



رابطه بین دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی

محمدعلی پلنگی مزرعه^۱

جمادوردی گرگانلی دوجی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۴/۰۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۱/۳۱

چکیده

در دنیای رقابتی امروز شرکت‌ها برای ادامه حیات و گسترش فعالیت‌های تولیدی خود نیاز به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور دارند. هم‌چنین انتظار می‌رود شرکت‌ها در مقابل تغییرات غیرمنتظره قیمت دارایی‌های وثیقه‌ای با افزایش کیفیت گزارشگری مالی ظرفیت تأمین مالی خود را حفظ کرده و در پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری نمایند. در این پژوهش هدف اصلی، تعیین رابطه بین دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی شامل ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیون چندگانه استفاده شد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که، رابطه معنی‌داری میان اثر تعاملی ارزش دارایی وثیقه‌ای و کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری وجود دارد. این موضوع می‌تواند این تحلیل را تقویت نماید که شرکت‌ها با افزایش کیفیت گزارشگری مالی خود جهت افزایش اعتبار میزان سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند.

واژه‌های کلیدی: دارایی‌های وثیقه‌ای، سرمایه‌گذاری، کیفیت گزارشگری مالی.

۱- کارشناس ارشد حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران، مسئول مکاتبات

۲- استادیار گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران، نویسنده اصلی

Jgorganli@yahoo.com

۱- مقدمه

یکی از متغیرهای بنیادین مؤثر بر وضعیت آتی شرکت‌ها میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌های ثابت می‌باشد که می‌تواند زمینه‌ساز دستیابی به بازده مطلوب در آینده بوده (دارابی و کریمی، ۱۳۸۹). سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت نیز خود به دلیل تغییرات غیر منتظره قیمت دارایی‌ها (تورم) می‌تواند شرکت‌ها را در پیش‌بینی وضعیت آینده دچار نوسانات نماید. شرکت‌هایی که بودجه خود را به سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی که قابلیت وثیقه شدن دارند اختصاص داده، یا قصد انجام مخارج سرمایه‌ای را دارند، با تغییر قیمت دارایی‌ها میزان نقدینگی آن‌ها دچار نوسان شده و سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز تغییر خواهد کرد. یکی از عوامل تاثیرگذار بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تامین مالی است و در این میان بانک‌ها و مؤسسات تأمین‌کننده منابع مالی خارجی شرکت‌ها به منظور اطمینان از بازگشت تسهیلات اعطایی، به دریافت وثایق معتبر از مشتریان مبادرت می‌ورزند تا در صورت عدم تأدیه بدهی‌ها و ایفای تعهد در سررسید مقرر، بتوانند طلب خویش را از محل وثایق استیفا نمایند (ملاکریمی، ۱۳۹۲، ۳۳). اما وثیقه‌گذاری دارایی‌ها با مشکلاتی همراه است از جمله اینکه: شرکت‌ها، دارایی‌های ثابت خود را به ارزش دفتری ثبت می‌نمایند و ارزش دفتری دارایی‌ها نیز به دلیل وجود هزینه استهلاک، کسر آن از ارزش دارایی، پس از چند سال عملاً با ارزش روز دارایی‌ها کاملاً متفاوت است و مؤسسات اعتباری (در ایران عموماً بانک‌ها) جهت اعطای هر گونه وام از دارایی‌های شرکت کارشناسی به عمل آورده و بر اساس ارزش روز دارایی‌های شرکت جهت اعطای وام عمل می‌نمایند. لذا در عمل مشاهده می‌شود شرکت‌های با قدمت بالا که دارای ارزش دفتری دارایی پایین و ارزش روز دارایی بالایی هستند، قدرت وام‌گیری بیشتری دارند، در صورتی که دفاتر خلاف آنرا نشان می‌دهند. همچنین زمانی که از دارایی‌ها به عنوان وثیقه^۱ استفاده می‌شود، حباب قیمت آن‌ها می‌تواند به افزایش اعتبار منجر شده، زمانی که قیمت دارایی‌ها ناگهان کاهش می‌یابد، بنگاه‌ها با محدودیت‌های مالی جدی مانند، کاهش ارزش وثیقه‌هایشان روبه‌رو می‌شوند، این نوسانات می‌تواند فعالیت‌های اقتصادی را به صورت قابل توجهی تحت تاثیر قرار دهد (محدث، ۱۳۹۰، ۴). همچنین در

تحقیقاتی که گان‌جی^۲ در سال ۲۰۰۷، انجام داد، به این نتیجه رسید که شوک قیمت منجر می‌شود که بانک‌ها اعتبارات وام‌دهی خود را کاهش دهند، و شوک‌های ناشی از بازار املاک و مستغلات باعث صرفه‌جویی و انقباض در وام‌دهی بانک‌ها و کاهش سرمایه‌گذاری در بخش تولید شده است. باتوجه به اینکه این امکان وجود دارد که شرکت‌ها از افزایش ارزش وثیقه به دلیل افزایش قیمت املاک، بیش از حد قرض بگیرند و در پروژه‌های بی‌فایده سرمایه‌گذاری نمایند. این عوامل باعث به خطر افتادن سلامت مالی بانک‌ها شده، و این اثر مهمی است که در اقتصادها وجود دارد. در اقتصاد کشورهایی چون ژاپن که بانک‌گرا^۳ هستند، نقش وثیقه ممکن است بسیار بزرگ‌تر از یک اقتصاد مبتنی بر بازار^۴ شبیه آمریکا باشد (چنی، سرار و تسمار، ۲۰۱۰، ۴). باتوجه به تحقیقاتی که چن و همکاران^۵، در سال ۲۰۱۰ انجام دادند آن‌ها این موضوع را عنوان کردند که: بانک‌ها ممکن است با دسترسی به اطلاعاتی فراتر از صورت‌های مالی، به‌طور بالقوه اهمیت اطلاعات حسابداری را کاهش دهند، اما پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهد که اطلاعات حسابداری برای اتخاذ تصمیمات اعتبار دهی در آمریکا و دیگر کشورهای توسعه‌یافته، نقش گسترده‌ای دارند و بانک‌ها بر گزارش‌های مالی قرض‌گیرندگان در اتخاذ تصمیمات اعتباری اتکا می‌کنند (دانوس و همکاران،^۶ ۱۳۸۹؛ بری و همکاران^۷ ۱۹۹۳ و ۲۰۰۴؛ کیتیندی و همکاران^۸ ۲۰۰۷). علاوه بر اینکه ارقام مندرج در گزارشگری مالی برای سرمایه‌گذاران مهم است و بر تصمیم‌های آن‌ها تأثیر دارد، کیفیت گزارشگری مالی و افشا نیز به عنوان یکی از ابعاد اطلاعات مالی مورد توجه خاص سرمایه‌گذاران است (پورزمانی، منصوری، ۱۳۹۴، ۸۰). از آنجایی که شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری پایین بیشتر در معرض این می‌باشند که به‌عنوان شرکت‌های محدودشده از نظر مالی باشند، این موضوع می‌تواند این تحلیل را تقویت نماید که کیفیت گزارشگری، محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش می‌دهد (بالاک‌ریشنان و همکاران، ۲۰۱۴، ۴). باتوجه به مسائل پیش گفته، ما در این تحقیق درصدد پاسخ به این سؤال هستیم که آیا کیفیت گزارشگری مالی، رابطه بین ارزش دارایی وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند؟

بررسی وضعیت تغییرات در دارایی‌های ثابت که از منابع اصلی رشد و توسعه آتی شرکت‌ها هستند از اهمیت بسزایی برخوردار است. با توجه به این موارد، اهمیت این تحقیق در آن است که متغیر دارایی وثیقه‌ای با توجه به روند تغییرات قیمتی (تورم) اندازه‌گیری شده است که در ایران مشابه آن مشاهده نشده. همچنین پژوهشی که رابطه بین دارایی وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری را با نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی بررسی نماید در ایران یافت نشد. سازمان‌ها و نهادهایی که می‌توانند از نتایج این پژوهش استفاده کنند عبارت‌اند از: بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، اشخاص حقیقی و حقوقی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بورس اوراق بهادار تهران و تحلیل‌گران مالی.

۲- چارچوب نظری

سرمایه‌گذاری نوعی دارایی است که واحد سرمایه‌گذار برای افزایش منافع اقتصادی از طریق توزیع منافع (به شکل سود سهام، سود تضمین‌شده و اجاره)، افزایش ارزش یا سایر مزایا (مانند مزایای ناشی از مناسبات تجاری) نگهداری می‌کند (کمیت‌ه تدوین استاندارد‌های حسابداری، سازمان حسابرسی، ۱۳۹۱، ۳۰۶). مخارج سرمایه‌ای مخارجی هستند که به حفظ، تداوم یا افزایش ظرفیت تولید کالا و خدمات می‌انجامند و برای شرکت سودآوری آتی دارند. مخارج سرمایه‌ای عمدتاً صرف خرید، ساخت، بهسازی و تعمیرات دارایی‌های ثابت می‌شود (مجتهد زاده و احمدی، ۱۳۸۸، ۵). بنابر تحقیقات اخیر یکی از عوامل تعیین‌کننده مجموعه ساختار مالی شرکت، دارایی‌های وثیقه‌ای شرکت می‌باشد. هرچه میزان دارایی‌های وثیقه‌ای شرکت بیشتر باشد شرکت وام و اعتبار بیشتری می‌تواند تحصیل نماید. با توجه به این تئوری که سهامداران شرکت‌های اهرمی این انگیزه را دارند که به وسیله سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه اقدام به تصرف ثروت طلبکاران نمایند. لذا طلبکاران اقدام به وثیقه کردن مطالبات خود در قبال دارایی‌های شرکت می‌نمایند (پور حیدری، ۱۳۷۴، ۷). یک بانک تجاری عموماً برای تضمین وام‌مدت‌دار، درخواست وثیقه می‌کند. معمولاً یک دارایی ثابت نظیر کامیون، کشتی یا بخشی از ماشین‌آلات به عنوان وثیقه در رهن^۹، قرار خواهد گرفت (وکیلی فرد، ۱۳۹۲، ۹۱). بانک‌ها به منظور اطمینان از بازگشت تسهیلات اعطایی، به دریافت وثایق معتبر از مشتریان

مبادرت می‌ورزد تا در صورت عدم تأدیه بدهی‌ها و ایفای تعهد در سررسید مقرر، بتواند طلب خویش را از محل وثایق استیفا نماید (ملاکریمی، ۱۳۹۲، ۳۳).

در پژوهشی که چنی، سرار و تسمار ۲۰۱۰ انجام دادند به این نتیجه رسیدند که، برای افزایش یک دلار در ارزش وثیقه در شرکت دولتی ایالات متحده باعث بالا رفتن ۶ سنت در سرمایه‌گذاری است. این حساسیت می‌تواند در مجموع از لحاظ کمی مهم باشد. در اقتصاد کشورهایی چون ژاپن که بانک‌گرا هستند نقش ارزش وثیقه ممکن است بسیار بزرگ‌تر از یک اقتصاد مبتنی بر بازار شبیه آمریکا باشد. در ژاپن حباب قیمت املاک و مستغلات نشان می‌دهد که بانک‌ها در زمان کاهش ارزش دارایی‌های املاک و مستغلات عرضه اعتباری خود را قطع می‌کنند و منجر به کاهش سرمایه‌گذاری مشتریان خود می‌شوند. همچنین این امکان وجود دارد که شرکت‌ها از افزایش ارزش وثیقه به دلیل افزایش قیمت زمین بیش‌ازحد قرض بگیرند و در پروژه‌های بی‌فایده سرمایه‌گذاری نمایند (گان‌جی، ۲۰۰۷، ۲۹). همچنین در تحقیقاتی که برنانکه و گوتلر، ۱۹۸۹؛ گان‌جی، ۲۰۰۷؛ بالاک ریشنان و همکاران، ۲۰۱۴ و رامپینزا و ویزواناتان^۱، ۲۰۰۸ انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که تغییرات در ارزش وثیقه می‌تواند سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. با توجه به تحقیقاتی که توسط بالاک‌ریشنان و همکاران در سال ۲۰۱۴ انجام شد آن‌ها به این نتیجه رسیدند، هنگامی که قیمت وثیقه بالا می‌رود، شرکت‌هایی که دارای کیفیت گزارشگری بالاتری هستند، سرمایه‌گذاری خود را متناسب با افزایش قیمت وثیقه افزایش می‌دهند (تغییر سرمایه‌گذاری همراه با تغییر ارزش وثیقه نیست). این موضوع که اطلاعات گزارشگری مالی توسط سهامداران برای نظارت بر مدیران استفاده شده است به منزله یک منبع مهم اطلاعات شرکت برای سرمایه‌گذاران به خوبی تأیید شده است (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹، ۸). هدف اصلی گزارشگری مالی فراهم نمودن اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران، مدیران و کارکنان، دولت، اعتباردهندگان و سایرین جهت اتخاذ تصمیمات منطقی در رابطه با عملیات شرکت است (دارابی و کریمی، ۱۳۸۹). پس اگر کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، توانایی سهامداران، برای نظارت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مدیران را افزایش می‌دهد، آن می‌تواند با کاهش خطر اخلاقی، بهره‌وری سرمایه‌گذاری را افزایش دهد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹، ۸). با توجه به این‌که تغییرات قیمت وثیقه

ناشی از شرایط اقتصادی و خارج از مدیریت شرکت است در این تحقیق با آزمایش نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی در ارتباط بین ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای با سرمایه‌گذاری پرداخته‌ایم.

۳- پیشینه پژوهش

سلیمانی امیری و فرشی (۱۳۹۱) پژوهشی با عنوان، بررسی تأثیر تأمین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش‌تر و کم‌تر از حد رابطه منفی دارد. همچنین کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌هایی که عمدتاً از بانک‌ها تأمین مالی می‌کنند با سرمایه‌گذاری کم‌تر و بیش‌تر از حد رابطه منفی دارد. در شرایط فشار مالیاتی، کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کم‌تر و بیش‌تر از حد رابطه مثبت دارد، بنابراین در شرایط فشار مالیاتی، کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نمی‌شود.

پورزمانی و منصور (۱۳۹۴) پژوهشی با عنوان، تأثیر کیفیت افشا، محافظه‌کاری و رابطه متقابل آن‌ها بر هزینه سهام عادی انجام دادند. یافته‌های آن‌ها نشان از آن دارد که کیفیت افشا و محافظه‌کاری اثر معکوس بر هزینه سرمایه سهام عادی دارد بطوری که با افزایش میزان کیفیت افشا و یا محافظه‌کاری از هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌ها کاسته می‌شود.

بنی‌مهد و نوخندان (۱۳۹۳) پژوهشی با عنوان، شناسایی عوامل تعیین‌کننده بر فرصت سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون، انجام داده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد شاخص سودآوری، اهرم مالی، اندازه شرکت و نسبت دارایی ثابت به جمع دارایی از جمله متغیرهای تاثیرگذاری بر فرصت سرمایه‌گذاری می‌باشند. همچنین نتایج بیانگر آن است که رشد فروش و نوع مالکیت شرکت رابطه‌ای با فرصت سرمایه‌گذاری ندارد و همچنین شاخص سودآوری بیشترین همبستگی را با فرصت سرمایه‌گذاری دارد.

دستگیر و غنی‌زاده (۱۳۹۳) پژوهشی با عنوان، تأثیر کیفیت سود بر دارایی‌های ثابت مشهود و سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که، کیفیت سود دارای همبستگی منفی با دارایی ثابت و

سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و کل دارایی‌های شرکت‌ها بوده و با کاهش کیفیت سود، سرمایه‌گذاری‌های فوق‌افزایش یافته است.

مدرس و حصار زاده (۱۳۸۷) پژوهشی با عنوان، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که، علاوه بر اینکه سطح کیفیت گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و مثبتی دارد، کیفیت بالاتر گزارشگری مالی موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. همچنین این تحقیق نشان داد که بین بیش (کم) سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین نتایج این تحقیق حاکی از آن است که کیفیت گزارشگری مالی از طریق کاهش بیش (کم) سرمایه‌گذاری، می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد.

سفیدگر و ملکیان (۱۳۸۹) پژوهشی با عنوان، بررسی تأثیر نرخ رشد دارایی‌ها بر بازده کوتاه‌مدت و بلند مدت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، انجام داده‌اند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که رابطه منفی معناداری بین افزایش در نرخ رشد دارایی‌ها با بازده سهام کوتاه‌مدت و بلندمدت وجود دارد بررسی وضعیت سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها از نظر میزان تأثیر آن بر منابع در دسترس برای توزیع میان مالکان و اعتباردهندگان شرکت و همچنین تأثیر آن در کاهش ریسک کلی شرکت بدلیل افزایش در رشد منافع مورد انتظار دارایی‌ها و به تبع آن کاهش بازده از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

بالاک ریشنان و همکاران (۲۰۱۴) پژوهشی با عنوان، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کامپوستات واقع در ایالات متحده آمریکا انجام دادند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که تأمین مالی و سرمایه‌گذاری از طریق شرکت‌هایی با کیفیت گزارشگری بالاتر، نسبت به تأمین مالی و سرمایه‌گذاری از طریق شرکت‌هایی با کیفیت گزارشگری پایین‌تر، به میزان کمتری تحت تأثیر تغییرات در ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای قرار می‌گیرند. همچنین شرکت‌ها، کیفیت گزارشگری را در واکنش به کاهش در ظرفیت گزارشگری، افزایش می‌دهند.

چنی، سرار و تسمار (۲۰۱۲) پژوهشی تحت عنوان، کانال‌های وثیقه‌گذاری: چگونگی تأثیر سطح دارایی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات ارزش وثیقه زیاد است و این موضوع می‌تواند به‌عنوان محدودیتی در تأمین مالی شرکت‌ها شناخته شود.

گان‌جی (۲۰۰۷) پژوهشی تحت عنوان، تأثیر سطحی از حباب قیمت بازار دارایی‌ها: در سطح شواهدی از یک کانال وام‌گیری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بانک‌ها با قرار گرفتن در معرض بیشتر املاک و مستغلات اعطای وام خود را کاهش می‌دهند و یک ارتباط منفی بین سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با ارزش بازار املاک و مستغلات وجود دارد.

فردریک شن و هیلاری (۲۰۱۰) پژوهشی با عنوان، کیفیت افشاء و سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که هر چه کیفیت افشاء بالاتر باشد تأثیر شوک قیمت نفت بر روی سرمایه‌گذاری کمتر خواهد بود.

بیدل و همکاران (۲۰۰۹) پژوهشی با عنوان، چگونگی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری؛ انجام دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی نقش کاهش اصطکاک اطلاعات را بازی می‌کند که در نهایت مانع بهره‌وری سرمایه‌گذاری است.

هیتور و موریلو (۲۰۰۷) پژوهشی با عنوان، محدودیت‌های تأمین مالی، دارایی‌های ملموس، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که از نظر مالی محدود شده هستند حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری به دارایی‌های ملموس حساسیت بیشتری دارد. دارایی‌های ملموس اعتبارات شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند و شرکت‌هایی که دارایی‌های ثابت بیشتری دارند احتمالاً از نظر مالی کمتر محدود شده هستند. در این تحقیق ارتباط مثبتی بین دارایی‌های ملموس و محدودیت‌های اعتباری و جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های ایالات متحده مشاهده شد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود دارد.
فرضیه دوم: کیفیت گزارشگری مالی، رابطه بین ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

۵- مدل‌های تحقیق

در این پژوهش برای سنجش فرضیه اول از رابطه ۱ و برای سنجش فرضیه دوم از رابطه ۲ مطابق با پژوهش‌های بالاک ریشنان و همکاران (۲۰۱۴) استفاده شد.

(۱)

$$INV_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 C V_{it} + \sum_{j=1}^J \beta_j X_{jit-1} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$INV_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 C V_{it} + \alpha_3 C V_{it} * FRQ_{it-1} + \sum_{j=1}^J \beta_j X_{jit-1} + \varepsilon_{it}$$

۵-۱- متغیر وابسته

INV_{it} = سرمایه‌گذاری: نسبت مخارج سرمایه‌ای سال موردنظر به دارایی‌های سال قبل، برای شرکت i در سال t .

که برای سنجش آن از رابطه ۳ استفاده شده است که این رابطه در تحقیقات دستگیر و غنی زاده ۱۳۹۳، و بالاک‌ریشنان و همکاران، ۲۰۱۴، ۱۰، مورد استفاده قرار گرفته است:

(۳)

$$INV_{i,t} = \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$$

$TA_{i,t-1}$ = دارایی‌های سال قبل.

$I_{i,t}$ = برابر است با مخارج سرمایه‌ای^{۱۱} شرکت i در سال t .

همچنین برای سنجش مخارج سرمایه‌ای از رابطه ۴ استفاده شده است:

$$I_{i,t} = (NFA_{i,t} - NFT_{i,t-1}) + DEP_{i,t} \quad (۴)$$

۲۰۰۰ رابطه بین دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی

$NFA_{i,t}$ = عبارت است از خالص دارایی‌های ثابت شرکت i در سال t .
 $NFA_{i,t-1}$ = عبارت است از خالص دارایی‌های ثابت شرکت i در سال $t-1$.
 $DEP_{i,t}$ = عبارت است از هزینه استهلاک شرکت i در سال t .
 (بلالی و نورشاهی، ۱۳۹۲، ۱۱).

۲-۵- متغیر مستقل

CV_{it} = ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای برابر است با ارزش بازار دارایی‌ها که به وسیله شاخص قیمت سال مورد نظر نسبت به سال قبل برآورد می‌شود.
 دارایی‌ها را با توجه به شیوه سنجش آن‌ها به سه دسته تقسیم کردیم:
 ارزش بازار دارایی‌هایی که مستهلاک نمی‌شوند مثل زمین از رابطه ۵ برای سنجش آن استفاده کردیم.
 (۵)

شاخص سال مورد نظر
 \times بهای تمام شده = ارزش بازار زمین در سال مورد نظر
 شاخص سال پذیرش

ارزش بازار دارایی‌هایی که استهلاک پذیرند و به روش نزولی مستهلاک می‌گردند از رابطه ۶ تعیین می‌گردد:
 (۶)

شاخص سال مورد نظر
 \times بهای تمام شده = ارزش بازار دارایی
 شاخص سال خرید

برای تعیین سال خرید فرآیند محاسباتی رابطه ۷ و ۸ انجام شد:
 (۷)

تعداد سالهای مورد استفاده از دارایی - سال مورد نظر = سال خرید دارایی

$\log \frac{\text{ستهلاک انباشته - بهای تمام شده}}{\text{بهای تمام شده}}$
 = تعداد سالهای مورد استفاده
 $\log(1 - \text{نرخ استهلاک})$ (۸)

محمدعلی بلنگی مزرعه و جمادوردی گرگانلی دوجی (۲۰۱۰)

ارزش بازار دارایی‌هایی که استهلاک‌پذیرند، و به روش مستقیم مستهلک می‌گردند از رابطه ۹ تعیین می‌گردند:

$$\text{ارزش بازار دارایی} = \text{بهای تمام شده} \times \frac{\text{شاخص سال مورد نظر}}{\text{شاخص سال خرید}} \quad (9)$$

برای تعیین سال خرید فرآیند محاسباتی رابطه ۱۰ تا ۱۲ انجام شد:

$$\text{تعداد سال‌های مورد استفاده} - \text{سال مورد نظر} = \text{سال خرید} \quad (10)$$

$$\text{درصد استفاده} \times \text{عمر مفید} = \text{تعداد سال‌های مورد استفاده} \quad (11)$$

$$\text{درصد استفاده} = \frac{\text{استهلاک انباشته}}{\text{بهای تمام شده}} \quad (12)$$

ارزش بازار کل دارایی‌ها برابر است با مجموع ارزش بازار همه دارایی‌های در نظر گرفته.

۳-۵- متغیر تعدیل‌گر

FRQ_{it} = کیفیت گزارشگری مالی برای شرکت i در سال t .

ما برای اندازه‌گیری متغیر کیفیت گزارشگری مالی از معیار درآمد احتیاطی استفاده کرده‌ایم:

درآمد احتیاطی^{۱۲}: درآمد احتیاطی که توسط استوبن (۲۰۱۰) و امسی نیکلز و استوبن (۲۰۰۸) ارائه شده است. برای برآورد این معیار از الگوی رگرسیون ۱۳ استفاده شده است:

$$\Delta AR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Rev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

که در آن:

$\Delta AR_{i,t}$ = تغییرات سالانه حساب‌های دریافتنی تقسیم‌بر کل دارایی‌های ابتدای دوره است.

$\Delta Rev_{i,t}$ = تغییرات سالانه درآمدها تقسیم‌بر کل دارایی‌های ابتدای دوره است.

درآمدهای احتیاطی، باقیمانده الگو می‌باشد. در این پژوهش قدر مطلق درآمدهای احتیاطی در منفی یک ضرب شده است (DisRev). بنابراین ارزش‌های بالاتر (DisRev) بیانگر کیفیت گزارشگری بالاتر است (سلیمانی امیری و فرشی، ۱۳۹۱، ۹).

۵-۴- متغیرهای کنترل

نسبت جریان وجه نقد

کیوی توین ($Q_{i,t}$)

لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (MVE)

لگاریتم عمر شرکت (AGE)

اهرم (LEVERAGE)

۶- روش پژوهش و ابزار گردآوری اطلاعات

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، توصیفی-همبستگی مبتنی بر تحلیل رگرسیون است. برای گردآوری داده‌ها و مبانی نظری پژوهش از مقالات موجود و نرم افزار رهاورد نوین ۳ و سایت بورس اوراق بهادار تهران استفاده گردیده است. همچنین برای تجزیه تحلیل اطلاعات از روش تحلیل همبستگی و تحلیل رگرسیون پنل دیتا و از نرم‌افزار Eviws7 استفاده می‌شود.

۷- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. محدودیت‌های مورد نظر شامل: سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد، عدم وقفه معاملاتی بیشتر از ۶ ماه، قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند، در ضمن مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نیز از جامعه آماری حذف سیستماتیک شده‌اند. بدین ترتیب از تعداد ۵۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۱۴۰

محمدعلی بلنگی مزرعه و جمادوردی گرگانلی دوجی ۲۰۳۰

شرکت حائز شرایط مورد نظر و صفتهای مشخص شده در این پژوهش بوده‌اند. با استفاده از جدول کرجسی و مورگان تعداد ۱۰۶ شرکت به روش تصادفی به عنوان نمونه انتخاب شده است.

۸- تجزیه و تحلیل نتیجه پژوهش

۸-۱- آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مشاهدات	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	متغیر
۹۵۴	۰/۱۲۰۲۳۲	-۰/۶۱۰۰۰۰	۱/۲۳۰۰۰۰	۰/۰۵۰۰۰۰	۰/۰۶۸۷۴۲	سرمایه‌گذاری
۹۵۴	۵۷۶۷۲۳۸	۱۰۱۱۵/۰۰	۷۵۷۲۵۵۱۳	۴۳۸۹۲۹/۶	۱۵۷۷۹۲۹	ارزش دارایی وثیقه‌ای
۹۵۴	۰/۲۳۸۹۴۵	-۵/۴۴۰۰۰۰	۰/۶۸۰۰۰۰	۰/۰۱۰۰۰۰	۰/۰۰۷۲۷۲	کیفیت گزارشگری مالی با معیار درآمد احتیاطی
۹۵۴	۲/۹۰۹۲۷۸	-۸۹/۵۶۸۴۲	۱/۲۸۲۱۱۳	۰/۱۳۶۱۲۸	۰/۰۶۲۰۷۹	نسبت جریان وجه نقد
۹۵۴	۱/۰۳۷۴۵۱	۱	۷/۷۹۹۹۲	۱/۷۲۱۱۰۹	۱/۸۹۸۰۵	کیوتوبین
۹۵۴	۰/۶۴۲۱۶۵	۹/۵۵۰۰۰۰	۱۴/۲۶۰۰۰	۱۱/۷۰۵۰۰	۱۱/۷۲۳۲۶	لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
۹۵۴	۰/۲۷۸۶۵۷	۰/۳۰۰۰۰۰	۱/۶۷۰۰۰۰	۱/۱۱۰۰۰۰	۱/۰۸۱۸۷۶	لگاریتم عمر شرکت
۹۵۴	۰/۳۲۹۲۹۳	۰/۰۱۰۰۰۰	۵/۲۵۰۰۰۰	۰/۶۵۰۰۰۰	۰/۶۵۶۴۷۸	اهرم مالی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۲- تعیین روش بکارگیری داده‌های ترکیبی

پیش از تخمین مدل با استفاده از داده‌های ترکیبی، باید در مورد روش مناسب بکارگیری این گونه داده‌ها در تخمین، تصمیم‌گیری نمود. ابتدا باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده‌ها (تفاوت‌ها یا اثرات خاص شرکت) وجود دارد یا اینکه می‌توان داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف را ادغام کرد و از آن در تخمین مدل استفاده نمود. در تخمین‌های

تک معادله‌ای، برای اخذ تصمیم اخیر از آماره آزمون F (لیمر) استفاده می‌شود. براساس نتایج این آزمون، درباره رد یا پذیرش فرضیه برابری آثار ثابت خاص شرکت‌ها و در نهایت درباره انتخاب روش کلاسیک یا روش داده‌های پانل تصمیم‌گیری می‌شود. مبتنی بر نتایج آزمون F (لیمر برای هر سه مدل آزمون و روش پولینگ (Pooling) تأیید گردید.

۳-۸- آزمون ناهمسانی واریانس

در این پژوهش برای بررسی وجود مشکل ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان - کوک و ویسبرگ استفاده شده است.

در هر دو مدل پژوهش، مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد (زیرا احتمال‌ها یا p-value های محاسبه شده کوچک‌تر از ۰,۰۵ است). بنابراین تخمین نهایی مدل‌ها با استفاده از آزمون GLS صورت می‌گیرد تا فرض همسانی واریانس‌ها در تحلیل رگرسیون برقرار بماند و مشکل ناهمسانی واریانس‌ها به این ترتیب حل شود.

نتایج آزمون مدل اول پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل اول پژوهش به شرح جدول ۲ می‌باشد:

$$INV_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 C V_{it} + \sum_{j=1}^J \beta_j X_{jit-1} + \varepsilon_{it}$$

با توجه به ستون آخر جدول ۲ مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از 5 ($VIF < 5$) می‌باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد. بنابراین مدل برازش شده دارای اعتبار می‌باشد.

همچنین قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

جدول ۲- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)	VIF
عرض از مبدأ	-۰,۰۴۸۴۰۷	۰,۰۵۰۰۵۵	۰,۹۶۷۰۶۵	۰,۳۳۳۸	----
ارزش دارایی وثیقه‌ای	-۰/۰۰۰۹۲۹	۰/۰۰۰۴۳۲	-۲/۱۵۲۲۲۸	۰/۰۳۱۶	۱/۵۹
نسبت جریان وجه نقد	-۰/۰۰۰۴۲۲	۰/۰۰۰۳۰۱	-۱/۴۰۳۷۳۹	۰/۱۶۰۷	۱/۰۱
کیوتوبین	۰/۰۰۰۸۷۷	۰/۰۰۰۱۵۴	۵/۶۹۹۴۵۴	۰/۰۰۰۰	۱/۸۷
لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۲۶۷۶	۰/۰۰۰۴۴۰۷	۰/۶۰۷۱۵۱	۰/۵۴۳۹	۱/۳۵
لگاریتم عمر شرکت	۰/۰۳۳۸۸۶	۰/۰۰۸۷۹۷	۳/۸۵۲۲۲۵	۰/۰۰۰۱	۱/۰۴
اهرم مالی	۰/۰۶۲۱۹۲	۰/۰۱۳۴۸۲	۴/۶۱۲۷۸۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۲
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۱۳/۸۰۱۱۹ (۰/۰۰۰۰۰۰)		آماره دوربین واتسن		۱/۵۵۷۳۵۶
ضریب تعیین	۰/۴۸۰۴۱۰		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۷۴۵۸۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۴۸ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (سرمایه‌گذاری)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. ضریب برآوردی متغیر مستقل CV در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنادار میان ارزش دارایی وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین ارزش دارایی وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر مستقل CASH FLOW در جدول بالا نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنادار میان نسبت جریان وجه نقد و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، بیشتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین نسبت جریان وجه نقد و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود ندارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل QTOBIN در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار میان کیوتوبین و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین کیوتوبین و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل MVE در جدول بالا نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنادار میان لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، بیشتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود ندارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل AGE در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار میان لگاریتم عمر شرکت و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین لگاریتم عمر شرکت و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل LEV در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار میان اهرم مالی و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون مدل دوم پژوهش

کیفیت گزارشگری مالی را با معیار (درآمد احتیاطی) بدست آوردیم. نتایج حاصل از برآورد مدل دوم پژوهش به شرح جدول ۳ می‌باشد:

$$INV_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 C V_{it} + \alpha_3 C V_{it} * FRQ_{it-1} + \sum_{j=1}^J \beta_j X_{jit-1} + \varepsilon_{it}$$

با توجه به ستون آخر جدول ۳ مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می‌باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد. بنابراین مدل برازش شده دارای

محمدعلی بلنگی مزرعه و جمادوردی گرگانلی دوجی ۲۰۷

اعتبار می‌باشد. برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۴۸ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (سرمایه‌گذاری)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

جدول ۳- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل دوم پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)	VIF
عرض از مبدأ	-۰/۰۴۷۷۵۲	۰/۰۵۳۰۶۴	-۰/۸۹۹۸۹	۰/۳۶۸۴	-----
ارزش دارایی وثیقه‌ای	-۰/۰۰۹۱۸۹	۰/۰۰۴۲۶۷	-۲/۱۵۳۶۰۸	۰/۰۳۱۵	۱/۶۰
کیفیت گزارشگری مالی	۰/۰۲۰۲۹۱	۰/۰۳۴۶۷۴	۰/۵۸۵۱۹۸	۰/۵۵۸۶	۱/۰۶
اثر تعاملی ارزش دارایی وثیقه‌ای و کیفیت گزارشگری مالی	-۰/۰۰۰۵۹۱	۰/۰۰۰۶۶۸	-۰/۸۸۵۷۴۳	۰/۰۳۷۶۰	۱/۲۹
نسبت جریان وجه نقد	-۰/۰۰۰۴۰۱	۰/۰۰۰۳۰۸	-۱/۳۰۰۳۴۸	۰/۱۹۳۸	۱/۰۱
کیوتوبین	۰/۰۰۰۷۶۴	۰/۰۰۰۱۵۸	۴/۸۳۵۳۸۹	۰/۰۰۰۰	۱/۹۲
لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۲۶۹۲	۰/۰۰۴۵۹۱	۰/۵۸۶۲۸۸	۰/۵۵۷۸	۱/۴۱
لگاریتم عمر شرکت	۰/۰۳۳۵۰۹	۰/۰۰۸۸۸۲	۳/۷۷۲۸۶۸	۰/۰۰۰۰۲	۱/۰۴
اهرم مالی	۰/۰۶۱۷۲۲	۰/۰۱۳۵۱۵	۴/۵۶۶۸۸۲	۰/۰۰۰۰	۱/۰۲
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۱۰/۲۸۲۱۹ (۰/۰۰۰۰۰۰)		آماره دوربین واتسن		۱/۵۵۹۴۷۵
ضریب تعیین	۰/۴۸۰۰۷۵		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۷۲۲۸۷

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ضریب برآوردی متغیر مستقل CV در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنادار میان ارزش دارایی وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین ارزش دارایی وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل FRQ در جدول بالا نشان‌دهنده عدم رابطه معنادار میان کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، بیشتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین کیفیت گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود ندارد. ضریب برآوردی متغیر مستقل CV*FRQ در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار میان اثر تعاملی ارزش دارایی وثیقه‌ای و کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین اثر تعاملی ارزش دارایی وثیقه‌ای و کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد.

۹- بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق، رابطه بین دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گرفت. به منظور بررسی هر فرضیه، با استفاده از مدل، تعریف و تخمین زده شد، سپس با توجه به نتایج بدست آمده از هرمدل، هر فرضیه بطور جداگانه بررسی گردید و در نهایت نتیجه کلی برای هر فرضیه بیان شده در این بخش به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها خواهیم پرداخت.

نتایج تحقیق را می‌توان به شرح زیر ارائه نمود:

- نتایج فرضیات بر اساس مدل‌های ارائه شده

در این تحقیق، رابطه بین دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه فرضیه اول نشان می‌دهد که بین ارزش دارایی وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

شرکت‌هایی که بخش عظیمی از سرمایه‌گذاری‌های خود را به خرید دارایی‌های ثابت اختصاص می‌دهند، افزایش قیمت دارایی‌ها از یک طرف باعث افزایش ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای که منجر به افزایش اعتبار شرکت شده و از طرف دیگر، منجر به افزایش قیمت سرمایه‌گذاری شده

که تمایل شرکت در جهت سرمایه‌گذاری در این بخش را کاهش می‌دهد. در بعضی از موارد افزایش ارزش وثیقه شرکت‌ها به علت افزایش ناگهانی و شوک‌های تورمی صورت می‌گیرد که در این موارد بانک‌ها جهت جلوگیری از به خطر افتادن سلامت مالی خود، افزایش اعتبار را کاهش داده و شرکت‌هایی که این اعتبار را جهت سرمایه‌گذاری استفاده می‌نمایند دچار کاهش اعتبار شده و به تبع با کاهش سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند. این امر با نتایج تحقیقات (گان‌جی، ۲۰۰۷) همخوانی دارد، کسی که ارتباط منفی بین ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای و سرمایه‌گذاری مشاهده نمود. هر چند تحقیق حاضر با تحقیقات (بالاک ریشنان و همکاران، ۲۰۱۴)، (چانی و همکاران، ۲۰۱۰) و (هیتور و موریلو، ۲۰۰۷) همخوانی ندارد، آن‌ها نشان دادند که حساسیت سرمایه‌گذاری با ارزش وثیقه زیاد است و آن را به عنوان محدودیتی در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها معرفی کردند. بالاک ریشنان و همکاران نشان دادند که هنگامی که ارزش املاک و مستغلات افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد.

نتیجه فرضیه دوم با توجه به معیار درآمد احتیاطی نشان می‌دهد که، بین اثر تعاملی ارزش دارایی وثیقه‌ای و کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود دارد. هر چه کیفیت گزارشگری مالی بیشتر باشد تأثیر شوک قیمت بر روی سرمایه‌گذاری کمتر است. یعنی شرکت‌هایی که دارای کیفیت گزارشگری مالی بیشتری هستند، سرمایه‌گذاری آن‌ها کمتر به تغییرات ارزش وثیقه واکنش نشان می‌دهند. این تحقیقات با نتایج تحقیقات (بالاک ریشنان و همکاران، ۲۰۱۴)، (فردریکسون و همکاران، ۲۰۱۰) و (بیدل و هیلاری، ۲۰۰۹) هم‌خوانی دارد. آن‌ها نشان دادند که تامین مالی و سرمایه‌گذاری از طریق شرکت‌هایی با کیفیت گزارشگری بالاتر، نسبت به تامین مالی و سرمایه‌گذاری از طریق شرکت‌هایی با کیفیت گزارشگری پایین‌تر، به میزان کمتری تحت تأثیر تغییرات ارزش دارایی‌های وثیقه‌ای قرار می‌گیرند.

نتایج این تحقیق می‌تواند نشان‌دهنده کیفیت گزارشگری مالی در حسابداری موضوع چالش برانگیزی است که می‌تواند عامل مربوطی در مطالعات آتی در خصوص سرمایه‌گذاری باشد. رعایت کیفیت گزارشگری مالی و بهبود آن می‌تواند برای سیاست‌گذاران بورس اوراق بهادار قابل توجه باشد. محدودیت تحقیق حاضر نبود شاخص قیمتی مناسب و دقیق از تغییر قیمت املاک و مستغلات به صورت جداگانه و مشخص برای هر یک از دارایی‌ها و استفاده از شاخص‌های

مصرف کننده و شاخص عمده فروشی کالا به عنوان تنها شاخص‌های در دسترس در ایران جهت اندازه‌گیری ارزش بازار دارایی‌های وثیقه‌ای است. در این تحقیق معیار درآمدهای احتیاطی به عنوان شاخص کیفیت گزارشگری مالی استفاده شده است، لذا تعمیم این نتایج باید با احتیاط صورت گیرد، زیرا سایر ویژگیها مانند: کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعات می‌تواند به عنوان شاخصی مناسب در این زمینه به کار روند. با توجه به اینکه ارتباط دارایی وثیقه‌ای با متغیرهای کیفیت گزارشگری و سرمایه‌گذاری در ایران آن‌چنان مورد توجه قرار نگرفته است، می‌توان با تحقیقات بیشتر پیرامون آن، دانش بیشتری نسبت به آن به دست آورد.

سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری باید به مسئله کیفیت اطلاعات به ویژه کیفیت گزارشگری مالی توجه داشته باشند. از طرفی باید توجه داشت که کیفیت مفهومی چند بعدی است و نتایج این تحقیق نشان داد که نقش تعدیلی کیفیت گزارشگری مالی در رابطه با دارایی‌های وثیقه‌ای با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارتباط دارند و در نتیجه سرمایه‌گذاران می‌بایست کیفیت گزارشگری مالی را با توجه به وضعیت مالی شرکت‌ها تجزیه و تحلیل نمایند. سازمان بورس اوراق بهادار تهران باید نظارت کافی بر گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اعمال کند. این سازمان می‌تواند برای افزایش شفافیت گزارشگری مالی، زمینه حضور تحلیل‌گران مالی را هرچه بیشتر فراهم کند.

فهرست منابع

- ۱) بلالی، حسن و کبری نورشاهی، (۱۳۹۳)، "کیفیت اطلاعات حسابداری و مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها: دیدگاه مبتنی بر نظریه نمایندگی"، فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره ۵.
- ۲) بنی‌مهد، بهمن و متین فرزانه نوخندان، (۱۳۹۳)، "شناسایی عوامل تعیین کننده بر فرصت سرمایه‌گذاری با استفاده از رگرسیون"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۲۰۷-۲۲۳.
- ۳) پورزمانی، زهرا و فرناز منصوری، (۱۳۹۴)، "تأثیر کیفیت افشا محافظه‌کاری و رابطه متقابل آن‌ها بر هزینه سهام عادی"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۷۹-۹۶.
- ۴) تقفی، علی و مصطفی عرب مازیار یزدی، (۱۳۸۹)، "کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۶.
- ۵) سلیمانی امیری، غلامرضا و زهرا فرشی، (۱۳۹۱)، "بررسی تأثیر تأمین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۵۷-۸۳.
- ۶) سفیدگر، سیده سحر، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر نرخ رشد دارایی‌ها بر بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام شرکت‌ها"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور، بهشهر.
- ۷) خدائی وله‌زاقرد، محمد و منیره یحیایی، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره پنجم.
- ۸) دستگیر، محسن و بهرام غنی‌زاده، (۱۳۹۳)، "تأثیر کیفیت سود بر دارایی‌های ثابت مشهود و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۶، شماره ۲۳، صص ۷۵-۹۷.

- ۹) دارایی، رؤیا و اکرم کریمی، (۱۳۸۹)، "تأثیر نرخ رشد دارایی‌های ثابت بر بازده سهام"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۷، صص ۱۷۰-۱۴۱.
- ۱۰) فخری، محدث، (۱۳۹۰)، "محاسبه شاخص قیمت دارایی‌ها و بررسی اثر آن بر تورم"، فصلنامه روند پژوهش‌های اقتصادی، سال نوزدهم، شماره ۶۰، صص ۲۹-۶۲.
- ۱۱) کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، سازمان حسابرسی، (۱۳۹۱)، "اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی: استانداردهای حسابداری (استانداردهای شماره ۱ تا ۳۲)"، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، تهران: سازمان حسابرسی.
- ۱۲) کردستانی، غلامرضا و مصطفی رحیمی، (۱۳۹۰)، "بررسی عوامل تعیین‌کننده انتخاب سطح کیفیت گزارشگری مالی و اثرات اقتصادی آن در بازار سرمایه"، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی، سال اول، شماره ۱، صص ۶۷-۹۱.
- ۱۳) مدرس، احمد و رضا حصارزاده، (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری". فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۶.
- ۱۴) مجتهدزاده، ویدا و فاطمه احمدی، (۱۳۸۸)، "کیفیت سود، اطلاعات حسابداری و مخارج سرمایه‌ای"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره اول، شماره اول، پیاپی ۵۷/۳.
- ۱۵) ملاکریمی، فرشته، (۱۳۹۲)، "بررسی فقهی اقتصادی وثایق ملکی در بانکداری اسلامی"، ماهنامه بانک اقتصاد نوین، شماره ۵۴.
- 16) Balakrishnan; Johane.Core; Rodrigo S. Verdi. (2014), "The Relation between Reporting Quality and Financing and Investment: Evidence from Changes in Financing Capacity", Journal of Accounting Research, Vol.52, No.1.
- 17) Biddle, G. G. Hilary; and R. Verdi. (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", Journal of Accounting and Economics 48, PP.112-31.
- 18) Benmelech, E, and N. Bergman. (2009), "Collateral Pricing", Journal of Financial Economics 91, PP.339-60.
- 19) Chaney, T.; D. Sraer; and D. Thesmar, (2010), "The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment", NBER Working Paper No. 16060 JEL No. E 44, G3.
- 20) Frederickson, J. R., and G. Hilary, (2010), "Disclosure Quality and Capital Investment", Working paper, Melbourne Business School.
- 21) Gan, J, (2007), "The Real Effects of Asset Market Bubbles: Loan- and Firm-Level Evidence of a Lending Channel", Review of Financial Studies 20, PP.1941-73.

- 22) Maureen F. McNichols and Stephen R. Stubben, (2008), "Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions? The Accounting Review Vol.83, No.6, PP. 1571-1603.
- 23) Adriano A. Rampini and S. Viswanathan, (2008), "Collateral, Financial Intermediation, and the Distribution of Debt Capacity", Duke University.
- 24) Chen, F., Hope, O, K, Li Q. and Wang, X, (2010), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency". www.ssrn.com.
- 25) Verdi, Rodrigo. S, (2006), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", working paper, sloan school of Management, MIT.
- 26) Dechow, P. and Dichev, I, (2002), "The quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors". The accounting review, Vol.77, PP.35-59.

یادداشت‌ها

- ¹. Collateral
- ². Jie Gan
- ³. Bank-oriented
- ⁴. Market-based economy
- ⁵. Chen et.al,
- ⁶. Danos et.al,
- ⁷. Berry et.al,
- ⁸. Kitindi et.al,
- ⁹. Mortgage
- ¹⁰. Adriano A. Rampini & S. Viswanathan
- ¹¹. Capital expenditures
- ¹². Discretionary income