

بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهیها با کارآیی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد گودرزی^۱

هانی بابازاده شیروان^۲

تاریخ پذیرش: ۹۴/۴/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۴/۲/۵

چکیده

در این تحقیق به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهیها با کارآیی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. جامعه آماری این تحقیق را ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند که در قلمرو زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۲ مورد بررسی واقع شده‌اند. برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری از دو شاخص (کارایی سرمایه گذاری بر اساس دارایی های غیر جاری و شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه گذاریهای بلند مدت) و برای شاخص کیفیت گزارشگری مالی، کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش به عنوان جانشین کیفیت گزارشگری و برای ساختار سررسید بدهی، نسبت بدهی بلند مدت به کل بدهی ها به منزله نماینده ساختار سررسید بدهی در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که بین کیفیت صورت‌های مالی و سررسید بدهی ها با کارآیی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنا داری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس دارایی‌های غیر جاری، سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه گذاری‌های بلند مدت، کیفیت گزارشگری مالی، ساختار سررسید بدهی ها.

۱- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد الکترونیکی، گروه حسابداری ahmed_good2003@yahoo.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد الکترونیکی، گروه حسابداری hani_babazadehsh@yahoo.com

این عوامل کیفیت صورتهای مالی می‌باشد. جایگاه ارزشمند اطلاعات در توسعه اقتصادی و سرمایه‌گذاری مورد اتفاق صاحب‌نظران علوم اقتصادی است (حیدری کردزنگنه و عالیپور، ۱۳۸۶). گزارش‌های مالی یکی از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که انتظار می‌رود نقش موثری در توسعه سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی آن ایفا نماید. از دیگر عواملی که می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد سررسید بدهیهای شرکت است. ساختار زمانی بدهی‌های شرکت اخیراً توجه متخصصان مالی و اقتصاددانان را جلب کرده است و بدهی‌ها را دارای نقش انطباقی بر روی رفتار مدیران عنوان می‌کنند. گراسمان و هارت (۱۹۸۲) بیان می‌دارند که سطوح بالاتر بدهی ریسک ورشکستگی را افزایش می‌دهد، از سوی دیگر علاوه بر تضاد موجود بین سهامداران و مدیران، تضاد منافی نیز بین سهامداران و اعتباردهندگان وجود دارد. اعتباردهندگان ترجیح می‌دهند که مدیران پروژه‌هایی را که ریسک اندک دارند انجام دهند. برخلاف سهامداران، مدیران نیز به خاطر این که در معرض ریسک مخصوص شرکت هستند، ممکن است سبب سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه محتاطانه‌ای را ترجیح دهند. از این رو آن‌ها به بدهی کوتاه مدت به خاطر فرصت نظارت بیشتر خودشان بر شرکت بیش از بدهی بلند مدت علاقه داشته و این نوع بدهی را به شرکت‌هایی که توسط هیات مدیره قوی خود کنترل می‌شوند، پیشنهاد می‌کنند. علاوه بر این بدهی کوتاه مدت، به مدیران مجال انجام پروژه‌های بلندپروازانه و پر ریسک را نیز نمی‌دهد (حاجیه‌ها، ۱۳۹۱). با توجه به فرضیه هزینه نمایندگی باکلی و اسمی (۱۹۹۵) هر شرکت برای حل مشکل نامتقارن بودن اطلاعاتی، سررسید بدهی بهینه را انتخاب می‌کند.

اطلاعات حسابداری از مهمترین منابع اطلاعاتی است که به عنوان محصول اصلی سیستم حسابداری، نقش اساسی در تصمیم‌گیری‌های گروه‌های مختلف بازار سرمایه ایفا می‌کند. این اطلاعات طی یک فرایند محاسباتی و براساس اصول و استانداردهای مراجع ذیصلاح اندازه‌گیری و ارائه می‌شوند و اگر از شفافیت لازم برخوردار نباشد، احتمال تصمیم‌گیری‌های نادرست بوسیله گیرنده اطلاعات افزایش می‌یابد. (برابر بند ۶ استاندارد شماره یک حسابداری ایران، ترجمه استاندارد بین‌المللی شماره یک)، هدف از گزارشگری مالی، ارائه اطلاعاتی طبقه بندی شده درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری است که برای طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان صورتهای مالی در اتخاذ تصمیمهای اقتصادی مفید واقع می‌شود. وجود اطلاعات مالی شفاف و قابل مقایسه، یکی از ارکان مهم پاسخگویی و تصمیم‌گیری‌های آگاهانه بوده و در رشد و توسعه اقتصادی اثرگذار است. طبیعی است که اطلاعات مالی با کیفیت مطلوب، در تصمیم‌گیری‌ها و تخصیص بهینه منابع و کارایی بازار اثر مثبت دارد که خود رشد، توسعه و رفاه اجتماعی را به دنبال دارد. باتوجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو می‌باشند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راه‌کارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند. در این راستا یکی از راه‌کارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار با اهمیت می‌باشد. عوامل مختلفی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر گذار می‌باشد. یکی از

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

این تحقیق به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید بدهیها با کارایی سرمایه گذاری می پردازد. عوامل مختلفی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر دارد، انتظار می رود کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، کارایی سرمایه گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین واحد تجاری و تامین کنندگان خارجی سرمایه بهبود بخشد. به عبارت دیگر کیفیت گزارشگری مالی می تواند کارایی سرمایه گذاری را از دو طریق بهبود بخشد (وردی، ۲۰۰۷). اول از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران و در نتیجه کاهش هزینه تامین مالی؛ و دوم از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران و مدیران و در نتیجه کاهش هزینه های نظارت و بهبود انتخاب پروژه. از دیگر عواملی که بر کارایی سرمایه گذاری موثر است، ساختار سررسید بدهیها می باشد که اخیرا توجه متخصصان مالی را به خود جلب کرده است و بدهی را دارای نقش انطباقی بر روی رفتار مدیر می داند. بحرانهای مالی اخیر جهانی اهمیت ساختار زمانی منابع شرکت را برای ثبات مالی مورد تأکید قرار داده و به تدوین کنندگان قانون و استانداردگذاران خاطر نشان می سازد که در حال حاضر چارچوب مناسبی برای تطابق زمانی منابع وجود ندارد (سگورا و سوارز^۱، ۲۰۱۰؛ تارولو^۲، ۲۰۰۹). تحقیقات نشان می دهد که سررسید منابع شرکت زمینه های پیش بحران را برای بحرانهای مالی جهانی آماده ساخته است. اغلب شرکت ها به نوعی از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده می کنند. ساختار بدهی یکی از شاخصهای مهم تعیین کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می شود (مادان^۳، ۲۰۰۷). از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکت حیاتی هستند (احمد شیخوونگ^۴، ۲۰۱۱) با این حال

انتخاب ساختار بدهی ساده نیست و تصمیم گیری اشتباه منجر به هدایت شرکت به بحران و ورشکستگی می گردد. مطالعه ادبیات نشان می دهد که رابطه بین ساختار بدهی و ارزش شرکت در تحقیقات بسیاری مورد بررسی قرار گرفته است (آبور^۵، ۲۰۰۵). میز (۱۹۷۷) معتقد است که شرکت بدهی را می خواهد که سررسید آن از نظر زمانی با زمانی که فرصت های سرمایه گذاری جدیدش آشکار می شوند تطبیق داشته باشند. در صورت تطبیق سررسید دارایی ها با بدهی های شرکت هزینه معاملات به ویژه هزینه های تامین مالی مجدد، بدهی کوتاه مدت را حداقل می کند. اگر سررسید بدهی قبل از فرصت های رشد شرکت باشد، بدهی کوتاه مدت مسئله سرمایه گذاری کمتر از واقع را کاهش می دهد؛ مسئله ای که ناشی از تضاد بین اعتباردهندگان و سهامداران است. این گزینه برای تجدید قرارداد و کاهش هزینه های نمایندگی وام دهندگان و شرکت ها فرصتی را فراهم می کند (ترا^۶، ۲۰۱۱). شرکت برای حل مشکل تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان، سررسید بدهی را کاهش می دهد.

۳- مدل پژوهش و متغیرهای آن

هدف این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا کیفیت گزارشگری مالی و ساختار سررسید بدهیها با کارایی سرمایه گذاری رابطه دارد یا خیر. برای این منظور، از دو مدل زیر استفاده می شود:

(۱) مدل اول برای بررسی رابطه کیفیت گزارشگری

مالی با کارایی سرمایه گذاری

$$INV = \alpha_t + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 LnAge_{i,t} + \beta_3 Tang_{i,t} + \beta_4 StdCFO_{i,t} + \beta_5 InseI_{i,t} + \sum \beta_6 Industrydummies + \epsilon_{i,t}$$

۲) مدل دوم برای بررسی رابطه ساختار سررسید بدهی ها با کارایی سرمایه گذاری

$$INV = \alpha_t + \beta_1 STDEBT_{i,t} + \beta_2 LnAge_{i,t} + \beta_3 Tang_{i,t} + \beta_4 StdCFO_{i,t} + \beta_5 Insele_{i,t} + \sum_j \beta_6 Industrydummies + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن، INV کارایی سرمایه گذاری، FRQ کیفیت گزارشگری مالی و $STDEBT$ ساختار سررسید بدهی - هاست.

کارایی سرمایه گذاری

به عبارت ساده سرمایه گذاری عبارت است از عدم استفاده از منابع در زمان حال و به جریان اقتصادی انداختن آن به امید به دست آوردن منابع جدید در آینده که منابع جدید از منابع فعلی دارای ارزش بیشتری باشد. شایان ذکر است در این فرایند نرخ بهره، تورم و بازده مورد انتظار نیز می بایست بررسی شود. کارایی سرمایه گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت هایی که سرمایه گذاری در آن بیش تر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت هایی که نیاز بیشتری به سرمایه گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه گذاری).

معیارهای تعیین کارایی سرمایه گذاری

در تعیین کارایی سرمایه گذاری، حداقل دو معیار نظری وجود دارد: معیار اول بیان می کند که به منظور تأمین مالی فرصت های سرمایه گذاری، نیاز به جمع آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا، همه پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین مالی شوند. اگرچه، تعداد زیادی از تحقیقات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت های مالی،

توانایی مدیران در تأمین مالی را محدود می سازد (هویارد^۷، ۱۹۹۸) یکی از مواردی که می توان استنباط نمود آن است که شرکت های مو اجه با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به دلیل هزینه های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف نظر نمایند که این امر، به کم سرمایه گذاری منجر می شود. معیار دوم نیز بیان می کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیحی با آن انجام شود. برای مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه گذاری ناکارا نمایند. بیشتر مقالات موجود در این حوزه، پیش بینی می کنند که انتخاب پروژه های ضعیف، موجب بیش سرمایه گذاری می شود (استین^۸، ۲۰۰۳).

تعداد اندکی از این مقالات نیز پیش بینی می کنند که انتخاب پروژه های ضعیف، می تواند سبب کم سرمایه گذاری گردد (برترند و مولیناتان، ۲۰۰۳). عدم تقارن اطلاعاتی می تواند بر هزینه های تأمین مالی و انتخاب پروژه تاثیر گذارد. به عنوان مثال، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران (که اغلب مشکل انتخاب ناسازگار نامیده میشود)، محرکی مهم برای افزایش هزینه های تأمین مالی شرکت هایی است که درصدد تأمین مالی برای فرصت های سرمایه گذاری شان هستند. میر و مجلوف (۱۹۸۴) یک مدل را که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران منجر به کم سرمایه گذاری می شود، ارائه نموده اند. آنان نشان داده اند موقعی که مدیران در جهت منافع سهامداران کنونی عمل می نمایند و شرکت نیاز به تأمین مالی برای پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت دارد، مدیران ممکن است حتی به قیمت صرف نظر کردن از فرصت های سرمایه گذاری،

مدیران و سایر نیروهای درون سازمانی می توانند از راه‌های گوناگون از این مزیت اطلاعاتی بهره‌مند شوند که به زیان سرمایه‌گذاران خارجی تمام خواهد شد (هندریکسن، ۱۹۹۲).

حسابداری مالی و گزارشگری می تواند به عنوان سازوکاری در نظر گرفته شود که به وسیله آن به حل این مساله پرداخت و به شیوه ای مدبرانه اطلاعات درون سازمانی را به اطلاعات برون سازمانی تبدیل کند (اسکات ۲۰۰۳) حسابداران نیز برای کاهش مشکل گزینش نادرست سیاست افشای کامل را پذیرفته‌اند تا میزان اطلاعات در اختیار عموم افزایش یابد (هندریکسن، ۱۹۹۲).

مخاطره اخلاقی نوعی از اطلاعات نامتقارن است که در یک سیستم اقتصادی یک یا چند نفر از طرف های قرارداد یا معامله بالقوه می توانند شاهد انجام شدن خواسته های خود در معامله باشند ولی طرف دیگر نمی تواند شاهد چنین رخدادی باشد. در واقع بدان سبب مساله مخاطره اخلاقی به وجود می آید که مالکیت بیشتر واحد تجاری بزرگ از سیستم اعمال کنترل (مدیریت بر این شرکت ها) متمایز است یعنی برای سهامداران و بستانکاران غیر ممکن است که بر همه کارهای مدیر ارشد و کیفیت کار او نظارت مستقیم داشته باشند، از این رو امکان دارد مدیر وسوسه شود کم کاری کند و گناه کاهش یافتن عملکرد را به گردن عواملی بگذارد که ورای کنترل وی می باشند. به عنوان مثال با توجه به اهمیتی که سود خالص گزارش شده برای مدیر دارد، وی در صدد بر می آید به سیاست‌هایی توجه کند که در سیستم حسابداری مورد استفاده قرار می گیرند. چنین توجه یا نگرانی از جانب مدیر منجر به دیدگاه یا اصلی می‌شود که آن را پیامدهای اقتصادی می نامند. یعنی رویه‌های حسابداری برای مدیران اهمیت زیادی دارد. انعقاد قرارداد و ارزیابی عملکرد مدیر بر اساس

از تامین مالی با انتشار اوراق به قیمت کمتر، اجتناب کنند. بعلاوه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران (که اغلب تضاد مالک نماینده نامیده میشود) ممکن است مانع سرمایه گذاری کارا شود. چون مدیران درصدد حداکثر کردن منافع شخصی‌شان می باشند، می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که ممکن است به بهترین نحو منافع سهامداران را تامین نکند (برلی و مینز، ۱۹۳۲). دلیل اینکه چرا مدیران به طور غیر کارا سرمایه‌گذاران را سرمایه گذاری می‌کنند، بر اساس مدل‌های مختلف، متفاوت است اما شامل مصرف عواید (جنسن ۱۹۸۶ و ۱۹۹۳)، موضوعات دوره کاری مدیر (هولمسترم، ۱۹۹۹) و ترجیح یک زندگی آرام (برتلند و مولایتان، ۲۰۰۳) می باشد. مسئله مهم، ارتباط پیش بینی شده‌ای است که بیان می کند، مشکلات نمایندگی می‌تواند بر کارایی سرمایه گذاری به دلیل انتخاب پروژه ضعیف، اثر گذار باشد و نیز موجبات افزایش هزینه های تامین مالی را، در صورتی که سرمایه‌گذاران پیش بینی نمایند که مدیران میتوانند از منابع سوء استفاده نمایند، فراهم سازند (لامبرت، لئوز و ورچیا، ۲۰۰۳). در مجموع بحث بالا حاکی از آن است که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذار و نیز بین مالک و نماینده می تواند مانع سرمایه گذاری کارا گردد.

دو نوع عمده از اطلاعات نامتقارن، گزینش نادرست و مخاطره اخلاقی است. گزینش نادرست گونه‌ای از اطلاعات نامتقارن است که در یک سیستم اقتصادی، یک یا چند نفر از طرف های قرارداد یا یک معامله بالقوه نسبت به طرف دیگر دارای مزیت اطلاعاتی است. در واقع بدان سبب مسئله گزینش نادرست به وجود می آید که برخی از اشخاص مانند مدیران شرکت و نیروهای درون سازمانی در مورد شرایط کنونی و چشم انداز آینده شرکت در مقایسه با سرمایه‌گذاران خارجی اطلاعات بیشتری دارند.

شاخص سود خالص می تواند به عنوان سازوکاری در نظر گرفته شود که به وسیله آن به حل این مساله پرداخت و به شیوه ای مدبرانه آگاهی بازار نیروی کار و بازار بورس و همچنین انگیزه لازم برای مدیریت را فراهم آورد (هندریکسن، ۱۹۹۲).

تضاد بالقوه منافع بین مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان مواردی چون ساختار سرمایه، فعالیت-های حاکمیت شرکتی و سیاست‌های سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر خود قرار می‌دهد که به ترتیب می‌تواند تصمیمات ناکارای مدیریت و سرمایه‌گذاری نامطلوب و به دنبال آن برخی از مسائل از جمله سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را به وجود آورد. در این وضعیت تعامل بین تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری، هزینه‌هایی را ایجاد می‌کند که می‌تواند مزایای مالیاتی برای بدهی داشته باشد و بیان کند که چرا بسیاری از شرکت‌ها علی‌رغم داشتن سودهای بالا ترجیح می‌دهند تا از حقوق صاحبان سهام حتی اگر بسیار گران باشد، به عنوان منبع تامین مالی استفاده کنند.

کیفیت گزارشگری مالی

کیفیت گزارشگری مالی عبارت از دقت اطلاعات گزارش شده برای تشریح بهتر عملیات شرکت است. در عمل، اطلاعات مربوط به جریان وجه نقد شرکت از جمله اطلاعات مورد علاقه سرمایه‌گذاران است. این تعریف از کیفیت گزارشگری مالی منطبق بر تعریف هیئت تدوین استانداردهای حسابداری است که عنوان می‌کند یکی از هدفهای گزارشگری مالی، آگاه کردن اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بالقوه برای کمک به تصمیم‌گیری منطقی و ارزیابی جریان وجه نقد مورد انتظار شرکت است (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۹). کیفیت گزارشگری مالی از دیدگاه بعضی محققان دارای تعاریف متعددی است و نوع تعریف

به دیدگاه فرد بستگی دارد. کیفیت گزارشگری مالی از دیدگاه پنمن برگرفته از اطلاعات سود دوره جاری شرکتها برای پیش بینی سودهای آتی می‌باشد. وی معتقد است سرمایه‌گذاران از سود دوره قبل شرکت‌ها استفاده می‌کنند تا سود دوره‌های آتی را پیش بینی نمایند و یا به عبارتی آن‌ها را خریداری نمایند. در این صورت گزارش‌های مالی بیشتر جنبه پشتیبانی برای تصمیمات خرید خواهند داشت. وی معتقد است تعریف گزارشگری مالی خیلی کلی و مبهم است و باید آن را از دید فردی دید که آن را تعریف می‌کند (پنمن، ۲۰۰۱). کیفیت گزارشگری مالی محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی حسابداری برای پیش بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی می‌باشد.

نظریه دیچاو

دیچاو و همکاران (۲۰۱۰) با بررسی تفضیلی ۳۰۰ مطالعه راجع به مقوله کیفیت که عموماً در چهار مجله در حسابداری به چاپ رسیده‌اند، تعریف کاملاً بازی را از کیفیت ارائه نموده‌اند. بر اساس نظر آنان کیفیت بالاتر عبارتست از: فراهم آوردن اطلاعات بیشتر راجع به ویژگی‌های عملکرد مالی واحد تجاری که به تصمیم‌گیری از یک تصمیم‌گیرنده معین، مربوط است. آنان در ارتباط با تعریف مزبور سه نکته را مورد تاکید قرار می‌دهند. اول این که در تعریف یادشده، کیفیت مقید به مربوط بودن اطلاعات به تصمیم است و لذا تحت آن تعریف، کیفیت اطلاعات به تنهایی بی‌معنی است مگر در زمینه یک تصمیم معین. دوم اینکه کیفیت اطلاعات تابع میزان اطلاعاتی است که راجع به عملکرد مالی شرکت ارائه می‌شود. سوم اینکه کیفیت اطلاعات همزمان توسط مربوط بودن ویژگی‌های ذاتی عملکرد مالی به هر تصمیم و نیز توانایی سیستم حسابداری در اندازه‌گیری عملکرد تعین می‌شود (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۱)

ساختار سررسید بدهی ها

بحرانهای مالی اخیر جهانی اهمیت ساختار زمانی منابع شرکت را برای ثبات مالی مورد تأکید قرار داده و به تدوین کنندگان قانون و استانداردها گذاران خاطرنشان می‌سازد که در حال حاضر چارچوب مناسبی برای تطابق زمانی منابع وجود ندارد. ساختار سرمایه به زمان و موعد پرداخت بدهی ها اطلاق می‌شود که در ساختار بهینه سرمایه شرکت بحث زمان سررسید بدهی‌ها از عوامل مهم به شمار می‌رود. از زمان تحقیق مودبگیلیانی و میلر^۹ روی ساختار سرمایه، مطالعات زیادی سعی در تبیین تصمیمات ساختار سرمایه کرده اند و تئوری های مختلفی همچون تئوری هزینه های نمایندگی، تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، تئوری اهرم، فرضیه موازنه، فرضیه علامت دهی و فرضیه تطابق سررسید در رابطه با ساختار بدهی و عوامل شرکت پیشنهاد شده است.

۴- فرضیه های پژوهش

با توجه به اهداف تحقیق، فرضیه های زیر مطرح می‌گردد تا اطلاعات بر مبنای آنها جمع آوری و سپس نسبت به آزمون فرضیه ها اقدام گردد.

فرضیه اصلی ۱: بین افزایش کیفیت صورت‌های مالی و کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنی وجود داری دارد.

فرضیه فرعی ۱-۱: بین افزایش کیفیت صورت‌های مالی و کارایی سرمایه گذاری بر اساس دارایی‌های غیر جاری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین افزایش کیفیت صورت‌های مالی و شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه گذاری های بلندمدت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲: ساختار سررسید بدهی ها بر کارایی سرمایه گذاری رابطه معنی داری دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین افزایش ساختار سررسید بدهی ها بر کارایی سرمایه گذاری بر اساس داراییهای غیر جاری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: بین افزایش ساختار سررسید بدهی ها بر شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه گذاری های بلندمدت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

۵- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، پژوهشی توصیفی از نوع همبستگی چند متغیری است و از داده های گذشته نگر استفاده شده است. از روش مطالعات کتابخانه ای برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه پژوهش استفاده شد. اطلاعات مربوط به متغیرها نیز از صورت های مالی شرکت ها، نرم افزار ره آورد نوین و اطلاعاتی های مربوط به شرکت ها جمع آوری و به وسیله نرم افزار اکسل تجزیه و تحلیل گردید. به منظور آزمون آماری نیز از رگرسیون چند متغیری و نرم افزار SPSS نسخه ۱۸ استفاده شد. نکته قابل ذکر این است که قبل از استفاده از مدل رگرسیونی و گرفتن نتایجی از آن باید آزمون های تکمیلی انجام داد تا بتوان به آن مدل و نتایج حاصله از آن اتکا کرد. بنابراین، آزمون های تکمیلی لازم نیز در این خصوص انجام شد.

۶- مدل های پژوهش و متغیرهای آن

کارایی سرمایه گذاری و نحوه سنجش آن

در این تحقیق، از دو مدل بر مبنای تغییر در دارایی های غیر جاری و تغییر در سرمایه گذاری های بلندمدت شناسایی شده توسط (بیدل، هیلاری و وردی، ۲۰۰۸) برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری، استفاده شده است. مدل (۱) کارایی سرمایه گذاری را بر مبنای دارایی غیر جاری اندازه گیری می‌کند و نحوه برآورد آن به صورت زیر است:

مدل (۱)

$$I_{NCA} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{CFO}{NCA_{t-1}} + \gamma_2 MTB + \gamma_3 SR_{t-1} + \varepsilon_t$$

که در آن:

شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در دارایی های غیر جاری؛

CFO: جریان وجوه نقد حاصل از عملیات؛

جمع تغییر دارایی های غیر جاری در پایان سال مالی قبل؛

توین؛ Q شاخص MTB:

رشد درآمد فروش در پایان سال مالی قبل و مقادیر خطا می باشد.

پس از برآورد مدل (۱)، با قراردادن مقادیر واقعی

در این مدل، مقادیر خطا برای هر شرکت - سال محاسبه، و با ضرب نمودن منفی یک در مقادیر

خطای منفی، معیار بررسی کارایی سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در دارایی های غیر جاری بدست می آید.

همچنین، همان طور که اشاره شد، کارایی سرمایه

گذاری، با استفاده از مدل شناسایی شده توسط (بیدل،

هیلازی و وردی، ۲۰۰۸) بر مبنای تغییر در سرمایه

گذاری های بلندمدت نیز محاسبه شده است. مدل

(۲) کارایی سرمایه گذاری را بر مبنای تغییر در

سرمایه گذاری های بلندمدت اندازه گیری می کند که

نحوه برآورد آن به شرح زیر است:

مدل (۲)

$$I_{LTI} = \gamma \frac{CFO_t}{LTI_{t-1}} + \gamma_1 MTB_t + \gamma_2 SR_{t-1} + \gamma_3 \frac{OP}{TA} + \varepsilon_t$$

که در آن:

شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه

گذاری های بلندمدت؛

تغییر سرمایه گذاری های بلندمدت در پایان سال مالی

قبل؛

نسبت سود عملیاتی بر جمع دارایی هاست.

همانند مدل قبلی، با قراردادن مقادیر واقعی

در مدل برآورد شده، مقادیر خطا برای هر شرکت -

سال محاسبه می شود که با ضرب نمودن منفی یک

در مقادیر خطای منفی، معیار بررسی کارایی سرمایه

گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه گذاری های بلند

مدت حاصل می گردد.

شاخص کیفیت گزارشگری مالی

با استفاده از مدل دیچو و دجو (۲۰۰۲)

رگرسیون سرمایه در گردش ارقام تعهدی برای

جریان های نقدی گذشته، حال و آینده بعلاوه تغییر

در درآمد و ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و

تجهیزات محاسبه می شود. کیفیت ارقام تعهدی،

پسماندهای استاندارد شده این رگرسیون می باشد

(وردی ۲۰۰۶)

$$Accruals_{i,t} = \alpha + \beta_1 * CF_{i,t-1} + \beta_2 * CF_i + \beta_3 * CF_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$- \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD) - Dep$$

: تغییر در داراییهای جاری : تغییر در وجه

نقد / معادل های وجه نقد

: تغییر در بدهی های جاری : تغییر در

تسهیلات مالی دریافتی کوتاه مدت

: استهلاك داراییهای مشهود و نامشهود : سود خالص

قبل از ارقام غیر مترقبه - ارقام تعهدی : تغییر در درآمد

: ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات :

جریان خالص وجوه نقد عملیاتی

ساختار سررسید بدهی ها

با توجه به تحقیق آنتونیو و همکاران (۲۰۰۶) کای

و همکاران (۲۰۰۸) ماگری (۲۰۱۰) و ونگ و همکاران

(۲۰۱۰) برای ساختار سررسید بدهی، نسبت بدهی

بلندمدت به کل بدهی ها به منزله نماینده ساختار

سررسید بدهی در نظر گرفته شده است.

متغیرهای کنترلی

برای کاهش دیگر عوامل بر متغیرهای وابسته از متغیرهای کنترلی به شرح زیر استفاده شده است:

محاسبه T در این تحقیق از عمر شرکت در زمان = خواهد شد

=نسبت دارایی های مشهود به کل دارایی ها

= تغییر در جریانهای نقدی سال قبل

lnselss = برای شاخص اندازه از لگاریتم طبیعی فروش شرکت استفاده می شود

= محققان بر این نظر هستند که کارایی سرمایه گذاری در صنعتهای مختلف متفاوت می باشد لذا از شاخص صنعت استفاده می شود که اگر شرکت عضو صنعت باشد ۱ و در غیر این صورت صفر.

با وارد نمودن متغیرهای کنترلی در این تحقیق ضریب همبستگی مدل ها افزایش پیدا می کند.

۷- نتایج پژوهش

پس از جمع آوری داده های آماری، برای جمع بندی و محاسبات موردنیاز از نرم افزار صفحه گسترده (اکسل) استفاده می شود و نتایج آن، در بسته نرم افزار SPSS وارد شده و فرضیه های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل نهایی قرار می گیرد. شایان ذکر است بررسی داده ها بصورت مقطعی و بررسی سال به سال است. برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون چندمتغیره و برای آزمون نرمان بودن توزیع ها، آزمون کولموگروف اسمیرنوف و جهت بررسی عدم همبستگی مابین خطای رگرسیون، آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است.

توصیف متغیرها

برای متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی، میانگین، انحراف معیار، واریانس، مینیمم و ماکزیمم محاسبه شده است.

جدول (۱): نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی دادههای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	واریانس	مینیمم	ماکزیمم
کیفیت صورتهای مالی	۵۹۴	۰,۰۲۵۱۰	۰,۳۳۹۴۰۰	۰,۱۱۵	-۱,۹۸۰۴	۲,۸۱۴۵۱
کارایی سرمایه گذاری بر اساس داراییهای غیر جاری	۵۹۴	-۲۲,۳۳۲۹	۵,۵۹۱۳	۳۱,۲۶۳	-۳۵,۷۱۶	-۱,۹۷۹۸
شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه گذاری های بلندمدت	۵۹۴	-۱۸,۹۸۶۲	۶,۴۹۳۰	۴۲,۱۵۹	-۳۷,۵۸۷	۱,۷۸۳۲
ساختار سررسید بدهی ها	۵۹۴	.2389	.2834	.080	.0011	1.1974
تغییر در جریانهای نقدی سال قبل	۵۹۴	.0050	.0346	.001	-.1640	.1978
اندازه شرکت	۵۹۴	5.9027	.6734	.454	4.2654	8.0074
نسبت دارایی های مشهود به کل دارایی ها	۵۹۴	.9963	.0085	.000	.9033	1.0000
سن شرکت	۵۹۴	14.47	9.42	88.752	1.00	44.00

گذارایی های بلند مدت ۱۸,۹ بوده است. نکته مشهود در مورد این متغیرها پراکندگی بالای آنهاست که میتواند به دلیل فعالیت این شرکتها در صنایع مختلف باشد.

نتایج آمار توصیفی طبق جدول فوق نشان می دهد که کارایی سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در دارای غیر جاری به طور متوسط طی ۶ دوره ۲۲,۳ و کارایی سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه

آزمون و تحلیل مدل

چون در تحلیل رگرسیون نرمال بودن متغیر وابسته مد نظر قرار می گیرد، با توجه به سطوح معنی داری به دست آمده در جدول ۲ نتیجه گرفته می شود که متغیرهای کارایی سرمایه گذاری بر مبنای دارایی غیر جاری و کارایی سرمایه گذاری بر مبنای سرمایه گذاری بلند مدت دارای توزیع نرمال می باشند.

جدول (۲): نتایج آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف

عنوان	تعداد	آماره Z کولموگوروف-اسمیرنوف	سطح معنی داری
کارایی سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در دارایی غیر جاری	۵۹۴	۰,۰۳۳	۰,۱۷۸
کارایی سرمایه گذاری بر مبنای سرمایه گذاری بلند مدت	۵۹۴	۰,۳۶	۰,۰۶۵

آزمون فرضیه

باتوجه به مبانی نظری مطرح شده الگویی متشکل از یکسری متغیر مستقل تدوین شد و برای آزمون فرضیات از رگرسیون همزمان استفاده گردید. ضریب تعیین مقدار واریانس تبیین شده توسط مدل را نشان

می دهد مقدار عددی ضریب تعیین بین صفر تا ۱ است. هر چه این مقدار به یک نزدیکتر باشد نشان دهنده ی قوی تر بودن رابطه مدل است.

یکی از پیش شرطهای رگرسیون این است که متغیر ملاک دارای خود همبستگی نبوده و خطاها مستقل از هم باشند. این شرط با آزمون دوربین-واتسن مورد آزمون قرار می گیرد. اگر مقدار دوربین-واتسن عددی بین ۱/۵ و ۲/۵ باشد نتیجه می گیریم که متغیر ملاک دارای خود همبستگی نبوده و خطاها مستقل از هم هستند. نتایج در جدول ۳ آورده شده است. چون این مقدار بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد نتیجه می گیریم که متغیر ملاک دارای خود همبستگی نبوده و خطاها مستقل از هم می باشند.

برای اینکه مدل رگرسیونی معنی دار باشد، باید بین متغیر ملاک و متغیرهای پیش بین رابطه خطی وجود داشته باشد. برای بررسی وجود رابطه خطی بین متغیر ملاک و متغیرهای پیش بین از آزمون F استفاده شده است. سطوح معنی داری آزمون F در جدول ۴ نشان داده شده است. باتوجه به اینکه سطح معنی داری آزمون F کمتر از ۰/۰۵ است، نشان می دهد که بین متغیر ملاک و متغیرهای پیش بین رابطه خطی معنی داری وجود دارد.

جدول (۳): جدول همبستگی و دوربین-واتسن

دوربین-واتسن	خطای معیار برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی چندگانه	فرضیه
1.862	5.5559238	0.013	0.023	0.150	فرضیه ۱-۱
2.006	6.4564651	0.011	0.021	0.146	فرضیه ۱-۲
1.897	5.5361407	0.020	0.030	0.172	فرضیه ۲-۱
2.031	6.5164668	-.007	..003	.054	فرضیه ۲-۲

ضرایب استاندارد نشده و ضرایب استاندارد شده همراه با سطوح معنی داری شان در جدول (۴) ارائه شده است. ضرایب استاندارد نشده نشاندهنده‌ی ضرایب متغیرها در مدل رگرسیونی هستند و ضرایب استاندارد شده برای نشان دادن میزان تاثیر مورد استفاده قرار می‌گیرد. هرچقدر مطلق این مقدار بیشتر باشد، به منزله وجود تاثیر قوی‌تر است. که نتایج حاصل از آن در جدول (۴) آورده شده است.

جدول (۴): جدول ضرایب رگرسیون کارایی سرمایه گذاری و سطوح معنی داری

سطح معنی داری	F	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		فرضیه ۱-۱
				Beta (بتا)	خطای معیار	
0.036a	2.263	.007	-2.714	-.112	.680	-1.844
049a	2.122	.001	3.326	.137	.790	2.626
0.0۰۷a	2.۹۷۹	.001	3.409	.141	.815	2.779
0.0۰۲a	۰,۲۹۰	.754	.313	.013	.960	.300

۸- نتیجه گیری و بحث

بر اساس تئوری علامت دهی ضعف عملکرد مدیران، پیام و علامت نامطلوبی را به بازار اوراق بهادار منتقل میکند. به علاوه، با افشای اطلاعات با درجه اتکا پذیری کمتر نسبت به عملکرد مدیران، نظریه انتظارات عقلایی و منطقی حکم می‌کند که ارزش اوراق بهادار واحد اقتصادی کاهش یابد. بر این اساس مدیران همواره احساس خطر می‌کنند و از این رو، از انگیزه لازم برای دوری از این واکنش‌های بازار برخوردار می‌باشند. لذا اگر صورتهای مالی با کیفیت باشند سرمایه‌گذاران با خیال راحت در این شرکتها سرمایه‌گذاری خواهند کرد. و این نیز باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت خواهد شد.

نتایج این تحقیق با گومریز و همکاران (۲۰۱۴)، ثقفی و معتمدی (۱۳۹۰) مدرس و حصارزاده، (۱۳۸۷)؛ خدایی و یحیایی، (۱۳۸۹)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱) مبنی بر وجود رابطه بین کیفیت صورتهای مالی و کارایی سرمایه‌گذاری مطابقت دارد.

فرضیه دوم بیان می‌دارد که ساختار سررسید بدهی‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی داری

نتایج حاصل از فرضیه اول نشان داد که بین افزایش کیفیت صورت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان بیان داشت که کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین واحد تجاری و تامین‌کنندگان خارجی سرمایه بهبود می‌بخشد. در نتیجه باعث کاهش هزینه نظارت و بهبود انتخاب پروژه‌ها می‌شود. واحد تجاری زمانی کارایی در سرمایه‌گذاری دارد که همه پروژه‌های مورد انتخابش دارای ارزش فعلی خالص مثبت باشد. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر هزینه‌های تامین مالی و انتخاب پروژه تاثیر گذارد. به عنوان مثال، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران (که اغلب مشکل انتخاب ناسازگار نامیده می‌شود)، محرکی مهم برای افزایش هزینه‌های تامین مالی شرکت‌هایی است که درصد تامین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری آنها هستند

دارد. نتایج حاصل نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران بین سررسید بدهی ها با کارآیی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. مطالعات پیشین نشان داده است که بدهی های کوتاه مدت یکی از مکانیزم های کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی می باشد. بر اساس عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های که دارای سرمایه گذاری های خوبی می باشند ترجیح می دهند ساختار سررسید کوتاه تری داشته باشند تا علامت هایی به بازار در جهت کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعاتی ارسال نمایند. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران نماینده مالکان برای اداره شرکت هستند که اتخاذ برخی تصمیمات به آنان تفویض می شود. از طرفی بر اساس تئوری تضاد منافع بین مدیران و صاحبان شرکت تضاد منافع وجود دارد، بدین معنی که هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود هستند و منافع آنها با یکدیگر همسو نمی باشد، بنابراین تضاد منافع و مشکل نمایندگی رخ خواهد داد. بر اساس این تئوری شرکت سررسید بدهی بهینه را برای حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و یا حل مساله سرمایه گذاری بیش از حد و کاهش آن انتخاب خواهد نمود. در مواقعی ممکن است مدیران در پایان سال در جهت نشان دادن عملکرد، اقدام به سرمایه گذاری منابع نقدی نماید تا به پاداش مورد نظر برسند. از طرفی وجود بدهی های شرکت می تواند این کار را تعدیل نماید. از طرفی هرچه دوره سررسید بدهی طولانی تر شود، ریسک بیشتر می شود. بنابراین اعتباردهندگان آن بدهی هایی را انتخاب می کنند که سررسید کوتاه تری دارند. از طرفی فرضیه موازنه بر این فرضیه استوار است که سررسید بهینه بدهی از طریق موازنه بین هزینه های بدهی کوتاه مدت در مقابل نفوذ نرخ بهره بالاتر بدهی های بلندمدت بدست می آید.

از طرفی نیز بر اساس فرضیه تطابق سررسید، سررسید بدهی ها باید با سررسید دارایی ها تطابق داشته باشد. شرکت بدهی را می خواهد که سررسید آن از نظر زمانی با زمانی که فرصت های سرمایه گذاری جدید آشکار می شود، تطبیق داشته باشد. تطبیق سررسید دارایی ها با بدهی های شرکت هزینه معاملات به ویژه هزینه های تامین مالی مجدد بدهی کوتاه مدت را حداقل می کند. ساختار سررسید بدهی های یک شرکت بر ریسک اعتباری کلی شرکت تاثیر خواهد داشت، چون این ریسک شرکت را مستعد خطر از منظر اعتبار دهندگان می سازد. هرچه دوره سررسید بدهی طولانی تر شود ریسک بیشتر می شود. بنابراین اعتباردهندگان آن بدهی هایی را انتخاب می کنند که سررسید کوتاهی داشته باشد.

نتایج این تحقیق با گومریز و همکاران (۲۰۱۴) مبنی بر وجود رابطه بین سررسید بدهی ها و کارایی سرمایه گذاری مطابقت دارد.

با توجه به نتایج تحقیق و همچنین تحقیقات پیشین پیشنهاد می شود به موضوعات زیر پرداخته شود: ۱- با توجه به یافته های تحقیق که نشان دهنده ی رابطه بین کیفیت صورتهای مالی و کارایی سرمایه گذاری می باشد پیشنهاد می شود در تحقیقی به بررسی رابطه بین سودمندی اطلاعات و کارایی سرمایه گذاری پرداخته شود. ۲- با توجه به یافته های تحقیق پیشنهاد می شود در تحقیق به بررسی دیدگاه های سهامداران و حسابرسان نسبت به کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران و به بررسی نقش و جایگاه حسابرسی و سازوکارهای نظارتی در کیفیت گزارشگری مالی پرداخته شود.

