه‌ای بالقوه پیش‌بینی کنند (گراهام و هاروی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱). لازمه این پیش‌بینی‌ها، درک محیط اقتصادی و موقعیت رقابتی شرکت‌ها در این محیط است. مدیری که درک بهتری از محیط اقتصادی کلی و جایگاه شرکت خود در آن محیط دارد، با دقت بیشتری پیش‌بینی‌ها را انجام می‌دهد و در نتیجه تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری اخذ می‌کند. بدین ترتیب، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری یعنی از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) نیز کاهش می‌یابد. به عبارتی، از جمله عوامل کلیدی و سرنوشت‌ساز در کارایی سرمایه‌گذاری<sup>۳</sup>، توانایی پیش‌بینی بازده سرمایه‌گذاری است. مسئله‌ای که وجود دارد این است با وجودی که این نوع پیش‌بینی‌ها عنصر اساسی در موفقیت شرکت‌ها است، اما جنبه درون‌سازمانی داشته و توسط استفاده-کنندگان برون‌سازمانی قابل مشاهده نیست (گودمن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴). لذا در این زمینه نیاز به معیاری وجود دارد که توسط استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی جهت ارزیابی عملکرد مدیریت که یکی از جنبه‌های وظیفه مباشرت وی است، قابل مشاهده باشد.

از آنجایی که سود اساساً بازده حاصل از سرمایه‌گذاری‌های گذشته است، بنابراین گزارش پیش‌بینی سود که یکی دیگر از وظایف مدیریت است، به طور بالقوه یک سیگنال قابل مشاهده از توانایی پیش‌بینی گسترده‌تر است که توسط استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی نیز قابل مشاهده است (گودمن و همکاران، ۲۰۱۴). اگرچه تحقیقات قبلی جهت‌دهی سود و بودجه‌بندی سرمایه‌ای را به عنوان وظایف جداگانه مدیریت می‌بیند، استدلال شده است که هر دو وظایف بستگی به توانایی پیش‌بینی مدیریت دارد. با توجه به مطالب بیان شده، سؤال اول پژوهش بدین شرح بیان می‌شود که آیا کیفیت پیش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد و یا خیر.

طبق تئوری نمایندگی، این مسئله وجود دارد که همواره مدیران در جهت منافع سهامداران و مالکان گام برنمی‌دارند و اغلب به دنبال حداکثر کردن منافع خود هستند، به همین دلیل ممکن است تأثیر دقت پیش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری، محدود شود. مسئله تئوری نمایندگی، با توجه به روند رو به رشد جدایی

<sup>۱</sup> .Capital Budgeting

<sup>۲</sup> . Graham and Harvey

<sup>۳</sup> . Investment Efficiency

<sup>۴</sup> . Goodman, et al.

مالکیت و کنترل در شرکت‌های سهامی امروزی منجر به افزایش بیشتر تضاد منافع بین مدیران و ذینفعان شرکت از جمله سرمایه‌گذاران شده است. به همین دلیل مالکان با توسل به راهکارهای گوناگون قصد نظارت بر مدیران شرکت را دارند (اسدی و همکاران، ۱۳۹۲). یکی از این راهکارها، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است که می‌تواند منجر به کاهش هزینه نمایندگی شود. استقرار مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مناسب، می‌تواند در کاهش مسئله نمایندگی و بهبود عملکرد آتی شرکت و همچنین افزایش ثروت سهامداران نقش مهم و محوری ایفا کند (کر و همکاران، ۲۰۰۶).

ساختار مالکیت از جمله سازوکارهای بااهمیت حاکمیت شرکتی است که سعی دارد انگیزه مدیران جهت انجام فعالیت‌ها به نفع خود را کاهش دهد و با افزایش کیفیت پیش‌بینی‌های مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت دو مورد از مکانیزم‌های نظارتی مهم در ساختار مالکیت شرکت است. سیدجمالی و دعائی (۱۳۹۸) رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به اثر تعدیلگری عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار دادند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد، همچنین نتایج تحقیق بیانگر نقش معنادار متغیر ساختار مالکیت بر این رابطه است. سرمایه‌گذاران نهادی از نقشی مهم در شرکت برخوردار می‌باشند و تصمیم‌گیری و اقدامات اجرایی آن‌ها می‌تواند تأثیری اساسی بر معیارهای مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد (گیل و بیگر، ۲۰۱۳). با توجه به فرضیه نظارت کارآمد، به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمال سرمایه‌گذاری خود را به صورت فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران متبخری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات دارند (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، توانایی اعمال نظارت بر اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران و تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها را دارند. همچنین، جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) در پژوهشی استدلال کردند تمرکز مالکیت موجب کاهش مسائل نمایندگی می‌شود و این خود موجب بهبود عملکرد شرکت خواهد شد. شیفر و ویشنی<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) در پژوهش خود بیان نمودند سرمایه‌گذاران عمده انگیزه و قدرت کافی برای نظارت مدیران دارند، نظارت آنان موجب خواهد شد تا مدیران در جهت اهداف بلندمدت شرکت گام بردارند. با توجه به مطالب بیان‌شده و اهمیت موضوع، سؤالات دوم و سوم تحقیق به شرح زیر مطرح است:

- آیا مالکیت نهادی، نقش تعدیلگری بر تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد یا خیر؟
- آیا تمرکز مالکیت، نقش تعدیلگری بر تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد یا خیر؟

<sup>۱</sup> . Shleifer and Vishny

انجام این پژوهش از این جهت که می‌تواند درک صحیحی از دقت پیش‌بینی مدیریت و تصمیمات سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن نظارت سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت، برای مسئولین بازار سرمایه، مدیران شرکت‌ها، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران و سایر افراد ذی‌علاقه فراهم کند، ضرورت دارد. ادامه این مقاله بدین شرح است. در بخش دوم، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، در بخش سوم، فرضیه‌ها و در بخش چهارم، روش‌شناسی و جامعه آماری پژوهش ارائه شده است. در بخش پنجم، مدل پژوهش و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای آن بیان شده است. به علاوه، در بخش ششم، تجزیه و تحلیل داده‌ها و در بخش هفتم نتایج، محدودیت‌ها و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده بحث و بررسی شده است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بودجه‌بندی سرمایه‌ای، ابزار تصمیم‌گیری بلندمدت، برای ایجاد ظرفیت عملیاتی شرکت است که باید بالاترین نرخ بازدهی را تأمین کند و ارزش شرکت را افزایش دهد. مخارج سرمایه‌ای یکی از انواع رایج تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای به‌شمار می‌رود. از آنجایی که ارزیابی مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری، برعهده‌ی مدیران است. مدیران باید به‌صورت بهینه در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش‌آفرینی کند. به‌طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت در تمامی (فقط) طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. البته این فرآیند در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص، مانند گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶؛ بیدل و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

انتظار می‌رود توانایی پیش‌بینی مدیریت نقش اساسی در کارایی سرمایه‌ای ایفا کند. زیرا توانایی پیش‌بینی بهتر بازده‌های آتی هر پروژه توسط مدیران، باعث برآورد دقیق‌تر ارزش فعلی خالص هر پروژه می‌شود. در حقیقت عوامل پیش‌بینی یکسانی نظیر بازده آتی پروژه‌ها، ارزش پایانی و غیره در روش‌های ارزش‌گذاری نظیر جریان نقدی تنزیل شده، در هنگام ارزش‌گذاری مخارج سرمایه‌ای مطرح هستند (برنان<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳؛ چاپلینسکی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶). عامل کلیدی سرمایه‌گذاری موفق، توانایی مدیران برای پیش‌بینی بازده پروژه است. گرچه، این پیش‌بینی‌ها عنصر اساسی در موفقیت سرمایه‌گذاری‌ها و سلامت شرکت هستند، اما جنبه درون-سازمانی داشته و به‌طور مستقیم قابل مشاهده توسط سرمایه‌گذاران خارجی نیستند (گودمن و همکاران، ۲۰۱۴). لذا در این زمینه نیاز به معیاری وجود دارد که توسط استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی جهت ارزیابی عملکرد مدیریت که یکی از جنبه‌های وظیفه‌مباشرت وی است، قابل مشاهده باشد. گودمن و همکاران (۲۰۱۴)

<sup>1</sup> . Verdi,

<sup>2</sup> . Biddle, et al.

<sup>3</sup> . Brennan

<sup>4</sup> . Chaplinsky, et al.

بیان می‌کنند انتظار بر این است که توانایی مدیریت در پیش‌بینی بازده پروژه‌های داخلی، به دیگر وظایف مدیریتی که شامل پیش‌بینی هستند نظیر پیش‌بینی سودها، سرایت کند.

ترومن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) بیان می‌کند گزارش‌های پیش‌بینی سود توسط مدیریت، برای استفاده‌کنندگان برون-سازمانی، به آسانی قابل مشاهده است، گزارش‌های افشاء پیش‌بینی سود، احتمالاً برای استفاده‌کنندگان خارجی ارزشمند است. زیرا نه تنها انتظارات مدیریت از سودهای آتی را فراهم می‌کند بلکه به خاطر این‌که این گزارش‌ها، اطلاعاتی در مورد دانش مدیریت از محیط اقتصادی شرکت‌ها و توانایی‌شان برای پیش‌بینی چشم‌انداز آتی که یک مؤلفه اصلی در فرآیند تصمیم‌گیری مخارج سرمایه‌ای است، فراهم می‌کند (گودمن و همکاران، ۲۰۱۴).

چن<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) در پژوهش خود با انتخاب ۶۱۹۳ شرکت آمریکایی، نشان داد که کیفیت سود با مخارج سرمایه‌ای رابطه‌ی مثبت دارد. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود بیان نمودند که کیفیت بالاتر گزارشگری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، کاهش عواملی چون گزینش نادرست یا خطر اخلاقی، افزایش داده و به کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد منجر می‌گردد. شهزاد و همکاران (۲۰۱۹) با بررسی کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری یافتند که هرچه کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت حسابرسی بالاتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری نیز بیشتر است. این نتایج با استدلال‌های ارائه شده فرضیه همسویی نظریه نمایندگی و دیدگاه مبتنی بر منابع شرکت مطابقت دارد. حسینی (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی "تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری" با استفاده از ۲۵ شرکت تونس در طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۳ پرداخت. یافته‌ها بیانگر این است که برخی ویژگی‌های اطلاعات مالی، از جمله قابلیت اطمینان، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، درحالی‌که برخی دیگر، از جمله محافظه‌کاری و مربوط بودن، تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ندارد. وی این نتایج را عمدتاً به ویژگی بافتی محیط تونس، مانند نهادها، ارزش‌های فرهنگی و برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی نسبت می‌دهد. هانگ (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان "رابطه بین خطاهای پیش‌بینی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری"، یافت که خطاهای پیش‌بینی سود با سرمایه‌گذاری ناکارا مرتبط است. به طور خاص، پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه‌تر با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد مرتبط است، درحالی‌که پیش‌بینی‌های بدبینانه‌تر با سرمایه‌گذاری کمتر از حد همراه است. علاوه بر این، هنگامی که مدیران خطاهای پیش‌بینی را به صورت مکرر، نشان می‌دهند، ارتباط بین خطاهای پیش‌بینی و سرمایه‌گذاری ناکارا قوی‌تر است. آزمون‌های اضافی که با در نظر گرفتن انگیزه‌های افشای مدیران انجام شده است، نشان می‌دهد که ارتباط بین خطاهای پیش‌بینی و سرمایه‌گذاری ناکارا هنگامی بیشتر است که خطاهای پیش‌بینی احتمالاً ناشی از تحریفات عمدی مدیران نباشد.

1. Trueman

2. Chen

مدیران هنگام پیش بینی سود شرکت و پیش بینی بازده پروژه های داخلی، به مهارت ها و اطلاعات مشابه، متکی هستند. اگر گزارش های پیش بینی سود، یک سیگنال سودمندی از توانایی پیش بینی مدیران، با توجه به بازده های آتی سرمایه گذاری ها ارائه کند، انتظار خواهیم داشت کیفیت پیش بینی سود با کیفیت سرمایه - گذاری پس از آن، در ارتباط باشد (گودمن و همکاران، ۲۰۱۴). مطابق با این بحث، ترومن (۱۹۸۶) اثبات می کند که گزارش های پیش بینی سود توسط مدیریت، به سرمایه گذاران اجازه می دهد توانایی پیش بینی مدیر از شرایط اقتصادی و تعدیل برنامه های تولید و متعاقباً کیفیت تصمیمات سرمایه گذاری را ارزیابی کنند. لذا، می توان کیفیت پیش بینی سود توسط مدیریت را معیار سنجش کارایی سرمایه گذاری شرکت ها، دانست. چراکه هردو پیش بینی سود و مخارج سرمایه ای از وظایف مدیریت است. نتایج پژوهش گودمن و همکاران (۲۰۱۴) در آمریکا نشان داد که کیفیت پیش بینی سود با کارایی سرمایه گذاری ارتباط مثبت و معنادار دارد و می توان کیفیت پیش بینی سود را برای استنباط کیفیت تصمیمات مخارج سرمایه ای مورد استفاده قرار داد.

تئوری نمایندگی بیان می کند که مالکان اختیارات خود را به مدیران تفویض می کنند تا آن ها تصمیمات لازم را در شرکت اتخاذ کنند؛ اما مدیران به جای حداکثر رساندن ثروت سهامداران، به دنبال مقاصد و منافع شخصی خود هستند. این امر می تواند منجر به سرمایه گذاری غیر کارا شود. تجزیه و تحلیل های نظری و شواهد تجربی نشان می دهد که با جدا شدن مالکیت از مدیریت در شرکت های سهامی، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، در شرکت هایی که با محدودیت نقدینگی مواجه هستند، منجر به سرمایه گذاری غیر کارا می شود (فازری و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). ذوالفقاری و همکاران (۱۳۹۸) یافتند که عدم تقارن اطلاعاتی دارای اثر مثبت بر دقت پیش بینی سود است. بدین معنی که شرکت هایی که شاخص عدم تقارن اطلاعاتی در آن ها پایین تر است دقت پیش بینی سودشان از انحراف کمتری برخوردار است.

با توجه به تئوری تضاد منافع میان مدیران و مالکان، ممکن است برخی مدیران درصدد برآیند جریان نقد آزاد را در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری کرده تا در کوتاه مدت بتوانند منافع شخصی خود را تأمین نمایند (حبیب، ۲۰۱۱). معمولاً مدیران تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند، زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می دهد (جنسن<sup>۲</sup>، ۱۹۸۶)؛ که این امر منجر به بیش سرمایه گذاری می شود. این مشکل ناشی از سوءاستفاده مدیران از جریان های نقد آزاد و سرمایه - گذاری بیش از حد در پروژه های با ارزش فعلی خالص منفی (پذیرش پروژه های ضعیف) برای کسب منافع شخصی، است (جنسن، ۱۹۸۶؛ استالز<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰). همچنین ممکن است انتشار گزارش های پیش بینی سود، انگیزه های مدیران جهت دستکاری گزارش های مالی یا سرمایه گذاری کمتر از حد مطلوب برای اهداف سودشان

<sup>۱</sup> . Fazzari, et al.

<sup>۲</sup> . Jensen

<sup>۳</sup> . Stulz

را به وجود آورد (فولر<sup>۱</sup> و جنسن، ۲۰۰۲؛ روچادهری<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶؛ کوهن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). مثلاً ممکن است یک مدیر دارای قدرت پیش بینی خارجی با کیفیت بالا باشد اما مدیریت سود انجام داده باشد و در واقع توانایی پیش بینی پایینی دارد (کازنیک<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹). متناوباً، مدیران ممکن است توانایی پیش بینی داخلی قوی داشته باشند اما به طور استراتژیک در گزارشات خارجی پیش بینی سود متعصبانه عمل کنند و به دنبال اهدافی غیر از صحت پیش بینی مانند رسیدن به پیش بینی تحلیل گران و گمراه کردن رقبا، دستکاری قیمت سهام برای انتقالات داخلی و ... باشند (ماتسوموتو، ۲۰۰۲). این امر ارتباط بین کیفیت پیش بینی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری را مخدوش می کند. هانگ (۲۰۲۰) با بررسی رابطه بین خطاهای پیش بینی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری شرکتها و با در نظر گرفتن انگیزه های افشای مدیران، نشان داد که ارتباط بین خطاهای پیش بینی مدیریت و سرمایه گذاری ناکارا هنگامی بیشتر است که خطاهای پیش بینی ناشی از تحریفات عمدی مدیران نباشد.

لذا نیاز مبرم به سازوکاری جهت نظارت بر عملکرد مدیریت، به منظور دستیابی به اهداف شرکت وجود دارد. تئوری حاکمیت شرکتی که بر اساس تئوری نمایندگی شکل گرفته است، سعی دارد مشکلات نمایندگی را کاهش داده و انگیزه مدیران را برای انجام فعالیتها به نفع خود و به هزینه سهامداران محدود نماید (شیفر و ویشنی، ۲۰۱۲). به گفته هی و کایو (۲۰۱۸)، انتظار بر این است که تصمیمات سرمایه گذاری شرکتها با استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی و ساختار مالی مناسب، با رعایت حقوق تمام ذینفعان از جمله سهامداران، موفقیت آمیز باشد و ناکارایی سرمایه گذاری کاهش یابد و به تبع ارزش شرکت افزایش یابد. دیدار و همکاران (۱۳۹۷) تأثیر کوتاه بینی مدیریتی بر کارایی شرکتها با نقش تعدیل کننده کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش بیانگر این است که مدیران کوتاه بین با کاهش هزینه هایی که هدف از تحمل آنها به دست آوردن منافع بلندمدت است باعث کاهش ارزش شرکت می شوند که با بالا بردن سطح نظارت بر مدیریت می توان این گونه رفتارهای مدیریت را کاهش داد. هاشمی و مشعشی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه گذار و تصمیمات سرمایه گذاری شرکتها پرداختند. نتایج پژوهش نشان می دهد که احساسات سرمایه گذار دارای اثر معناداری بر سطح سرمایه گذاری جدید و بیش سرمایه گذاری شرکتها است. همچنین، شاخص حاکمیت شرکتی دارای اثر معناداری بر رابطه بین احساسات سرمایه گذار و سرمایه گذاری جدید و بیش سرمایه گذاری است. به عبارتی، در شرکت هایی با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر، اثر احساسات سرمایه گذار بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت، بهبود می یابد. حساس یگانه و حسنی القار (۱۳۹۸)،

1. Fuller

2. Roychowdhury

3. Cohen, et al.

4. kasznik

به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می دهد بیش اطمینانی مدیریت منجر به کاهش کارایی سرمایه گذاری می گردد. همچنین، نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می دهد کیفیت گزارشگری مالی رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری را تضعیف می کند. در این شرایط، ساختار مالکیت شرکت ها (از مکانیزم های اصلی حاکمیت شرکتی) عاملی است که می تواند انگیزه مدیران را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین بر کنترل مدیران و بهبود عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد و موجب کاهش تضاد نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران گردد. زیرا همان طور که گفته شد در تئوری نمایندگی مدیران ممکن است به انجام فعالیت هایی اقدام کنند که باعث شود منافع آن ها بر منافع سهامداران ارجحیت یابد. مدیران ممکن است انگیزه ای برای رسیدن به رشد شرکت فراسوی رشد بهینه یا به کارگیری منافع به منظور افزایش منافع مشخصی از طریق موفقیت، قدرت، پاداش و غیره را داشته باشند (جنسن و مک لینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶).

در راستای نقش نظارتی حاکمیت شرکتی، یافته های کارامانو و وافیس<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) حاکی از این است که پیش بینی شرکت های دارای حاکمیت شرکتی، دقیق تر و واکنش بازار به انتشار پیش بینی سود این شرکت ها شدیدتر است. همچنین، لی و چن (۲۰۱۹) در پژوهش خود یافتند که گسترش مرز حاکمیت شرکتی بر اساس تئوری نمایندگی و نظریه جریان وجوه نقد تأثیر مثبت قابل توجهی بر کارایی سرمایه گذاری دارد. به علاوه، یافتند که محدودیت بدهی در افزایش این اثر مثبت مرز حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری نقش دارد. تسای و گو<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) در پژوهش خود نشان دادند که سرمایه گذاری نهادی در شرکت ها ممکن است کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. هی و کایو (۲۰۱۸) در پژوهش خود تحت عنوان "ساختار مالکیت و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های عضو بورس اوراق بهادار چین" یافتند که ارتباط بین مالکیت نهادی و بیش سرمایه گذاری منفی است؛ اما ارتباط بین مالکیت نهادی و کم سرمایه گذاری، مثبت است. در پژوهش حاضر، از مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت، به عنوان دو بعد ساختار مالکیت استفاده شده است.

هدف حاکمیت شرکتی کاهش مشکلات نمایندگی از طریق افزایش نظارت بر اقدامات مدیر، محدود کردن رفتار فرصت طلبانه مدیران و کاهش ریسک اطلاعاتی تحمیلی بر سهامداران، است (آشبوغ و همکاران، ۲۰۰۴). طبق فرضیه نظارت فعال، حاکمیت شرکتی قوی موجبات نظارت فعال بر عملیات و مدیریت شرکت را فراهم می کند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). در مقابل فرضیه نظارت فعال، حامیان فرضیه منافع شخصی معتقدند سرمایه گذاران نهادی بزرگ به اطلاعات محرمانه که جهت اهداف تجاری استخراج شده اند دسترسی

<sup>1</sup> . Jensen and Meckling

<sup>2</sup> . Karamanou and Vafeas

<sup>3</sup> . Tsai and Gu



دارد. هرچه مالکیت متمرکز شود، احتمال دسترسی سهامداران بزرگ به اطلاعات محرمانه بیشتر می‌شود. در چنین شرایطی عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یافته و ریسک اطلاعاتی شرکت افزایش می‌یابد (کرمی، ۲۰۰۹). در رابطه با نقش مالکان نهادی (به عنوان یکی از سازوکارهای نیرومند حاکمیت شرکتی) در بازار سرمایه، دو فرضیه به نام‌های فرضیه اثر سوداگری و فرضیه اثر پایش، وجود دارد. فرضیه اثر سوداگری بیان می‌کند که مالکان نهادی به‌عنوان معامله‌گر، نه به‌عنوان مالک، عمل می‌کنند (بدریناث و همکاران، ۱۹۹۸). فرضیه اثر پایش بیانگر این است که نهادها مانع رفتار فرصت‌طلبانه مدیران می‌شوند (بوشی، ۱۹۹۸). از این منظر، سرمایه‌گذاران نهادی نقشی فعال در بهبود گزارش‌های مالی و کیفیت گزارشگری مالی، دارند. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت به دلیل ارتباط نزدیک خود با بازار سرمایه و فعالیت نظارت، می‌توانند مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات، یعنی مسائل ترغیب‌کننده عملکرد ضعیف و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را، کاهش دهند (الیاسانی و جیا، ۲۰۰۸).

سرمایه‌گذاران نهادی، با توجه به مالکیت بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها، دارای نفوذ قابل ملاحظه-ای بر آن‌ها هستند. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، موسسه‌های بازنشستگی و... هستند (بوش<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). ماگ<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) در پژوهش خود این‌گونه بیان کرده است که هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این ارتباط یک ارتباط مثبت است. تقی‌زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه-گذاری با تأکید بر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان داد که بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بدین معنا که فعالیت‌های بشردوستانه منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین به دلیل نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، ارتباط بین بشردوستی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری در محیطی با سرمایه‌گذاران نهادی بررسی شد. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبتی بر رابطه بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری دارد. به طوری که در محیط نظارتی بالا، اقدامات بشردوستانه منجر به سرمایه‌گذاری مطلوب می‌شود. همچنین، چونگ و ژانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) در پژوهش خود در بازارهای آسیا، به این نتیجه رسیدند که نظام راهبری خوب شرکت به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر و کاراتر منجر می‌شود. ایزدی‌نیا و روح الهی (۱۳۹۶) در پژوهش خود با بررسی ۸۰ شرکت، نشان دادند که مالکیت نهادی اثر مثبتی در کاهش اثر جریان-های نقدی آزاد مازاد و بهبود پیش‌بینی سود دارند. آن‌ها بیان می‌کنند مالکیت نهادی در کاهش هزینه نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد اثربخش است. در حالی که بحری ثالث و همکاران (۱۳۹۶) اظهار دارند که

<sup>۱</sup> . Bushee

<sup>۲</sup> . Maug

<sup>۳</sup> . Chung and Zhang

کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و دست‌کاری فعالیت‌های واقعی تأثیر آماری معناداری ندارد.

به طور کلی زمانی که درصد مالکیت نهادی به اندازه‌ی کافی بالا باشد، نظارت مالکان نهادی، مانع از عملکرد ضعیف مدیران خواهد شد (بوش، ۱۹۹۸). بیدل و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود، بیان می‌کنند که شرکت‌های دارای سطح مالکیت نهادی بالاتر، هزینه سرمایه کمتر و در نتیجه سرمایه‌گذاری‌های کاراتری دارند. بر طبق نظر تانگ و نینگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاری فردی می‌باشند، زیرا آن‌ها در هدایت (نظارت) عملکرد مدیران شرکت، بیشتر فعال می‌باشند و همچنین آن‌ها به خاطر توانایی‌شان در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه‌تر از دیگران می‌باشند. در نتیجه انتظار می‌رود نظارت سهامداران نهادی، تأثیر ویژه‌ای بر روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت، مانند رقم سود پیش‌بینی شده گزارش شده و کیفیت پیش‌بینی مدیریت و به دنبال آن، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد.

یکی دیگر از ابعاد ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت است. تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان قابل ملاحظه‌ای از سهام شرکت، به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد از سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد. سهامداران عمده دارای قدرت کافی برای تحت تأثیر قرار دادن تصمیمات شرکت می‌باشند. آن‌ها به دلیل درصد مالکیت قابل توجه خود، انگیزه کافی برای نظارت بر عملکرد مدیریت دارند. این نظارت، اطمینان می‌دهد که تصمیمات مدیریت بهتر اتخاذ می‌شود. به طوری که سهامداران بزرگ می‌توانند از سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد مدیریت جلوگیری کنند.

به نظر می‌رسد عملکرد شرکتی که سهامداران عمده آن دارای سهام بیشتری هستند، بهتر از شرکتی است که سهامداران عمده آن سهام کمتری در اختیار دارند (بیابانی و رضی کاظمی، ۱۳۹۲). نتایج پژوهش میدری (۱۳۸۱) حاکی از آن است که کارایی شرکت‌های فاقد سهامداران عمده حتی از شرکت‌های دولتی نیز کمتر است. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) در پژوهشی استدلال کردند تمرکز مالکیت موجب کاهش مسائل نمایندگی می‌شود و این خود موجب بهبود عملکرد شرکت خواهد شد. شیفر و ویشنی<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در پژوهش خود بیان نمودند سرمایه‌گذاران عمده انگیزه و قدرت کافی برای نظارت مدیران دارند، نظارت آنان موجب خواهد شد تا مدیران در جهت اهداف بلندمدت شرکت گام بردارند. در نتیجه انتظار بر این است که تمرکز مالکیت، منجر به قوی‌تر شدن رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و کارایی سرمایه‌گذاری، گردد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش، فرضیه‌ها به شرح زیر مطرح می‌گردد:

<sup>۱</sup> . Tong and Ning

<sup>۲</sup> . Shleifer and Vishny

**فرضیه اول:** دقت پیش بینی سود تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه گذاری دارد.  
**فرضیه دوم:** مالکیت نهادی، رابطه بین دقت پیش بینی سود و کارایی سرمایه گذاری را تعدیل می کند.  
**فرضیه سوم:** تمرکز مالکیت، رابطه بین دقت پیش بینی سود و کارایی سرمایه گذاری را تعدیل می کند.

#### ۴- روش شناسی، جامعه و نمونه آماری پژوهش

این تحقیق از لحاظ هدف کاربردی و از نظر ماهیت، توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است. همچنین، در حوزه مطالعات پس رویدادی و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. داده ها از طریق سایت کدال و نرم افزار ره آورد نوین نسخه ۳ استخراج و به وسیله نرم افزار ایویوز نسخه ۱۱ تجزیه و تحلیل شده است. جامعه آماری این تحقیق، به شرح زیر است:

- ۱) شرکت جزء گروه شرکت های واسطه گری های مالی یا شرکت های سرمایه گذاری نباشد.
  - ۲) به لحاظ همگن کردن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد.
  - ۳) شرکت از ابتدای سال ۱۳۸۵ تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار حضور داشته باشد.
  - ۴) وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه نداشته باشد.
  - ۵) شرکت جزء صنایعی باشد که دارای حداقل ۳۰ مشاهده در دسترس باشد.
- شرط سوم، به خاطر شیوه محاسبه برخی متغیرها از جمله "دقت پیش بینی سود" که منوط به دوره سه ساله قبل می باشد، آورده شده است. شرط پنجم به خاطر شیوه محاسبه سرمایه گذاری غیرمنتظره، آورده شده است. همچنین به منظور اینکه داده های پرت نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار ندهند، مشاهداتی که جزء ۱٪ بالا و پایین هر یک از متغیرها بودند حذف شدند و در نهایت تعداد ۱۲۹۰ سال-شرکت به عنوان جامعه تحقیق، مورد آزمون قرار گرفته شده است.
- در این پژوهش به پیروی از گودمن و همکاران (۲۰۱۴) از متوسط دقت پیش بینی سود مدیریت طی سه سال قبل از سرمایه گذاری، به عنوان معیار کیفیت پیش بینی مدیریت، استفاده شد. همچنین، از مقدار انحراف سرمایه گذاری واقعی از سطح مورد انتظار سرمایه گذاری با توجه به فرصت های رشد شرکت، به عنوان معیار کارایی سرمایه گذاری استفاده شده است.

#### ۵- مدل پژوهش و نحوه اندازه گیری متغیرهای آن

برای آزمون فرضیه ۱، یعنی ارتباط بین دقت پیش بینی سود و کارایی سرمایه گذاری، از مدل رگرسیونی ۱ استفاده می شود.

$$CEE_t = \gamma_0 + \gamma_1 ForAcc_{[t-3,t-1]} + \gamma_2 Size_t + \gamma_3 ROA_t + \gamma_4 Tobin'sQ_t + \gamma_5 Std. ROA_t + e_t \quad (1)$$

متغیر وابسته مدل ۱:

$CEE_t^1$ : کارایی مخارج سرمایه‌ای، از طریق قرینه سرمایه‌گذاری غیرمنتظره (قرینه قدرمطلق پسماندهای  $e$  رابطه ۲ به دست می‌آید. برای محاسبه سرمایه‌گذاری غیرمنتظره، ابتدا رگرسیون مخارج سرمایه‌ای یک شرکت روی  $lag Tobin's-Q$ ,  $lag asset growth$ ,  $lag Cash Flows from operations$ , and  $lag capital expenditures$  نیز به شرح زیر، برازش می‌شود. به گونه‌ای که رگرسیون‌ها به وسیله سال و شرکت برای صنایعی که دارای حداقل ۳۰ مشاهده در دسترس دارند، تخمین زده می‌شود.  $t-1$  سال قبل از انجام مخارج سرمایه‌ای است.

$$capital\ expenditures = \gamma_0 + \gamma_1 Tobin'sQ_{t-1} + \gamma_2 asset\ growth_{t-1} + \gamma_3 CFO_{t-1} + \gamma_4 capital\ expenditures_{t-1} + e_t \quad (2)$$

سپس از طریق قدر مطلق پسماندهای رگرسیون فوق، سرمایه‌گذاری غیرمنتظره به دست می‌آید. در رابطه فوق:

$capital\ expenditures$ : سرمایه‌گذاری در مخارج سرمایه‌ای شرکت است؛ که به شرح رابطه ۳ محاسبه می‌شود:

$$(3) \quad \frac{\text{تغییرات سایر دارایی‌ها} + \text{تغییرات دارایی‌های کوتاه مدت} - \text{تغییرات کل دارایی‌ها}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}} = \text{مخارج سرمایه‌ای}$$

نسبت  $Tobin's-Q$ : کیو-توبین از تقسیم ارزش بازار دارایی‌های شرکت بر ارزش دفتری آنها بدست آمده است.  $asset\ growth$ : رشد دارایی‌ها است؛ که با تقسیم بر جمع دارایی‌های اول دوره همگن شده است.  $CFO$ : حاصل تقسیم جریان نقد عملیاتی به جمع دارایی‌ها است. متغیر مستقل مدل ۱:  $ForAcc$  مخفف  $Forecasting Accuracy$ ، یعنی متوسط دقت پیش‌بینی سود در طی دوره سه ساله قبل از سرمایه‌گذاری است. در این تحقیق برای به دست آوردن متغیر "دقت پیش‌بینی سود"، ابتدا دوره سه ساله قبل از سال  $t$  (دوره سه ساله قبل از سال سرمایه‌گذاری) را در نظر می‌گیریم و در هر سال طبق رابطه ۴ عمل می‌نماییم:

<sup>1</sup> . Capital Expenditure Efficiency

$$(۴) \quad \text{سود هر سهم پیش بینی شده} - \text{سود هر سهم واقعی} = \frac{\text{خطای پیش بینی}}{\text{سود هر سهم پیش بینی شده}}$$

و سپس دقت پیش‌بینی را از رابطه ۵ به دست می‌آوریم:

$$(۵) \quad |\text{خطای پیش‌بینی سود هر سهم}| - ۱ = \text{دقت پیش‌بینی سود سهام}$$

در نهایت، بعد از به دست آوردن دقت پیش‌بینی سود سهام در سال‌های  $t-1$  و  $t-2$  و  $t-3$ ، از دقت پیش‌بینی سود در این سه سال، میانگین می‌گیریم و از آن به عنوان معیار مربوط به کیفیت پیش‌بینی مدیریت (ForAcc)، در مدل‌های رگرسیونی، استفاده می‌کنیم. همچنین، متغیرهای کنترلی در مدل ۱، شامل Size (اندازه شرکت)، ROA (نرخ متوسط بازده دارایی‌ها)، Tobin's-Q (کیو-توبین) و Std.ROA (انحراف معیار نرخ متوسط بازده دارایی‌ها) می‌باشد.

برای آزمون فرضیه‌های ۲ و ۳، از مدل رگرسیونی ۶ استفاده می‌شود.

$$(۶) \quad CEE_t = \gamma_0 + \gamma_1 \text{ForAcc}_{[t-3,t-1]} + \gamma_2 \text{INSTWN}_t + \gamma_3 \text{ForAcc}_{[t-3,t-1]} * \text{INSTWN}_t + \gamma_4 \text{OWNCON}_t + \gamma_5 \text{ForAcc}_{[t-3,t-1]} * \text{OWNCON}_t + \gamma_6 \text{Size}_t + \gamma_7 \text{ROA}_t + \gamma_8 \text{Tobin'sQ}_t + \gamma_9 \text{Std.ROA}_t + e_t$$

در مدل فوق:

مالکیت نهادی (INSTWN): مالکیت نهادی یک متغیر دامی صفر و یک است که به‌عنوان متغیر تعدیلگر در مدل فوق شناخته می‌شود. طبق بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ایران، سرمایه‌گذاران نهادی عبارت است از: ۱- بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، ۲- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، ۳- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی و شرکت‌های دولتی. در این پژوهش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با لحاظ نمودن معیارهای فوق، محاسبه شده است. سپس، نمونه آماری را بر اساس مقادیر مالکیت نهادی به دو گروه تقسیم‌بندی می‌کنیم. به گونه‌ای که برای مشاهدات متغیر دامی گروهی که دارای بالاترین مقادیر مالکیت نهادی است عدد یک قرار می‌دهیم و گروه دوم را صفر می‌دهیم.

تمرکز مالکیت (OWNCON): تمرکز مالکیت یک متغیر دامی صفر و یک است که به‌عنوان متغیر تعدیلگر در مدل ۲ شناخته شده است. در اینجا ابتدا، نمونه آماری را بر اساس مقادیر تمرکز مالکیت به دو گروه تقسیم‌بندی می‌کنیم. به گونه‌ای که برای مشاهدات متغیر دامی گروهی که دارای بالاترین مقادیر تمرکز مالکیت است عدد

یک قرار می‌دهیم و گروه دوم را صفر می‌دهیم. برای اندازه‌گیری تمرکز مالکیت از مدل هرفیندال-هیرشمن، به شرح رابطه ۷ استفاده شده است.

$$HHI = \sum_{i=1}^n (SHARE_{i,j})^2 \quad (7)$$

در اینجا،  $SHARE_{i,j}$  درصد سهام تحت تملک سهامدار  $i$  در شرکت  $j$  است. در این پژوهش، مجموع مجذور درصد مالکیت بزرگتر و مساوی ۵ درصد در محاسبه شاخص هرفیندال-هیرشمن در نظر گرفته شده است.

#### ۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها

##### ۶-۱- آمار توصیفی

مهم‌ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرها در جدول زیر ارائه شده است. از بین شاخص‌های مرکزی، میانگین و از شاخص‌های پراکندگی، انحراف معیار استفاده شده است. همچنین برای هر متغیر ماکزیمم و مینیمم نیز ارائه شده است. تعداد مشاهدات برابر ۱۲۹۰ سال-شرکت است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت اختصاری	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
کارایی سرمایه‌گذاری	CEE	-۰/۷۳۸	-۰/۰۰۲	-۰/۳۴۶	۰/۲۱۹
دقت پیش‌بینی سود	ForAcc	-۰/۲۵۸	۰/۸۶۹	۰/۳۹۱	۰/۱۷۲
مالکیت نهادی	INSTWN	۰/۰۶۴	۰/۸۴۴	۰/۳۸۱	۰/۴۱۲
تمرکز مالکیت	OWNCON	۰/۰۸۵	۰/۸۹۲	۰/۶۵۷	۰/۱۶۳
اندازه شرکت	SIZE	۹/۵۰۴	۱۸/۵۴۲	۱۳/۶۷۳	۰/۴۵۲
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۲۷۶	۰/۶۷۸	۰/۱۹۲	۰/۲۲۸
ارزش شرکت	TOBIN'S-Q	۰/۴۰۳	۸/۴۹۷	۱/۲۱۳	۰/۶۷۴
انحراف معیار بازده دارایی‌ها	Std.ROA	۰/۰۴۱	۰/۳۷۱	۰/۱۷۲	۰/۱۱۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

##### ۶-۲- آزمون هم‌خطی

هم‌خطی به معنای وجود ارتباط خطی بین همه یا برخی از متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون است. در رگرسیون خطی فرض بر این است که هیچ رابطه خطی دقیقی بین هیچ یک از متغیرهای توضیحی وجود ندارد. آزمون هم‌خطی (VIF) متغیرهای تحقیق به شرح جدول ۲ می‌باشد:

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون هم خطی (VIF)

VIF	علامت اختصاری	متغیر
۱/۴۲۳	ForAcc	دقت پیش بینی سود
۱/۲۲۷	SIZE	اندازه شرکت
۱/۶۸۴	ROA	بازده دارایی
۱/۳۶۹	TOBIN'S-Q	ارزش شرکت
۱/۲۸۴	Std.ROA	انحراف معیار بازده دارایی‌ها
۱/۲۳۳	INSTWN	مالکیت نهادی
۱/۵۴۵	OWNCON	تمرکز مالکیت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مشاهده می‌شود که تمامی شاخص‌های وضعیت کوچکتر از ۵ می‌باشند که نشان‌دهنده‌ی عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل است.

### ۳-۶- آزمون نرمال بودن داده‌ها

یکی دیگر از مفروضات در نظر گرفته شده در مدل رگرسیون این است که جملات اخلال رگرسیون دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشد. به منظور تشخیص نرمال بودن توزیع اجزاء اخلال مدل نیز از آزمون جارک- برا استفاده گردید. فرض صفر و فرض مقابل به صورت جدول ۳ تعریف می‌شود:

$H_0$ : توزیع داده‌ها نرمال است.

$H_1$ : توزیع داده‌ها نرمال نیست.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون جارک - برا

prob	آماره	جملات اخلال
۰/۸۳۸	۰/۳۵۲	مدل اول
۰/۹۲۴	۰/۴۳۷	مدل دوم

\*سطح معناداری ۵ درصد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

از آنجا که نتیجه احتمال آماره جارک- برا، برای مدل‌های تحقیق بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر مبنی بر نرمال بودن جملات اخلال را نمی‌توان رد کرد؛ پس توزیع جملات اخلال نرمال است.

## ۶-۴- آزمون ایستایی (مانایی) متغیرها

بر اساس آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (۲۰۰۲)، چنانچه سطح معناداری آماره آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد، متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح مانا هستند. نتایج حاصل از بررسی ایستایی (مانایی) متغیرهای مورد بررسی، با استفاده از آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲)، در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴- نتایج حاصل از بررسی ایستایی (مانایی) متغیرهای پژوهش

سطح معناداری	آماره آزمون	متغیرهای پژوهش
۰/۰۰۰	-۲۵/۳۵۳	کارایی سرمایه گذاری
۰/۰۰۰	-۱۷/۲۱۲	دقت پیش بینی سود
۰/۰۰۰	-۲۳/۹۱۴	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۱۴/۳۹۱	بازده دارایی
۰/۰۰۰	-۱۲/۷۰۲	ارزش شرکت
۰/۰۰۰	-۲۱/۵۹۴	انحراف معیار بازده دارایی ها
۰/۰۰۲	-۲/۷۰۳	مالکیت نهادی
۰/۰۰۰	-۸/۴۳۱۴	تمرکز مالکیت

منبع: یافته های پژوهشگر

همان طور که ملاحظه می شود، برای کلیه متغیرها، سطح معناداری آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (۲۰۰۲) کوچک تر از ۰/۰۵ و نشان دهنده ایستا (مانا) بودن متغیرهای مورد بررسی است.

## ۵-۶- تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

قبل از برازش مدل های تحقیق، از آزمون F- لیمر برای انتخاب از بین روش داده های تلفیقی (پول) یا روش داده های تابلویی (پانل) استفاده شده است. در جدول زیر، سطح معناداری آماره F، کمتر از ۰/۰۱ است که برتری استفاده از روش داده های تابلویی در برابر روش داده های تلفیقی را در سطح اطمینان ۰/۹۹ نشان می دهد. سپس، برای انتخاب یکی از روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. سطح معناداری آماره کای اسکوئر کمتر از ۰/۰۵ است که برتری روش اثرات ثابت را نشان می دهد.



#### جدول ۵- نتایج حاصل از آزمون F- لیمر و آزمون هاسمن

مدل	آزمون F- لیمر			آزمون هاسمن		
	آماره	prob	نتیجه آزمون	آماره $\chi^2$	prob	نتیجه آزمون
اول	۲۹/۲۴۱	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی	۱۸/۶۶۲	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
دوم	۳۹/۱۸۱	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی	۱۹/۲۴۴	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۶-۶- آزمون ناهمسانی واریانس‌ها و آزمون خودهمبستگی

در این پژوهش برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان و برای سنجش خودهمبستگی در جملات اخلاص رگرسیون، از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌گردد.

#### جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون خودهمبستگی جملات اخلاص و ناهمسانی واریانس‌ها

مدل	آزمون خودهمبستگی		آزمون ناهمسانی واریانس‌ها	
	خودهمبستگی	prob	ناهمسانی واریانس	F
اول	ندارد	۱/۹۸۶	ندارد	۰/۹۶۱
دوم	ندارد	۲/۱۴۱	ندارد	۰/۸۵۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی نتایج آزمون ناهمسانی واریانس‌ها حاکی از سطح معناداری بیشتر از ۵٪ بوده است. لذا فرض صفر رد نمی‌شود، این بدان معنا است که متغیرهای تحقیق دارای همسانی واریانس می‌باشند. به علاوه، مقدار آماره آزمون دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ برآورد گردیده است، لذا فرضیه  $H_1$  مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی در جملات اخلاص، پذیرفته می‌شود.

#### ۶-۷- آزمون فرضیه‌ها

##### ۶-۷-۱- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

جدول ۷ نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد. آماره  $f$  (۹۲/۴۶۲) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است و نشان‌دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۳۹۵ می‌باشد؛ به این معنی که متغیرهای مستقل و کنترلی استفاده شده در این مدل می‌توانند حدود ۳۹/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند. متغیر دقت پیش‌بینی سود با توجه به ضریب (۰/۱۹۲) و سطح معناداری (۰/۰۰۷) در جدول زیر، تأثیر مثبت و معنادار بر متغیر کارایی سرمایه-گذاری دارد. بین متغیرهای کنترلی بازده دارایی‌ها، انحراف معیار بازده دارایی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه

وجود دارد. با توجه به اینکه دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری، تأثیر مثبت و معنادار دارد، فرضیه اول پژوهش، مورد پذیرش واقع می شود.

#### جدول ۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

$CEE = \gamma_0 + \gamma_1 ForAcc + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 ROA + \gamma_4 TOBIN'S-Q + \gamma_5 Std.ROA + e$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
دقت پیش بینی سود	ForAcc	۰/۱۹۲	۲/۹۳۱	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۷	۰/۹۷۱	۰/۳۱۲
بازده دارایی ها	ROA	۰/۱۲۵	۳/۸۵۶	۰/۰۰۰
ارزش شرکت	TOBIN'S-Q	۰/۰۴۷	۱/۰۲۶	۰/۲۴۱
انحراف معیار بازده دارایی ها	Std.ROA	-۰/۱۵۳	-۳/۲۶۴	۰/۰۰۱
عرض از مبدأ	$\gamma$	۰/۰۲۵	۲/۶۶۳	۰/۰۲۹
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۹۵	آماره f	۹۲/۴۶۲
آماره دوربین واتسون		۱/۹۸۶	سطح معنی داری	۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

#### ۲-۷-۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نتایج جدول ۸ نشان دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. آماره f (۶۱/۳۳۳) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۲۹۱ می باشد. دقت پیش بینی سود به عنوان متغیر مستقل، کارایی سرمایه گذاری به عنوان متغیر وابسته، مالکیت نهادی به عنوان متغیر تعدیلگر و سایر متغیرها به عنوان متغیرهای کنترلی در تحقیق شناخته می شوند. متغیر دقت پیش بینی سود با توجه به ضریب (۰/۱۹۷) و سطح معناداری (۰/۰۰۴) در جدول زیر با متغیر کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و مستقیم دارد. متغیر مالکیت نهادی در دقت پیش بینی سود با توجه به ضریب (۰/۶۳۱-) و سطح معناداری (۰/۰۰۸) در جدول زیر با متغیر کارایی سرمایه گذاری رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیرهای اندازه شرکت، بازده دارایی، انحراف معیار بازده دارایی ها و ارزش شرکت با کارایی سرمایه گذاری رابطه وجود دارد. با توجه به اینکه تأثیر مثبت دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری، هنگامی که مالکیت نهادی بالا است، نسبت به زمانی که مالکیت نهادی پایین می باشد، ضعیف تر است، فرضیه دوم پژوهش مورد پذیرش واقع نمی شود.

### ۳-۷-۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

نتایج جدول ۸ نشان دهنده بهینه بودن مدل برای آزمون فرضیه است. آماره f (۶۱/۳۳۳) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۲۹۱ می باشد. در اینجا متغیر تمرکز مالکیت به عنوان متغیر تعدیلگر در نظر گرفته شده است. متغیر دقت پیش بینی سود با توجه به ضریب (۰/۱۹۷) و سطح معناداری (۰/۰۰۴) در جدول زیر با متغیر کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و مستقیم دارد. متغیر تمرکز مالکیت در دقت پیش بینی سود با توجه به ضریب (۰/۲۷۴) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) در جدول زیر با متغیر کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنادار دارد. بین متغیرهای اندازه شرکت، بازده دارایی ها، انحراف معیار بازده دارایی ها و ارزش شرکت با کارایی سرمایه گذاری رابطه وجود دارد. با توجه به اینکه تأثیر مثبت دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری، هنگامی که تمرکز مالکیت بالاست، نسبت به زمانی که تمرکز مالکیت پایین می باشد، قوی تر است، فرضیه سوم پژوهش مورد پذیرش واقع می شود.

جدول ۸- نتایج حاصل از آزمون فرضیه های دوم و سوم

$CEE = \gamma_0 + \gamma_1 ForAcc + \gamma_2 INSTWN + \gamma_3 ForAcc * INSTWN + \gamma_4 OWNCON + \gamma_5 ForAcc * OWNCON + \gamma_6 SIZE + \gamma_7 ROA + \gamma_8 TOBIN'S-Q + \gamma_9 Std.ROA + e$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
دقت پیش بینی سود	ForAcc	۰/۱۹۷	۲/۹۹۳	۰/۰۰۴
دامی مالکیت نهادی	INSTWN	۰/۱۷۲	۲/۷۸۳	۰/۰۰۶
دامی مالکیت نهادی * دقت پیش بینی سود	ForAcc*INSTWN	-۰/۶۳۱	-۲/۸۴۴	۰/۰۰۸
دامی تمرکز مالکیت	OWNCON	۰/۱۴۷	۲/۳۵۶	۰/۰۱۱
دامی تمرکز مالکیت * دقت پیش بینی سود	ForAcc*OWNCON	۰/۲۷۴	۳/۲۰۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۲۱۲	-۳/۴۷۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	ROA	۰/۵۴۲	۴/۲۴۶	۰/۰۰۰
ارزش شرکت	TOBIN'S-Q	-۰/۰۳۳	-۲/۵۵۳	۰/۰۱۷
انحراف معیار بازده دارایی ها	Std.ROA	۰/۰۸۱	۵/۸۷۳	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	$\gamma_0$	۰/۳۱۱	۲/۵۱۸	۰/۰۱۹
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۹۱	آماره f	۶۱/۳۳۳
آماره دوربین واتسون		۲/۱۴۱	سطح معنی داری	۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

## ۷- بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش رابطه بین کیفیت پیش بینی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به نقش تعدیلگری ساختار مالکیت، مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول حاکی از این بود که دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معنادار دارد. لذا، می توان گفت از آنجایی که مخارج سرمایه ای، منعکس کننده خرید دارایی های بلندمدتی است که به عملیات موجود مرتبط است، احتمالاً توانایی مدیریت برای پیش بینی سود شرکت خود، به پیش بینی بازده پروژه های سرمایه گذاری گسترش می یابد. چراکه مدیریت در هنگام ارزیابی طرح های سرمایه گذاری از مهارت های مشابه مورد استفاده در ارائه پیش بینی سود، نیز بهره می برد. به علاوه، با توجه به اینکه تصمیمات مخارج سرمایه ای به ندرت به اشخاص ثالث نظیر شرکت های مشاوره سرمایه گذاری سپرده می شود. این عمل، انجام پیش بینی و فرآیند ارزش گذاری پروژه ها را به میزان بیشتری به مدیران مربوط می کند. یافته های پژوهش، موافق با یافته های گودمن و همکاران (۲۰۱۴) و همکاران (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) و چن (۲۰۰۵) می باشد اما مخالف با یافته های حسینی (۲۰۱۷) است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش، بیانگر این است که مالکیت نهادی، تأثیر دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری را تعدیل نمی کند. می توان دلیل این امر را این گونه بیان کرد که سهامداران نهادی در بازار سرمایه ایران به دلیل نداشتن تخصص کافی نمی توانند آن طور که باید وظایف سازمانی خود (از جمله امور نظارتی و کنترلی) را به خوبی انجام دهند. یافته های پژوهش، مخالف با یافته های تانگ و نینگ (۲۰۰۴)، چونگ و ژانگ (۲۰۱۱) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) در این زمینه است. همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم، حاکی از این است که تمرکز مالکیت تأثیر مثبت دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری را، تعدیل می کند. این نتیجه، مطابق با تئوری نمایندگی و فرضیه نظارت، مبنی بر اعمال نظارت و کنترل سهامداران عمده بر رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت در ارتباط با تصمیمات سرمایه گذاری، است؛ که این امر منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، کاهش عواملی چون گزینش نادرست یا خطر اخلاقی، می گردد. به طوری که تمرکز مالکیت سبب بهبود انتخاب پروژه ها و کاهش احتمال تلف شدن منابع می شود و در نهایت منجر به حفظ سرمایه اجتماعی می گردد. همچنین، در اینجا می توان به رفع مشکل سواری مجانی اشاره کرد. با وجودی که هزینه نظارت برای سهامداران خرد قابل تحمل نیست، سهامداران عمده به دلیل درصد مالکیت قابل توجه خود، انگیزه و توان کافی را برای نظارت بر عملکرد مدیریت دارند. لذا تمرکز مالکیت یک سازوکار کلیدی حاکمیت شرکتی محسوب می شود. این یافته ها، موافق با پژوهش های جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶)، شیفر و ویشنی (۲۰۱۲)، دیدار و همکاران (۱۳۹۷) و هاشمی و مشعشی (۱۳۹۷) می باشد.

یافته های پژوهش حاضر می تواند برای سرمایه گذاران در راستای سرمایه گذاری مناسب و تخصیص بهینه منابع، مفید واقع شود. به سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود که هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری به دقت پیش بینی سود مدیریت (معیار قابل مشاهده توسط ذینفعان برون سازمانی) و تمرکز

مالکیت توجه کنند. با توجه به اینکه نتایج فرضیه سوم حاکی از این بود که تمرکز مالکیت با توجه به نقش نظارتی خود، منجر به تعدیل تأثیر دقت پیش بینی سود بر کارایی سرمایه گذاری، می گردد. بر اساس یافته های پژوهش پیشنهاد می گردد که سهامداران و هیئت مدیره شرکت ها با ایجاد سازوکارهای نظارتی بیشتر، منجر به کنترل رفتارهای فرصت طلبانه مدیران شوند. به علاوه، پیشنهاد می شود تمرکز مالکیت که یک سازوکار کلیدی حاکمیت شرکتی محسوب می شود، در شرکت ها اعمال شود.

#### ۱۰- فهرست منابع

- ۱) اسدی، غلامحسین، مهدی نیکروش و علیرضا نجف پورکردی، (۱۳۹۲)، "تأثیر محافظه کاری حسابداری بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران"، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری، ۳ (۱۰)، صص ۸۹-۱۰۷.
- ۲) ایزدی نیا، ناصر و وحید روح الهی، (۱۳۹۶)، "تأثیر جریان های نقدی آزاد مازاد، نظام راهبری شرکتی و اندازه شرکت بر پیش بینی پذیری سود"، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹ (۳۶)، صص ۱۳۱-۱۴۹.
- ۳) بحری ثالث، جمال، عسکر پاک مرام و سعید یوسفی، (۱۳۹۶)، "نقش کیفیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین جریان های نقدی آزاد و دست کاری فعالیت های واقعی"، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹ (۳۶)، صص ۴۹-۷۱.
- ۴) بیابانی، شاعر و ستاره رضی کاظمی، (۱۳۹۲)، "ساختار مالکیت (ترکیب سهامداری و تمرکز) و سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶ (۲۰)، صص ۱۵-۲۸.
- ۵) تقی زاده خانقاه، وحید، یونس بادآور نهندی، علی اصغر متقی و هوشنگ تقی زاده، (۱۳۹۸)، "ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه گذاری با تأکید بر مالکیت سرمایه گذاران نهادی"، فصلنامه حسابداری مدیریت، ۱۲ (۴۳)، صص ۱-۱۶.
- ۶) حساس یگانه، یحیی و مسعود و حسنی القار، (۱۳۹۸)، "بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری، ۹ (۳)، صص ۲۵-۵۴.
- ۷) حساس یگانه، یحیی، هدی اسکندر و محمد مرادی، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۵۲)، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ۸) دیدار، حمزه، مهدی حیدری و سعید پوراسد، (۱۳۹۷)، "تأثیر کوتاه بینی مدیریتی بر کارایی شرکت ها با نقش تعدیل کننده کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، ۹ (۱)، صص ۱۴۷-۱۶۹.

- ۹) ذوالفقاری، علی، مهدی مرادی، مهدی بهنام و زکیه مرندی، (۱۳۹۸)، "تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی، عدم نقد شوندگی سهام و تمرکز مالکیت بر دقت پیش‌بینی سود"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱ (۴۴)، صص ۱۹۳-۲۱۶.
- ۱۰) سیدجمالی، ذکیه‌سادات و میثم دعائی، (۱۳۹۷)، "رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به اثر تعدیلگری عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۲ (۶)، صص ۱۱۰-۱۲۶.
- ۱۲) کرمی، غلامرضا، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۵۴)، صص ۸۱-۱۰۰.
- ۱۳) میدری، احمد، (۱۳۸۱)، "سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران"، رساله دکتری. دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
- ۱۴) هاشمی، سیدعباس و سیدمحمد مشعشعی، (۱۳۹۷)، "بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها"، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۷ (۲۷)، صص ۱۹۹-۲۲۵.
- 15) Ashbaugh, H., Collins, D. W., & Lafond, R. (2004), "Corporate Governance and Cost of Equity Capital", Available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers>.
- 16) Badrinath, S. G., Gay, G. & Kale, J. (1989), "Patterns of Institutional Investments, Prudence, and Managerial Safety Net Hypothesis", *Journal of Risk and Insurance*, 56 (4), PP. 605-629.
- 17) Biddle, G, G. Hilary, & R. Verdi. (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), PP. 112-131.
- 18) Brennan, M. J. (2003), "Corporate Investment Policy", *Handbook of The Economics of Finance*, 1, PP. 167-214.
- 19) Bushee, B. J. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, Vol. 73, PP. 305-334.
- 20) Chaplinsky S., M. Schill, & P. Doherty. (2006), "Methods of Valuation for Mergers and Acquisitions", Darden Graduate School of Business Note #UVA-F-1274. University of Virginia.
- 21) Chen, Z., (2005), "Two Essay on Corporate Governance and Earning Quality", [www.lib.umi.com](http://www.lib.umi.com).
- 22) Chung, K. & Zhang, H. (2011), "Corporate Governance and Institutional Ownership", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (1), PP. 247- 273.
- 23) Cohen, D., R. Mashruwala. & T. Zach. (2010), "The Use of Advertising Activities to Meet Earnings Benchmarks: Evidence from Monthly Data", *Review of Accounting Studies*, 15(4), PP. 808-832.
- 24) Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006), "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations", *The Journal of Finance*, 61 (2), PP. 655-687.

- 25) Elyasiani, E., & Jia, J. (2008), "Institutional Ownership Stability and BHC Performance", *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), PP. 1767-1781.
- 26) Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., & Petersen, B.C. (1988), "Financing Constraints on Corporate Investment", *Brook. Pap. Econ. Activity*, PP. 141-195.
- 27) Fuller, J. and Jensen, M. (2002), "Just Say no to Wall Street :Putting a Stop to The Earnings Gam", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(4), PP. 41-46.
- 28) Gill, Amarjit S. & Biger, Nahum (2013), "The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency of American Manufacturing Firms", *Managerial Finance*, Vol. 39, No. 2, PP. 116-132.
- 29) Goodman, Theodore H. Neamtiu, Monica, Shroff. Nemit& Hal D, Whith, (2014), "Management Forecast Quality and Capital Investment Dicionsions", *Journal of Accounting Review*, PP. 331-365.
- 30) Graham, J. R. & C. R. Harvey. (2001), "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from The Field", *Journal of Financial Economics*, 60(2), PP. 187-243.
- 31) Habib., A. (2011), "Growth Opportunities, Earnings Permanence and the Valuation of Free Cash Flow", *Journal of Australasian Accounting Business and Finance*, 5, PP. 99-122.
- 32) Huang, K. (2020), "Management Forecast Errors and Corporate Investment Efficiency", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 16, Issue 3.
- 33) He, W., & N.A. Kyaw. (2018), "Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs", *Research in International Business and Finance*, Vol. 43, PP. 48-57.
- 34) Houcine, A. (2017), "The Effect of Financial Reporting Quality on Corporate Investment Efficiency: Evidence from the Tunisian Stock Market", *Research in International Business and Finance*, Vol. 42, PP. 321-337.
- 35) Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economics Reviw*, 76, PP. 323-339.
- 36) Jensen, M., & W.H. Meckling. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, PP. 305-360.
- 37) Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005), "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting Research*, 43, PP. 453-486.
- 38) kasznik, R. (1999), "On The Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management", *Journal of Accountyng Reserch*, 37, PP. 57-81.
- 39) Lei, Q, & Chen, H. (2019), "Corporate Governance Boundary, Debt Constraint, and Investment Efficiency", *Emerging Markets Finance & Trade*, 55 (5), PP. 1091-1108.
- 40) Matsumoto, D. (2002), "Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises", *The Accounting Review*, 77, PP. 483-514.
- 41) Maug, E. (1998), "Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade – off between Liquidity and Control?", *Journal of finance*, 53, PP. 65-98.
- 42) Roychowdhury, S. (2006), "Earnings Management Through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), PP. 335-370.
- 43) Shahzad, F., Rehman, I, U., Hanif, W., Asim, G, A., & Baig, M,F,. (2019), "The Influence of Financial Reporting Quality and Audit Quality on Investment Efficiency Evidence from Pakistan", *International Journal of Accounting & Information Management*, 27 (4), PP. 600-614.

- 44) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2012), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52(2), PP. 737-783.
- 45) Stulz, R. M. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, 26(1), PP. 3-27.
- 46) Trueman, B (1986), "Why Do Managers Voluntarily Release Earning Forecasts?", *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), PP. 53-71.
- 47) Tong, s, & Ning, Y. (2004), "Does Capital Structure Affect Institutional Investor Choices?", *The Journal of Investing*, 13(4), PP. 53-66.
- 48) Tsai, H & Gu, Z. (2007), "The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance", *Hospitality Management*, Vol. 26, PP. 517-530.
- 49) Verdi, R. (2006), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", Working Paper, Available at SSRN: <http://www.ssrn.com>.





## Abstract

---

### The Effect of Management Forecast Quality on Investment Efficiency Considering the Role of Ownership Structure

Fatemeh Dehghan<sup>1</sup>  
Omid Pourheidari<sup>2</sup>  
Ahmad Khodamipour<sup>3</sup>

Received: 28/ December /2021 Accepted: 01/ March /2022

#### Abstract

The purpose of this paper was to investigate the Effect of Management Forecast Quality on investment efficiency considering the Moderating role of ownership structure. The statistical population of the research is listed companies in Tehran Stock Exchange. In this regard, the data of 129 companies in the period between 2009 to 2018, has been investigated by applying a multivariate regression model. Data has been extracted from Codal site and Rahaward software Version 3. The data were analyzed by eviews software version 11. Before testing the research models, using F-Limer and Hausman tests, panel data with fixed effects were selected for testing the models. The present study is of a correlational nature and in terms of purpose, it is an applied research. In this study, institutional ownership and ownership concentration were used to measure ownership structure. The results indicated that earnings Forecast accuracy has a positive and significant effect on investment Efficiency. In addition, institutional ownership does not strengthen the relationship between earnings Forecast accuracy and investment efficiency. But the ownership concentration moderates the effect of earnings Forecast accuracy on investment efficiency.

**Keywords:** Management Forecast Quality, Investment Efficiency, Institutional Ownership and Ownership Concentration.

---

1- Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran.

Dehghanf51@gmail.com

2- Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. Corresponding Author.

Opourheidari@uk.ac.ir

3- Department of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran.

Khodamipour@yahoo.com



پرویشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی