

## توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی<sup>۱</sup>

داریوش فروغی\*، هادی امیری\*\*، امین ساکیانی\*\*\*

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۷/۱۲

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۲۳

### چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و هم‌چنین بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثرگذاری توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. کارایی سرمایه‌گذاری به صورت مفهومی، به معنی پذیرش پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، گذر از این فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) است. به منظور اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل چن (۲۰۱۱) و جهت اندازه‌گیری توانایی مدیریتی از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و هم‌چنین به منظور اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی از مدل کیفیت اقلام تعهدی کوتاری (۲۰۰۵) استفاده شده است. با بهره‌مندی از روش نمونه‌گیری حذفی و با اعمال شرایط انتخاب نمونه، تعداد ۱۱۹ نمونه برای دوره زمانی زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۷ انتخاب شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد مدیران توانا تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش تأثیر مثبت توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌گردد.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد، سرمایه‌گذاری کمتر از حد، کیفیت گزارشگری مالی.

طبقه بندی موضوعی: G11, G17, M41

<sup>۱</sup> کد DOI مقاله: 10.22051/jera.2016.2537

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه اصفهان، نویسنده مسئول، (foroghi@ase.ui.ac.ir)

\*\* استادیار اقتصاد، دانشگاه اصفهان، (h.amiri@ase.ui.ac.ir)

\*\*\* دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان، (amin.sakiyani25@gmail.com)

#### مقدمه

با توجه به تحولاتی که در جهان امروز به ویژه در کشورهای در حال توسعه رخ داده است، این کشورها برای حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند. در این راستا، یکی از راهکارهای مهم برای این موضوع، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). انجام هر سرمایه‌گذاری به خودی خود مناسب و موجه نمی‌باشد و شرکت در انجام سرمایه‌گذاری بایستی به مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری نیز توجه نماید. در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری حداقل دو معیار نظری وجود دارد؛ معیار اول بیان می‌کند که به منظور تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌بایست تامین مالی شوند گرچه تعداد زیادی از تحقیقات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی توانایی مدیران را محدود می‌سازد (هوبارد، ۱۹۸۸). یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود این است که شرکت‌هایی که با محدودیت تامین مالی مواجه‌اند ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تامین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف‌نظر نمایند که این امر به کاهش سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. معیار دوم نیز بیان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تامین مالی بگیرد هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام گیرد. (استین، ۲۰۰۳). به طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. میزان سرمایه‌گذاری‌ها در یک شرکت، تحت تأثیر انتخاب‌های مدیران شرکت بوده و کیفیت این انتخاب به نوبه خود به توانایی این مدیران بستگی دارد. مدیران دارای توانایی بیش‌تر، قدرت درک تحلیلی بیش‌تری از شرایط حال و آینده شرکت و صنعت دارند و در نتیجه با توجه به این ویژگی قادر خواهند بود که تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه‌تری را اتخاذ نمایند.

با توجه به این که مدیران بر تصمیمات کلی و انتخاب‌های شرکت تأثیر مستقیم داشته انتظار می‌رود که مدیران که دارای توانایی بالا می‌باشند بتوانند تصمیمات سرمایه‌گذاری مطلوب‌تری داشته باشند. لذا هدف اصلی پژوهش فعلی این است که به بررسی تأثیر توانایی مدیران بر تصمیمات کارایی سرمایه‌گذاری پردازد.

## مبانی نظری

واحدهای تجاری همواره با فرصت‌های زیادی روبه‌رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به منابع و کارآ بودن آن صورت گیرد، اما مسئله‌ی اصلی انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بوسیله مدیران واحدهای تجاری است که براساس منافع شخصی آنان صورت می‌گیرد. به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع از انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). از این‌رو واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری بهینه را با توجه به محدودیت‌های منابع مورد توجه قرار دهند. مطابق با بحث‌های سرمایه‌گذاری بهینه در چارچوب نئوکلاسیک، مدیران باید تا زمانی که سرمایه‌گذاری ادامه دهند که منافع نهایی آن برابر با هزینه نهایی آن باشد. البته این مفروضات مبتنی بر عدم شکاف در بازار سرمایه می‌باشد. یعنی مدیران توانایی مالی جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت با نرخ رایج داشته باشند و بتوانند وجوه اضافی برای سرمایه‌گذاران بدست آورند. اما از منظر تئوری نمایندگی منافع شخصی مدیران ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد گردد. برای مثال، مسئله‌ی گزینش نادرست و خطر اخلاقی که ریشه در عدم تقارن اطلاعاتی دارد ممکن است به صورت نامطلوب تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. براساس تئوری نمایندگی، مدیران اطلاعات برتری در باره سودآوری موردانتظار و زمان‌بندی پرداخت برای پروژه‌ها و طرح‌های سرمایه‌گذاری دارند (لامبرت، ۲۰۰۱). با این وجود مدیران به دنبال حداکثر کردن منافع خود می‌باشند لذا ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهامداران نباشد (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). از آنجایی که بین مدیران و سهامداران واگرایی منافع وجود دارد، مدل خطر اخلاقی بیان می‌کند که مدیران در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری خواهند کرد. مدل گزینش نادرست از طرفی بیان می‌کند که اگر مدیران نسبت به سرمایه‌گذاران در مورد چشم‌انداز شرکت مطلع‌تر باشند، آنها فروش اوراق بهادار خود را زمان‌بندی کرده تا اوراق بهاداری که بیش قیمت‌گذاری شده است را بتوانند بفروش رسانند. در صورتی که آنها در این امر موفق باشند ممکن است با این وجوه سرمایه‌گذاری بیش از حد نمایند (بیکر و همکاران، ۲۰۰۳). از آنجایی که ناکارایی سرمایه‌گذاری هزینه‌های نمایندگی را افزایش

می‌دهد توجه به عواملی که انجام این سرمایه‌گذاری را محدود می‌نماید از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. یکی از این عوامل توانایی مدیران است. مدیران در سازمان‌ها، تدوین‌کنندگان خط‌مشی و صاحبان قدرت هستند و عملکرد سازمان‌ها با قدرت آنان در ارتباط است. مدیران با به کارگیری منابع قدرت می‌توانند زمینه رشد و تعالی یا زمینه انحراف و فساد سازمان را فراهم آورند و این امر به ماهیت وجودی و چگونگی استفاده از قدرت و منابع آنان بستگی دارد (حقیقی، ۱۳۸۰). ویژگی‌های یک مدیر خاص مانند: توانایی، استعداد، شهرت و لقب (بر روی ستانده‌های اقتصادی) مانند (درآمد و سود) اثر می‌گذارد. برای اندازه‌گیری توانایی مدیریتی، پژوهشگران عمدتاً بر شاخص‌هایی مانند: اندازه شرکت، عملکرد غیرعادی گذشته، خسارت‌ها، دوران تصدی، تحصیلات و مواردی از این دست تاکید داشتند و نیز از ابزار تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) در یک صنعت خاص استفاده می‌کردند (لورتی و گریس، ۲۰۱۱). بسیاری از این اندازه‌گیری‌ها باز هم جنبه‌هایی از شرکت را که خارج از کنترل مدیریت باشد، انعکاس می‌دهد، برای مثال، بازده غیرعادی سهام می‌تواند تحت تأثیر عوامل بسیاری به غیر از توانایی مدیریت باشد. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) روش جدیدی برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت براساس کارایی مدیران در تبدیل منابع شرکت به درآمد در صنایع همگن معرفی کردند. آنها انتظار داشتند که مدیران با توانایی بیش‌تر نسبت به مدیرانی که توانایی کمتری دارند، از تکنولوژی‌های روز و روند صنعت آگاهی بیش‌تری داشته باشند و به طور قابل اتکاتری بتوانند تقاضا برای محصولات را پیش‌بینی و در پروژه‌های با ارزش‌تری سرمایه‌گذاری کنند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). این توانایی مدیران می‌تواند در تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز از نقش بسزایی در موضوع ارزش‌آفرینی برخوردار باشد. لذا این ویژگی مدیران می‌تواند منجر به کارایی یا ناکارایی سرمایه‌گذاری گردد. در این پژوهش به منظور برقراری ارتباط بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری از دو دیدگاه استفاده شده است. بر مبنای دیدگاه قراردادهای کارا انتظار می‌رود که مدیران توان‌تر در مقایسه با سایر مدیران، سرمایه‌گذاری کاراتری داشته باشند. مدیران توان‌تر از توانایی بیش‌تری جهت پیش‌بینی و زمان‌بندی طرح‌های اقتصادی و هم‌چنین میزان بازده اقتصادی ناشی از این سرمایه‌گذاری‌ها برخوردارند. این مدیران با توجه به احاطه‌ای که بر فرآیند گزارش‌گری مالی دارند هم‌چنین به شیوه قابل اتکاتری می‌توانند اطلاعات شرکت را تبدیل و ترکیب نمایند. علاوه بر این هر اندازه توانایی بیش‌تر باشد انتظار می‌رود پیش‌بینی آتی آنها از ریسک و بازده ناشی از طرح‌های سرمایه‌گذاری

دقیق‌تر باشد (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). از طرف دیگر بر اساس دیدگاه منفعت‌طلبی<sup>۳</sup>، استدلال می‌شود مدیران توانا، تاکید زیادی بر ارتقا جایگاه خود داشته، در نتیجه ممکن است اقداماتی انجام دهند که باعث تشدید مشکلات نمایندگی گردد. برای مثال مدیران توانا تر ممکن است دارای اطمینان بیش از حد بوده، و این ویژگی آنها ممکن است منجر به برآورد بیش از حد بازده پروژه‌ها گردد. این اطمینان بیش از حد ممکن است منجر به انحراف در تصمیمات سرمایه‌گذاری گردد (هاونگ و همکاران، ۲۰۰۱). یکی از عواملی که می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری بیافزاید سیستم گزارشگری مالی است. کیفیت بالای گزارشگری مالی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، امکان‌پذیرش نادرست و خطر اخلاقی را کاهش داده، بر اثر افزایش توانایی سهامداران و وام‌دهندگان در کنترل و تحت نظر گرفتن فعالیت مدیران منجر به کاهش هزینه‌های پایش مدیریت و در نتیجه اجبار مدیران در انتخاب پروژه‌های مناسب و کارا در نهایت منجر به کاهش ریسک و هزینه‌های تامین مالی شرکت می‌گردد (ثقفی و مازار یزدی (۱۳۸۹)). همچنین در نتیجه این عوامل، احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته توسط شرکت که به مفهوم عبور از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) نیز کاهش می‌یابد. (ثقفی و مازار یزدی، ۱۳۸۹).

### پیشینه پژوهش

الهادی و تیلور (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان "توانایی مدیریتی، مراحل چرخه عمر" به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی در مراحل رشد، بلوغ، افول از مراحل چرخه عمر شرکت پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که توانایی مدیریتی با مراحل رشد و بلوغ ارتباط مثبت و معناداری داشته و این ارتباط در مرحله افول منفی بوده است.

حیب (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان "توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری، و ریسک سقوط قیمت سهام" پرداخت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مدیران توانا تر در مقایسه با دیگر مدیران، بیش سرمایه‌گذاری دارند این رابطه حتی با کنترل نمودن اثر کیفیت گزارشگری مالی و سایر عوامل موثر بر کارایی سرمایه‌گذاری نیز پابرجاست.

فرانسیس و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریتی و اجتناب مالیاتی" به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و اجتناب از مالیات پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این بود که مدیران تواناتر، اجتناب از مالیاتی کمتری دارند و توانایی مدیریت با اجتناب از مالیاتی رابطه منفی دارد.

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریت و کیفیت سود" به بررسی رابطه بین کیفیت سود و توانایی مدیریت پرداختند، نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که یک رابطه مثبت بین توانایی مدیران و کیفیت سود وجود دارد و همچنین توانایی مدیران با تجدید ارائه کمتر صورت‌های مالی، پایداری بالای سود، کیفیت بالای سود بدست آمده با ضریب واکنش سود و خطای کمتر در تخمین مطالبات مشکوک الوصول همبسته است.

چن و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری هنگام تامین مالی از بانک‌ها افزایش و هنگام داشتن انگیزه‌هایی برای حداقل سازی سود به منظور اهداف مالیاتی کاهش می‌یابد.

لارا و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر محافظه کاری شرطی بر کارایی سرمایه‌گذاری" به بررسی تأثیر محافظه کاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین محافظه کاری شرطی و معیار سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد یک رابطه منفی وجود دارد.

وردی (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی "رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری" پرداخت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه‌ای منفی دارد.

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی "تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که توانایی مدیریتی بر ارائه صورت‌های مالی (سود و زیان) تأثیر منفی دارد. بدین معنی که مدیران تواناتر، ارائه مجدد صورت‌های مالی کمتری خواهند داشت و در نتیجه کیفیت سود بالاتری دارند.

پیری و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی "تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در دوره رشد، توانایی مدیریتی تأثیر مستقیم و معناداری بر روی کیفیت گزارشگری مالی دارد. همچنین، نتایج نشان‌دهنده تأثیر مستقیم اندازه شرکت، حاشیه سود و صداقت مدیریت و تأثیر غیرمستقیم اهرم مالی بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌هاست.

بزرگ‌اصل و صالح‌زاده (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان "توانایی مدیریتی و کیفیت اقلام تعهدی" به بررسی میزان تأثیرپذیری کیفیت سود از توانایی مدیریت پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هیچ‌گونه رابطه معنادار بین توانایی مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی وجود ندارد.

بادآور نهندی و خانقاه (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی "ارتباط بین برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری در مراحل رشد، بلوغ و افول وجود دارد.

براداران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی "تأثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که محدودیت مالی با مدل وایت و وو تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد و محدودیت مالی با مدل کاپلان تأثیری معنادار و مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و هزینه‌های نمایندگی تأثیری منفی و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

بادآور نهندی و خانقاه (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی "ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری" پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در کل بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در واقع، کیفیت حسابرسی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

ثقفی و مازار یزدی (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی "تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری" پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بر خلاف پژوهش وردی

(۲۰۰۶) بین کیفیت گزارش‌شگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد) هیچ‌گونه همبستگی معناداری وجود ندارد.

بطور کلی پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که ویژگی توانایی مدیریتی نقشی مهم در امور ارزش آفرینی شرکت دارا می‌باشد. پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که توانایی مدیریتی تأثیر مهمی بر کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، تجدید ارائه صورت‌های مالی، اجتناب مالیاتی، کیفیت گزارش‌شگری مالی و کیفیت سود دارد. از طرف دیگر پیشینه پژوهش بیانگر تأثیر متغیرهای زیادی بر کارایی یا ناکارایی سرمایه‌گذاری است که از این عوامل می‌توان به کیفیت حسابرسی، کیفیت گزارش‌شگری مالی، پاداش هیئت مدیره، سررسید بدهی، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در مراحل چرخه عمر، شفافیت اطلاعات مالی، دوره تصدی حسابرس، جریان نقد و هزینه‌های نمایندگی و محدودیت‌های تامین مالی اشاره کرد.

### فرضیه‌های پژوهش

۱. توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تأثیر مثبت دارد.
۲. توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر منفی دارد.
۳. کیفیت گزارش‌شگری مالی، بر شدت اثر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تأثیر منفی دارد
۴. کیفیت گزارش‌شگری مالی، بر شدت اثر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر منفی دارد (باعث کاهش بیشتر تأثیر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌گردد)

### روش پژوهش

پژوهش حاضر، پژوهش تجربی و از نظر گردآوری داده‌ها پژوهش توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیونی است، اگر چه از هدف، تحقیق کاربردی تلقی می‌شود.

### جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ است. در این پژوهش، نمونه‌گیری با استفاده از روش

حذف سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را دارا باشد:

- ۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
  - ۲- کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود باشد.
  - ۳- قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
  - ۴- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (بانک‌ها و لیزینگ) نباشند.
- با توجه به این محدودیت تعداد ۱۱۹ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردیده است.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور آزمون فرضیه‌ها و به استناد پژوهش حبیب (۲۰۱۴) از مدل‌های رگرسیون زیر استفاده شده است:

### مدل مربوط به فرضیه اول

$$\text{OVERINVE}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABILITY}_{i,t-1} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t-1} + \beta_4 \text{KSTRUCTURE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{ZSCORE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{CF0}_{Si,t-1} + \beta_8 \text{ATO}_{i,t-1} + \beta_9 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{TANGIB}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در این رابطه:

(OVERINVE): عبارتست از سرمایه‌گذاری بیش از حد. به منظور اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری بیش از حد به استناد پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۱) و همچنین مطابق با پژوهش‌های هاشمی و همکاران (۱۳۹۳) و سلیمانی فرشی (۱۳۹۱) از رابطه (۲) استفاده شده است.

$$\text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{NG}_{j,t-1} + \beta_2 \text{REWGROW}_{j,t-1} + \beta_3 \text{NEG} * \text{REWGROW}_{j,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$INV_{j,t}$ : عبارتست از سرمایه‌گذاری شرکت ز طی سال  $t$  و از تقسیم مجموع سرمایه‌گذاری جدید در ماشین‌آلات و تجهیزات، زمین و ساختمان، مخارج تحقیق و توسعه منهای فروش دارایی‌های ثابت، بر کل دارایی‌ها برای شرکت  $i$  در سال  $t$  بدست می‌آید.

$REWGROW_{j,t-1}$ : عبارتست از نرخ رشد درآمد فروش سالانه شرکت زد در سال  $t-1$ . که از تقسیم تغییرات فروش، به فروش پایان سال قبل حاصل می‌شود.

$NEG_{j,t-1}$ : یک متغیر مجازی می‌باشد در صورتی که شرکت دارای نرخ رشد فروش منفی باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود.

$\varepsilon_{j,t}$ : پسماند مدل یا جز خطا بوده، در صورتی که مقدار آن منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) باشد نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری کمتر از حد و به معنای گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است و در صورتی که این پسماند مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) باشد نشان‌دهنده انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیش از حد خواهد بود. لازم به ذکر است که به منظور تفسیر بهتر نتایج مقادیر منفی در  $-1$  ضرب شده‌اند.

(ABILITY): عبارتست از توانایی مدیریت. در این پژوهش برای سنجش توانایی مدیریتی براساس پژوهش دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، ابتدا کارایی نسبی شرکت‌های عضو نمونه با استفاده از نرم‌افزار (STATA) و روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) محاسبه شده است. روش تحلیلی پوششی داده نوعی مدل آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی کاربرد دارد. برای محاسبه کارایی، از نسبت موزون خروجی‌ها به ورودی استفاده می‌کند. کارایی همواره باید عددی بین صفر و یک باشد. این روش یک مرز کارایی برای شرکت‌ها فراهم می‌کند، شرکت‌هایی با نمره کارایی یک، شرکت‌های بسیار کارا هستند و شرکت‌هایی که نمره کارایی آن‌ها کمتر است زیر مرز کارایی قرار دارند و بایستی با کاهش هزینه‌ها یا با افزایش درآمدها به مرز کارایی برسند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲)

در پژوهش حاضر که طبق مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) تعدیل شده است، از مدل حسابداری رابطه (۳) برای محاسبه کارایی استفاده می‌شود:

$$MAX_V \theta = \frac{Sales}{v_1 COGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 INTAN + v_5 GOODWILL} \quad \text{رابطه ۳}$$

Sales: کل درآمد فروش شرکت به عنوان خروجی.

COGS: بهای تمام شده کالای فروش رفته.

SG&A: هزینه عمومی اداری و فروش.

PPE: خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت که در این پژوهش از خالص دارایی‌های ثابت مشهود استفاده شده است.

INTAN: دارایی‌های نامشهود

GOODWILL: سرقفلی خریداری شده در ابتدای سال.

هدف از محاسبه کارایی، اندازه‌گیری توانایی مدیریت است و از آنجا که در محاسبات مربوط به کارایی ویژگی‌های ذاتی نیز دخالت دارند نمی‌توان توانایی مدیریت را به درستی اندازه‌گیری کرد. دمرجیان (۲۰۱۲) و همکاران (به منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل خود کارایی شرکت را به دو بخش جدا یعنی کارایی براساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت تقسیم کرده‌اند. آنها این کار را با استفاده از کنترل ویژگی ذاتی شرکت (اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات) انجام داده‌اند. هرکدام از این ۵ متغیر به عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. در مدل زیر که توسط دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ارائه شده این ۵ ویژگی کنترل شده است

$$FE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(TA_{it}) + \alpha_2 MS_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \alpha_4 \ln(Age_{it}) + \alpha_5 FC_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$

FE<sub>it</sub>: کارایی شرکت در سال t که از رابطه (۳) محاسبه می‌شود.

Ln(TA<sub>it</sub>): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

$MSi_t$ : نسبت، روش شرکت  $i$  به کل فروش در صنعت مربوطه،

$FCF_{it}$ : نماد جریان نقدی آزاد مثبت است اگر شرکتی دارای جریان‌های نقدی مثبت باشد عدد یک در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود جریان‌های نقدی مثبت به شرح رابطه (۵) محاسبه می‌شود.

$$FCF_{it} = (OP - TAXP - CIP - DPP) / TA \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در این رابطه:

$FCF$ : جریان نقد آزاد،  $CIP$ : هزینه بهره پرداختی،  $TAXP$ : مالیات پرداختی،  $OP$ : سود عملیاتی قبل از استهلاک،  $DPP$ : سودهای تقسیمی پرداختی،  $TA$ : جمع کل دارایی‌ها،  $E_{it}$ : سود عملیاتی پس از کسر مالیات شرکت  $i$  در دوره  $t$ .

$Ln(Age_{it})$ : لگاریتم طبیعی عمر شرکت که از زمان تاسیس شرکت تا آخرین سال دوره پژوهش را در برمی‌گیرد.

$FCit$ : عبارتست از شاخص ارزش خارجی، این متغیر دو وجهی بدین صورت اندازه‌گیری می‌شود که اگر شرکت مورد نظر صیادارات داشته باشد، این متغیر برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

$E_{it}$ : جز خطای رابطه (۴) که برابر است با توانایی مدیریتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

لازم به ذکر است که مدل مذکور در ایران توسط ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۳) و بزرگ اصل و همکاران (۱۳۹۳) بکار گرفته شده است.

اندازه شرکت ( $SIZE$ ): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها شرکت

فرصت‌های رشد ( $MTB$ ): نسبت ارزش بازار کل دارایی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها

ساختار سرمایه ( $KSTRUCTURE$ ): ساختار سرمایه سطح شرکت که از طریق رابطه

(۶) محاسبه می‌شود.

$$kstructure_{i,t-1} = \frac{Long\ Term\ Debt_{i,t-1}}{Total\ Debt_{i,t-1} + Market\ Equity_{i,t-1}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در این رابطه

$Long\ Term\ Debt_{i,t-1}$ : بدهی بلندمدت شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$Total\ Debts_{i,t-1}$ : کل بدهی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$Market\ Equity_{i,t-1}$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t-1$

در ماندگی مالی (Z-SCORE): برای اندازه‌گیری در ماندگی مالی از معیار آلتمن (۱۹۹۶) استفاده شده در پژوهش با آور نهندی و خانقاه (۱۳۹۳) طبق رابطه (۷) استفاده می‌شود.

$$Z = 0.717X1 + 0.848X2 + 3.107X3 + 0.420X4 + 0.998X5 \quad (\text{رابطه } 7)$$

که در آن:

Z: شاخص کل، X1: نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها، X2: نسبت سود انباشته به کل دارایی، X3: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها، X4: نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش دفتری کل بدهی‌ها، X5: نسبت فروش به کل دارایی‌ها.

در این مدل هرچه Z پایین‌تر باشد درجه بحران مالی شرکت بیشتر است، به طوری که شرکت با امتیاز Z بالاتر از ۲/۹ وارد طبقه شرکت‌های سالم شده و با امتیاز Z کمتر از ۱/۲۳ به عنوان شرکت‌های ورشگسته طبقه‌بندی می‌شود و Z بین ۱/۲۳ و ۲/۹ به عنوان منطقه تردید تلقی شده و ناحیه مزبور باید با احتیاط تفسیر گردد.

بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص بر مجموع دارایی‌ها

نسبت جریان نقد عملیات به فروش (CFOs): نسبت جریان نقد حاصل از عملیات به فروش

دفعات گردش دارایی (ATO): نسبت فروش بر کل دارایی‌ها شرکت

سن شرکت (AGE): که از تفاوت بین سال جاری و سالی که شرکت در بورس اوراق

بهادار پذیرفته شده است به دست می‌آید.

مشهود بودن (TANGIB): نسبت خالص اموال ماشین‌آلات و تجهیزات به کل دارایی‌های

شرکت

### مدل مربوط به فرضیه دوم

مدل مربوط به فرضیه دوم براساس رابطه (۸) پژوهش در زیر ارائه شده است

$$\text{UNDERINVE}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABILITY}_{i,t-1} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t-1} + \beta_4 \text{KSTRUCTURE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{ZSCORE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{CF0}_{Si,t-1} + \beta_8 \text{ATO}_{i,t-1} + \beta_9 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{TANGIB}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

که در این رابطه:

(UNDERINVE): عبارتست از سرمایه‌گذاری کمتر از حد. به منظور اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری کمتر از رابطه (۲) استفاده می‌گردد. باقیمانده‌های منفی مدل در رابطه (۲) به عنوان سرمایه‌گذاری کمتر از حد در نظر گرفته می‌شود. اما به منظور تفسیر بهتر نتایج این مقادیر در ۱- ضرب می‌گردند.

سایر متغیرها همانند متغیرهای فرضیه اول بوده که به طور کامل نحوه محاسبه و اندازه‌گیری آن تشریح شده است.

### مدل مربوط به فرضیه سوم.

جهت آزمون فرضیه سوم از مدل مبتنی بر رابطه (۹) استفاده می‌شود؛

$$\text{OVERINVE}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABILITY}_{i,t-1} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_3 \text{ABILITY}^* + \sum \beta_i \text{CONTROL}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (9)$$

که در این رابطه؛

(FRQ): عبارتست از کیفیت گزارشگری مالی. در این پژوهش به منظور ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی از کیفیت ارقام تعهدی استفاده می‌شود، دلیل انتخاب این معیار، این است که ارقام تعهدی، عامل اصلی پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی هستند و در صورتی که در برآورد آنها میزان خطا کمتر باشد، سود نشانه بهتری از جریان‌های نقدی آتی خواهد بود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری ارقام تعهدی از معیار کوتاری (۲۰۰۵) استفاده شده است. به منظور اندازه‌گیری ارقام تعهدی، ابتدا کل ارقام تعهدی با استفاده از رابطه (۱۰) محاسبه می‌گردد.

$$ACC_{i,t} = \text{Operating Income} - \text{Operating Income Cash} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

که در این رابطه:

$ACC_{i,t}$ : کل اقلام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\text{Operating Income}_{i,t}$ : سود عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\text{Operating Cash Flow}_{i,t}$ : جریان نقد عملیاتی عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

به منظور محاسبه کیفیت گزارشگری مالی از مدل رگرسیون کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) به شرح رابطه (۱۱) استفاده می‌گردد.

$$ACC_t = \alpha_0 (1/Asset_{t-1}) + \alpha_1 \Delta sales_t - \Delta Receivable_t + \alpha_2 PPE_t + \alpha_3 ROA_{t-1} + \varepsilon \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

که در این رابطه؛

$ACC_t$ : عبارتست از کل اقلام تعهدی که با استفاده از رابطه (۱۰) محاسبه شده و بر جمع کل دارایی در سال  $t-1$  تقسیم می‌گردد

$Asset$ : کل دارایی‌ها،  $\Delta sale$ : تغییرات فروش از سال  $t$  به سال  $t-1$ ،  $PPE$ : خالص اموال ماشین‌آلات و تجهیزات،  $\Delta Receivable$ : تغییرات حساب دریافتی از سال  $t$  به سال  $t-1$ ، تمامی متغیرهای فوق بر کل دارایی‌ها در سال  $t-1$  تقسیم می‌گردد.

$ROA$ : بازده دارایی‌ها که از تقسیم سود خالص بر کل دارایی در سال  $t-1$  به دست می‌آید.

در این پژوهش کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از قدر مطلق باقیمانده مدل ضرب در  $-1$  به دست می‌آید. بنابراین هرچه این مقدار بیش‌تر باشد، کیفیت گزارشگری مالی بیش‌تر است.

$(\sum \beta_i \text{CONTROL})$ : عبارتست از متغیرهای کنترلی پژوهش که در تشریح فرضیه اول به

صورت کامل نحوه محاسبه و اندازه‌گیری آن بیان گردید.

### مدل مربوط به فرضیه چهارم

جهت آزمون فرضیه چهارم از مدل مبتنی بر رابطه (۱۲) استفاده می‌شود؛

$$\text{UNDERINVE}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABILITY}_{i,t-1} + \beta_2 \text{FRQ}_{i,t} + \beta_3 \text{ABILITY}_{i,t-1}^* \quad (12) \text{ رابطه}$$

$$\text{FQR}_{i,t-1} + \sum \beta_i \text{CONTROL}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

کلیه متغیرها در قسمت قبلی تشریح شده است.

### تحلیل توصیفی و ضریب همبستگی داده‌ها

نگاره (۱) و (۲) به ترتیب آمار توصیفی و ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. با توجه به نزدیک بودن مقادیر میانه و میانگین می‌توان بیان کرد که متغیرهای پژوهش از توزیع آماری مناسبی برخوردار هستند. همان‌طور که در نگاره نیز قابل مشاهده است انحراف معیار متغیرها صفر نیست، بنابراین می‌توان متغیرهای مورد بررسی را در مدل وارد کرد.

#### نگاره (۱): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۰۵۴۸	۰/۰۲۳۷	۱/۲۳۵۲	۱/۰۰۰۰۰۵	۰/۰۹۶۲
توانایی مدیریتی	۵/۱۸۰-۰۸	۳/۵۵۰-۰۶	۲/۰۸۸۹	۴/۱۸۰	۰/۰۸۸۶
کیفیت گزارشگری	-۰/۲۶۰۰	-۰/۱۶۷۸	-۰/۰۰۰۴	-۱/۵۵۳۰	۰/۲۵۷۵
اندازه	۵/۹۲۰۹	۵/۸۵۶۲	۸/۰۵۶۰	۴/۲۹۱۱	۰/۶۲۶۷
فرصت‌های رشد	۱/۶۲۳۸	۱/۵۱۴۷	۱۶/۴۲۸	۰/۰۴۳۲	۳/۰۹۲
ساختار سرمایه	۰/۰۶۹۰	۰/۰۳۷۳	۰/۵۲۱۴	۰/۰۰۰۱	۰/۰۸۲۳
درماندگی	۱/۹۰۱۲	۱/۸۰۲۳	۶/۸۵۳۷	-۰/۶۵۶۲	۰/۸۹۳۴
بازده دارایی	۰/۱۲۰۸	۰/۱۰۷۶	۰/۶۲۰۳	-۰/۳۲۷۴	۰/۱۱۷۰
جریان نقد به فروش	۰/۱۹۹۳	۰/۱۵۹۰	۲/۳۳۸۱	-۰/۷۷۵۰	۰/۲۲۴۶
دفعات گردش دارایی	۰/۸۵۸۴	۰/۷۸۱۷	۳/۴۳۸۳	۰/۰۶۳۳	۰/۴۴۱۶
سن	۱۳/۶۸۴۸	۱۳	۴۴	.	۸/۲۰۸۵
مشهود بودن	۰/۲۵۹۰	۰/۲۱۲۱	۰/۸۹۲۲	۰/۰۰۰۸	۰/۱۸۶۰
تعداد مشاهدات	۷۱۴				

نگاره (۲): ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیر	INVEST	ABILITY	FRQ	SIZE	MTB	KSTRU C	ZALTM AN	ROA	CFOS	ATO	AGE	TANGIB
INVEST	1											
ABILITY	-۰/۱۴۲۱	1										
FRQ	۰/۰۰۸۸	۰/۰۰۴۸	1									
SIZE	۰/۰۰۱۷	-۰/۰۰۱۲	۰/۱۶۳۲	1								
MTB	۰/۰۲۰۹	۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۵۹	-۰/۰۴۵۷	1							
KSTRU C	-۰/۰۱۴۳	-۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۲۰	۰/۱۳۲۳	-۰/۰۶۹۳	1						
ZALTM AN	۰/۰۴۴۱	۰/۰۰۷۵	۰/۰۳۲۷	۰/۱۴۹۹	۰/۱۸۸۸	۰/۳۴۱۶	1					
ROA	۰/۰۱۹۱	۰/۰۰۹۳	۰/۰۱۹۷	۰/۰۴۴۷	۰/۱۹۸۲	-۰/۰۳۳۳	۰/۰۷۹۱	1				
CFOS	۰/۰۳۳۰	۰/۰۰۸۸	۰/۰۳۲۴	۰/۱۰۷۶	۰/۰۹۰۱	۰/۲۹۲۷	۰/۰۹۳۸	۰/۳۰۰۱	1			
ATO	۰/۰۲۴۰	۰/۰۰۷۷	۰/۰۰۵۵	-۰/۱۵۹۹	۰/۱۲۱۷	-۰/۲۵۲۰	۰/۴۶۷۱	۰/۰۹۳۸	-۰/۳۰۲۶	1		
AGE	۰/۰۰۷۲	-۰/۰۰۴۷	-۰/۰۰۴۷	۰/۰۰۹۵	-۰/۰۰۹۹	۰/۰۵۶۴	-۰/۰۲۳۳	-۰/۰۵۶۶	۰/۰۲۱۶	-۰/۱۳۱۳	1	
TANGIB	-۰/۱۴۲۱	۰/۰۰۳۵	-۰/۰۲۵۹	۰/۰۶۱۶	۰/۰۰۷۴	۰/۳۹۷۱	-۰/۰۴۱۴	۰/۰۷۲۶	۰/۳۴۵۰	-۰/۰۶۷۷	-۰/۰۶۷۸	1

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیونی چندمتغیره استفاده شده است. با توجه به اینکه از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، لذا با انجام آزمون F لیمر مشخص گردید که برای تمامی فرضیه‌ها داده‌ها از نوع تلفیقی هستند. در پژوهش حاضر از آزمون دوربین-واتسون برای تشخیص خود همبستگی عوامل اخلاقی مدل استفاده شده است. از آنجایی که مقدار آماره‌ی محاسبه شده بین ۱/۵ تا ۲/۵ است لذا خود همبستگی مرتبه اول بین اجزای باقیمانده وجود ندارد. همچنین در این پژوهش جهت بررسی ناهمسانی واریانس باقیمانده از آزمون بورش-پاگان استفاده شده است و سپس برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است.

### آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد بر اساس رابطه (۱) پژوهش می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول درنگاره (۳) نشان داده شده است.

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

P-Value	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرهای توضیحی
۰/۷۲۲۹	-۰/۳۵۴۹	۰/۰۲۰۲	-۰/۰۰۷۱	cons	عرض از مبدأ
۰/۰۰۱۵	۳/۱۹۷۹	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱۰	ABILITY	توانایی مدیریتی
۰/۱۷۴۷	۱/۳۶۰۷	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۳۴	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	۶/۰۵۰۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۱۱	Mtb	فرصت‌های رشد
۰/۰۰۰۰	۷/۴۶۲۴	۰/۰۳۱۱	۰/۲۳۲۸	Kstructure	ساختار سرمایه
۰/۰۰۰۰	-۴/۲۱۶۳	۰/۰۰۲۹	-۰/۰۱۲۴	Z <sub>altman</sub>	درماندگی مالی
۰/۰۰۰۱	۳/۸۴۹۰۰	۰/۰۲۶۹	۰/۱۰۳۶	Roa	بازده دارایی
۰/۰۰۰۰	۸/۷۷۰۳	۰/۰۰۴۵	۰/۰۴۰۰	Cfos	جریان نقد به فروش
۰/۰۴۴۸	۲/۰۱۵۷	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۴۷	Ato	دفعات گردش دارایی
۰/۰۳۶۹	۲/۰۹۷۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۴	AGE	سن شرکت
۰/۰۰۵۲	۲/۸۱۷۰	۰/۰۱۷۱	۰/۰۴۸۳	Tangib	مشهود بودن
۰/۴۰۵۱	ضریب تعین	۰/۰۰۰۰	۱۹/۰۷۰۳	آماره f فیشر	
۰/۳۸۳۹	ضریب تعین تعدیل شده		۱/۷۶۴۱	آماره دوربین واتسون	

همانگونه که نتایج آماره (۳) نشان می‌دهد سطح معناداری  $p$ -value برای توانایی مدیریتی برابر با (۰/۰۰۱۵) است. از آنجایی که معناداری این ضریب کمتر از ۵ درصد است، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد یک تأثیر معنادار دارد. از طرفی وجود ضریب مثبت (۰/۰۰۱۰) نشان می‌دهد که توانایی مدیریتی تأثیری مثبت بر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارد. نتایج این فرضیه تأیید کننده دیدگاه منفعت طلبی مدیران می‌باشد.

به بیان دیگر، مدیران توانا، به منظور دستیابی به منافع خود اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌نمایند. با توجه به نتایج نگاره (۳) در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد.

### آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد بر مبنای رابطه (۸) پژوهش می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در نگاره (۴) نشان داده شده است.

نتایج مندرج در نگاره (۴) نشان می‌دهد که  $p$ -value محاسبه شده برای متغیر توانایی مدیریتی کمتر از سطح خطای ۵٪ است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر معنادار دارد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر توانایی مدیریتی منفی است این موضوع بدین معنی است که توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر منفی دارد. با توجه به اینکه مقادیر سرمایه‌گذاری کمتر از حد منفی بوده و به منظور تفسیر بهتر نتایج در یک منفی ضرب شده اند، می‌توان نتیجه گرفت که مدیران توانا تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد نداشته (این مقادیر به سمت صفر یا منفی که همان سرمایه‌گذاری بیش از حد است میل پیدا می‌کند) است. نتایج این فرضیه نیز تأیید کننده دیدگاه منفعت طلبی مدیران می‌باشد. با توجه به نتایج نگاره نگاره (۴) در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه دوم پژوهش رد نخواهد شد.

## نگاره (۴): نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه دوم

P-Value	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرهای توضیحی
۰/۰۷۴۲	-۱/۷۸۹۷	۰/۰۱۱۶	-۰/۰۲۰۸	cons	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰۰	-۹/۰۴۳۱	۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۰۸	ABILITY	توانایی مدیریتی
۰/۰۵۷۲	۱/۹۰۷۴	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۳۸	SIZE	اندازه
۰/۱۶۹۷	-۱/۳۷۵۵	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۶	Mtb	فرصت‌های رشد
۰/۰۰۰۱	۴/۰۸۱۴	۰/۰۲۱۲	۰/۰۸۶۷	Kstructure	ساختار سرمایه
۰/۰۹۷۶	۱/۶۶۰۳	۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۵۰	Z_altman	درماندگی مالی
۰/۴۴۱۲	۰/۷۷۰۸	۰/۰۱۷۴	۰/۰۱۳۴	Roa	بازد دارایی
۰/۱۳۱۵	-۱/۵۱۱۰	۰/۰۰۴۵	-۰/۰۰۶۸	Cfos	جریان نقد به فروش
۰/۰۰۹۲	-۲/۶۱۵۳	۰/۰۰۳۴	-۰/۰۰۹۱	Ato	دفعات گردش دارایی
۰/۰۱۸۶	۲/۳۶۲۴	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۲	AGE	سن شرکت
۰/۰۰۰۰	۹/۷۰۷۳	۰/۰۰۹۰	۰/۰۸۷۵	Tangib	مشهود بودن
۰/۴۳۲۹	ضریب تعین	۰/۰۰۰۰	(۳۱/۳۷۸۴)	آماره f فیشر	
۰/۴۱۹۱	ضریب تعین تعدیل شده		۱/۵۶۶۶	آماره دورین واتسون	

## آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش به بررسی تأثیر کیفیت گزارش‌گری مالی بر شدت تأثیر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش در نگاره (۵) نشان داده شده است.

نتایج نگاره (۵) نشان می‌دهد که سطح معناداری برای حاصل ضرب کیفیت گزارش‌گری مالی و توانایی مدیریتی ( $ability * fqr$ ) برابر با (۰/۰۰۰۰) است. از آنجایی که معنی‌داری این ضرایب کمتر از ۵٪ است، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین حاصل ضرب کیفیت گزارش‌گری مالی و توانایی مدیریتی (شدت اثر) و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود دارد.

## نگاره (۵): نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه سوم

P-Value	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرهای توضیحی
۰/۷۵۶۸	۰/۳۱۰۰	۰/۰۲۲۷	۰/۰۰۷۰	cons	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰۰	-۵/۲۸۴۲	۰/۰۰۱۹	-۰/۰۱۰۱	ABILITY	توانایی مدیریتی
۰/۰۰۰۰	۷/۲۳۵۹	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۸	FRQ	کیفیت گزارشگری مالی
۰/۰۰۰۰	-۵/۴۴۹۸	۰/۰۰۱۷	-۰/۰۰۹۴	ABILITY*FRQ	اثر تعاملی
۰/۵۳۴۰	۰/۶۲۲۶	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۱۹	SIZE	اندازه
۰/۰۰۰۰	۶/۵۶۱۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۱۲	Mtb	فرصت‌های رشد
۰/۰۰۰۰	۷/۷۸۷۹	۰/۰۳۰۰	۰/۲۳۳۷	Kstructure	ساختار سرمایه
۰/۰۰۰۴	-۳/۵۸۵۷	۰/۰۰۳۱	-۰/۰۱۱۱	Z <sub>altman</sub>	درماندگی مالی
۰/۰۲۱۵	۲/۳۱۲۰	۰/۰۳۳۱	۰/۰۷۶۷	Roa	بازده دارایی
۰/۰۰۰۰	۸/۷۳۹۸	۰/۰۰۴۶	۰/۰۴۰۹	Cfos	جریان نقد به فروش
۰/۲۴۴۵	۱/۱۶۶۳	۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۲۸	Ato	دفعات گردش دارایی
۰/۰۴۶۳۶	۲/۰۰۱۲	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۴	AGE	سن شرکت
۰/۰۰۰۱	۴/۰۵۳۰	۰/۰۱۱۸	۰/۰۴۸۱	Tangib	مشهود بودن
۰/۵۰۷۸	ضریب تعین	۰/۰۰۰۰	۲۳/۹۰۴۲		آماره f فیشر
۰/۴۸۶۵	ضریب تعین تعدیل شده		۱/۷۲۷۸		دوربین واتسون

از طرفی وجود ضریب منفی (۰/۰۰۹۴) نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی شدت اثر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد. به بیان دیگر کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران می‌گردد. لازم به ذکر است با توجه به اثر مثبت توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد در فرضیه اول و همچنین ضریب منفی اثر تعاملی کیفیت گزارشگری مالی و توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد، مطابق با مبانی نظری موجود می‌توان ادعا نمود که کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش بیش سرمایه‌گذاری می‌گردد. با توجه به نتایج نگاره (۵) در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه سوم پژوهش رد نخواهد شد.

### آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم پژوهش به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثر توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌پردازد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش در نگاره (۶) نشان داده شده است.

نگاره (۶): نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه چهارم

P-Value	t آماره	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرهای توضیحی
۰/۱۱۷۵	-۱/۵۶۸۶	۰/۰۱۱۹	-۰/۰۱۸۷	cons	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰۰	-۶/۲۳۶۹	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۲۵	ABILITY	توانایی مدیریتی
۰/۱۶۸۴	-۱/۳۷۹۷	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۹	FRQ	کیفیت گزارشگری مالی
۰/۰۰۰۰	-۵/۲۷۵۴	۰/۰۰۱۹	-۰/۰۱۰۵	ABILITY*FRQ	اثر تعاملی
۰/۰۹۹۰	۱/۶۵۳۲	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۳۴	SIZE	اندازه
۰/۱۵۶۸	-۱/۴۱۸۳	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۶	Mtb	فرصت‌های رشد
۰/۰۰۰۱	۴/۰۵۸۹	۰/۰۲۱۴	۰/۰۸۷۰	Kstructure	ساختار سرمایه
۰/۰۰۰۳	۳/۶۰۴۳	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۵۷	Z altman	درماندگی مالی
۰/۰۸۵۹	۱/۷۲۱۶	۰/۰۰۳۰	-۰/۰۰۵۱	Roa	بازده دارایی
۰/۱۳۸۹	-۱/۴۸۲۶	۰/۰۰۴۵	-۰/۰۰۶۷	Cfos	جریان نقد به فروش
۰/۰۰۹۲	-۲/۶۱۷۵	۰/۰۰۳۵	-۰/۰۰۹۱	Ato	دفعات گردش دارایی
۰/۰۱۳۹	۲/۴۷۱۷	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۲	AGE	سن شرکت
۰/۰۰۰۰	۹/۷۸۴۲	۰/۰۰۹۰	۰/۰۸۸۱	Tangib	مشهود بودن
۰/۴۳۸۵	ضریب تعین	۰/۰۰۰۰	۲۶/۶۱۹۸	فیشر f آماره	
۰/۴۲۲۰	ضریب تعین تعدیل شده		۱/۵۷۰۴	آماره دوربین واتسون	

نگاره (۶) نشان می‌دهد که سطح معناداری برای حاصل ضرب کیفیت گزارشگری مالی و توانایی مدیریتی (ability\*frq) برابر با (۰/۰۰۰۰) است. از آنجایی که معنی‌داری این ضرایب کمتر از ۵٪ است، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین حاصل ضرب کیفیت گزارشگری مالی و توانایی مدیریتی (شدت اثر) و سرمایه‌گذاری کمتر از حد یک رابطه معناداری وجود دارد. از طرفی وجود ضریب منفی (۰/۰۱۰۵) نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش کم سرمایه‌گذاری مدیران توانا می‌گردد. در واقع طبق فرضیه دوم مدیران توانا خود تمایلی به سرمایه‌گذاری کمتر از حد نداشتند و کیفیت گزارشگری مالی نیز به نوبه خود، باعث

کاهش این کم سرمایه گذاری می گردد و باعث می شود سرمایه گذاری کمتر از حد (مقادیر مثبت کاهش پیدا کرده و به سمت صفر میل پیدا کند) کاهش پیدا کند. با توجه به نتایج نگاره (۶) در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه سوم پژوهش رد نخواهد شد.

### بحث و نتیجه گیری

در پژوهش حاضر به بررسی نقش توانایی مدیران در کارایی سرمایه گذاری و همچنین تأثیر کیفیت گزارشگری در بهبود تصمیمات فوق پرداخته شد. در فرضیه اول و دوم پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد پرداخته شد. نتایج این دو فرضیه مشابه نتایج پژوهش حبیب (۲۰۱۴) است که به این نتیجه رسید مدیران توانا تمایل به بیش سرمایه گذاری دارند. در واقع نتایج این فرضیه‌ها تأییدکننده دیدگاه منفعت طلبی مدیران است. طبق این دیدگاه مدیران به دلیل دست یابی و حفظ منافع خود و هم چنین دستیابی به پاداش مرتبط با اندازه بزرگ تر شرکت اقدام به سرمایه گذاری بیش از حد می نمایند. همچنین نتایج فرضیه دوم بیانگر عدم تمایل مدیران توانا به سرمایه گذاری کمتر از حد می باشد که این خود نیز تأییدکننده فرضیه اول پژوهش است. در فرضیه سوم و چهارم پژوهش به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر شدت تأثیر توانایی مدیریتی بر سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد پرداخته شد. نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی بر شدت اثرگذاری توانایی مدیریتی بر سرمایه گذاری بیش از حد تأثیر منفی دارد. به بیان دیگر کیفیت گزارشگری مالی به دو طریق باعث بهبود تصمیمات سرمایه گذاری میگردد. اول از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران و در نتیجه کاهش هزینه های 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 ها. نتایج این دو فرضیه نیز مطابق با پژوهش حبیب (۲۰۱۴) بیدل (۲۰۰۹) مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) و برخلاف نتایج ثقفی و عرب مازار یزدی (۱۳۸۹) است.

### پیشنادهای پژوهش

#### پیشنادهای کاربردی

- یافته های این پژوهش می تواند سهامداران و هیئت مدیره شرکت را ترغیب نماید که در انتخاب مدیران، به توانایی مدیران با توجه به سوابق آنها توجه کافی داشته باشد و همچنین به جهت کسب بیشترین بازده که هدف نهایی شرکت می باشد، پیشنهاد می شود نظارت مستمری

بر مدیران وجود داشته باشد، زیرا با توجه به وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، مدیران همواره به دنبال دست‌یابی به منافع خود می‌باشند و وجود مدیران با خصیصه توانایی بهتر می‌تواند آنها را به هدف مذکور برساند و باعث لطمه وارد کردن به منافع سهامداران خواهد شد.

- استناد ندارد گذاران می‌توانند از نتایج پژوهش در ارزش‌یابی هایشان در جهت تدوین استانداردهای حسابداری آتی استفاده کنند؛ به این جهت که، با توجه به نتایج این پژوهش مبنی بر نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش عدم تقارن اطلاعات و بیش سرمایه‌گذاری مدیران، تلاش‌هایی را در جهت ارائه رهنمودها و نیز توصیه‌هایی در جهت کاربرد بهتر و دقیق‌تر استانداردهای منتشر شده انجام دهند و از این طریق به تهیه‌کنندگان اطلاعات حسابداری در تهیه هرچه بهتر و باکیفیت‌تر اطلاعات کمک نمایند.

به منظور جلوگیری از هدررفت منابع شرکت و همچنین منع دست‌یابی مدیران به منافع خود، سهامداران و هیئت‌مدیره شرکت می‌توانند تصمیمات مربوط به پروژه‌های سرمایه‌گذاری را در قالب یک کمیته متشکل از سهامداران متخصص در این زمینه و مدیران شرکت اتخاذ نمایند، که این امر در نهایت باعث رونق بازار و کسب بازده برای سهامداران گردد.

### پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

با توجه به اینکه تصمیم‌های مدیریت نقش مهمی در کارایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد، بنابراین پیشنهاد می‌شود در خصوص ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری مطالعاتی انجام می‌شود.

با توجه به اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر می‌تواند متفاوت باشد پیشنهاد می‌گردد به بررسی جداگانه ارتباط بین مراحل چرخه عمر شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

با توجه به الگوی درماندگی مالی، به منزله یکی از متغیرهای کنترلی و ارتباط آن با کارایی سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود به بررسی ارتباط جداگانه بین ورشکستگی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

## پی نوشت

- ۱ Data Envelopment Analysis      ۲ Efficient Contract  
۳ Rent Extraction

## منابع

- ایزدی نیا، ناصر. گوگردچیان، احمد. تنباکویی، مژگان (۱۳۹۳). تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۶(۳)، ۲۱-۳۶.
- بادآورنهندي، یونس. تقی زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۰(۲)، ۱۹-۴۲.
- بادآورنهندي، یونس. تقی زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۳). ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمر. دانش حسابداری، ۵(۱۸)، ۱۱۳-۱۴۰.
- براداران حسن زاده، رسول. بادآورنهندي، یونس. نگهبان، لیلا (۱۳۹۳). تأثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۶(۱)، ۸۹-۱۰۶.
- بزرگ اصل، موسی. صالح زاده، بیستون (۱۳۹۳). تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت ارقام تعهدی. دانش حسابداری، ۵(۲)، ۱۱۹-۱۳۹.
- پیری، پرویز. دیدار، حمزه. خدایاریگانه، سمیه (۱۳۹۳). تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی در طول چرخه عمر. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۶(۳)، ۹۹-۱۱۸.
- تهرانی، رضا. نوربخش، عسکر (۱۳۸۵). مدیریت سرمایه گذاری، تهران: انتشارات نگاه دانش.
- ثقفی، علی. مازار یزدی، مصطفی (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۴)، ۱-۲۰.
- حقیقی، محمد عل (۱۳۸۰). مدیریت رفتار سازمانی، تهران: نشر ترمه.
- سلیمانی امیری، غلامرضا، فرشی، زهرا (۱۳۹۱). تأثیر تامین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری. دانش حسابداری، ۳(۱۱)، ۵۷-۸۳.
- مدرس، احمد، حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲)، ۱۱۶-۸۵.
- هاشمی، سید عباس. صمدی، سعید. هادیان، ریحانه (۱۳۹۳). اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲(۴۴)، ۱۱۷-۱۴۳.
- Baker, M. , J. C. Stein, and J. Wurgler. 2003. When does the market matter? *Stock prices and the investment of equity-dependent firms*. 118: 969-1005 .

- Al-Hadi, A., Grantley, G. 2015. Corporate Life Cycle and Managerial Ability. *Working paper, Available at www.ssrn.com*
- Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *The Journal of Finance* 23 (4): 589-609 .
- Biddle, G. , Hilary, G. and Verdi, R. S. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48: 112-131 .
- Chen, F. ; Hope, O. K. ; Li, Q. and Wang, X. 2010. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86 (4): 1255-1288 .
- Demerjian, P. , Lev, B. , & S. McVay. (2012). "Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests ". *Management Science*, Vol 58, No 7, Pp 1229-1248
- Francis, B. B. , Sun, X. , Wu, Qiang. , 2013. Managerial Ability and Tax Avoidance. *Working paper, Available at: www.Ssrn.com* .
- Francis, J. , Huang, A. H. , Rajgopal, S. , & A. Y. Zang. 2008. "CEO Reputation and Earnings Quality". *Contemporary Accounting Research*, Vol 25, No 1, Pp 109-147 .
- Garsia Lara, J. M. , Garsia Osma, B. and Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *http://papers.ssrn.com* .
- Habib, e. 2014. managerial Ability, Investment Efficiency and stock price crash risk. *Working paper, Available at: www.ssrn.com*
- Huang, W. , F. Jiang, Z. Liu, and M. Zhang. 2011. Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity—Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal* (3): 261-277 .
- Hubbard, R. 1998. Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225 .
- Jensen, M. C. , and W. H. Meckling. 1976. Agency costs and the theory of the firm. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360 .
- Kothari, S. P. , A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* (1): 163-197 .
- Lambert, R. 2001. Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 3-87 .

- Leverly, J. T. , & M. F. Grace 2011. "Dupes or Incompetents? An Examination of Management's Impact on Firm Distress". *Journal of Risk and Insurance*, Vol 79, No 3, Pp 751-783 .
- Stein, J. 2003. Agency information and corporate investment. In Handbook of the Economics of Finance, edited by George Constantinides, Milt Harris and René Stulz, *Elsevier*. 111-165 .
- Verdi, R. 2006. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. *Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Workingpaper*.
- Yang, J. , and Jiang, Y. 2008. Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11 (1): 159-166.

Archive of SID