

تأثیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری

سیدمحمد رضا رضوی عراقی^۱

آزیتا جهانشاد^۲

امیر مستوفی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۳/۱۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۱/۲۳

چکیده

همواره یکی از مؤلفه‌های راهبری شرکتی استقرار کنترل‌های داخلی اثربخش می‌باشد. مدت‌های طولانی است که کنترل‌های داخلی از یک سوء دغدغه خاطر مدیران و از سوی دیگر صاحبان سرمایه و سایر اشخاص ذینفع در واحدهای تجاری می‌باشد، چراکه آنان از حیاتی بودن این کنترل‌ها در دستیابی به اهداف واحد اقتصادی مطلعند. هدف از پژوهش حاضر، بررسی تأثیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر همین اساس پس از استفاده از روش حذف سیستماتیک، تعداد ۱۲۲ شرکت بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، از تکنیک آماری رگرسیون داده‌های پانلی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی و ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. در واقع نتایج پژوهش مبین این است که وجود ضعف‌های عمده در کنترل‌های داخلی منجر به ایجاد ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌گردد و در نهایت ضرورت پیاده‌سازی کنترل‌های داخلی موثر در سازمان توسط مدیران، بیش از پیش خود را نمایان می‌سازد.

واژه‌های کلیدی: کنترل‌های داخلی، ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی، ناکارایی سرمایه‌گذاری، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری.

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۱- دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات) Azi.jahanshad@iauctb.ac.ir

۳- کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی کار واحد قزوین، قزوین، ایران

۱- مقدمه

با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و ذینفعان دیگر ایجاد می‌شود و به طور بالقوه این امکان به وجود می‌آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان بوده و ضرورتاً در جهت منافع سهامداران و ذینفعان دیگر نباشد. در این مسأله، تضاد بین به حداکثر رساندن منافع کارگزاران و کارگزاران، مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این سازوکارها، طراحی و اجرای "نظام کنترل داخلی" مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است (سجادی و همکاران، ۱۳۸۸). وجود کنترل‌های داخلی قوی در ساختارهای مالی و اداری شرکت‌ها می‌تواند بصورت سیستماتیک رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت و در نتیجه انحرافات ناشی از تضاد منافع و خطر اخلاقی (کژمنشی) را کاهش دهد و همزمان با بهبود کیفیت گزارشگری مالی بر شیوه مدیریت بنگاه و چگونگی استفاده از منابع و سرمایه‌گذاری این منابع اثر مثبت بگذارد.

ایجاد اطمینان در کنترل‌های داخلی سبب بهبود عدم تقارن اطلاعات و همچنین کاهش تضاد منافع بین طرفین ذینفع در بنگاه می‌گردد، زیرا جریان اطلاعات بصورت کامل و شفاف ارائه می‌گردد و همچنین فرآیندهای داخلی از طریق وجود ضعف‌های موجود در سیستم‌های کنترل داخلی امکان بروز رفتارهای فرصت طلبانه به مدیریت را نمی‌دهند. در نتیجه کنترل‌های داخلی می‌تواند اولاً کیفیت گزارشگری مالی را بهبود بخشد و ثانیاً تقارن اطلاعات را افزایش دهد و ثالثاً باعث کاهش تضاد منافع و نظارت بیشتر بر مدیریت گردد. در نتیجه انتظار می‌رود که از یک طرف کنترل‌های داخلی باعث افزایش کارآمدی سرمایه‌گذاری منابع بکار رفته شده و از طرف دیگر ناکارآمدی ناشی از بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری با بهبود وضعیت کنترل داخلی تعدیل گردد. بر همین اساس سوال اصلی پژوهش این است که آیا ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد و یا به عبارت دیگر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی می‌تواند بر کارایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری و به تبع آن بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری تاثیرگذار باشد یا خیر؟

انتظار می‌رود که هر اندازه کنترل‌های داخلی قوی‌تر باشند، استفاده صحیح‌تر از منابع موجود صورت گیرد و کارایی این منافع افزایش یابد. در واقع ضرورت این پژوهش ناشی از اهمیت بسیار بالای کنترل‌های داخلی در واحدهای اقتصادی و نقش تعیین کننده آن در بقا و پیشبرد اهداف

سازمان می‌باشد. نتایج حاصل از این پژوهش با توجه به اهداف کلی آن می‌تواند برای مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و سایر ذینفعان واحد تجاری مفید واقع گردد.

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- کارآیی سرمایه‌گذاری

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به موقع دارند. گزارش‌های مالی شرکت‌ها باید اطلاعاتی فراهم نماید که برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیمات مشابه سودمند باشد. گزارش‌های مالی بایستی اطلاعات لازم برای ارزیابی وضعیت مالی و بنیه اقتصادی بنگاه، ارزیابی عملکرد و توان سودآوری، ارزیابی چگونگی تامین مالی و مصرف وجوه نقد، ارزیابی چگونگی ایفای مسئولیت مباشرت مدیریت و انجام تکالیف قانونی و فراهم کردن اطلاعات مکمل برای درک بهتر اطلاعات مالی ارائه شده و پیش‌بینی وضعیت آتی را فراهم نماید. در نتیجه این گزارش‌ها اهمیت بسزایی در تحقق اهداف یاد شده دارند و افزایش کیفیت آن‌ها می‌تواند موجب کارآتر بودن سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها و حفظ و توسعه منابع آن‌ها گردد. پژوهش‌های اخیر اظهار می‌دارد که افزایش گزارشگری مالی می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی نظیر افزایش کارآیی سرمایه‌گذاری را به همراه داشته باشد. (هیلا و پالپو، ۲۰۰۱؛ بوشمن و اسمیت^۱، ۲۰۰۱).

کفایت سرمایه‌گذاری در واقع زمانی منتج می‌شود که شرکت فقط در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی موثر است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص، مانند گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

۲-۱-۱- عوامل تعیین‌کننده کارآیی سرمایه‌گذاری

حداقل دو عامل تعیین‌کننده برای کارآیی سرمایه‌گذاری وجود دارد، اول یک شرکت برای تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود، نیاز به افزایش سرمایه دارد. در یک بازار کامل، همه پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت بایستی تامین مالی شوند، اگر چه متون سرمایه‌گذاری بیان می‌کنند که شرکت‌هایی با محدودیت‌های تامین مالی مواجه‌اند که، توانایی مدیران برای تامین مالی پروژه‌های بالقوه، محدود شده باشد (هوبارد^۲، ۱۹۹۸). یک نتیجه این مفهوم این است که شرکت مواجه با

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی
شماره ۲۸ / تابستان ۱۳۹۷

همچنین عدم تقارن اطلاعاتی می تواند بدلیل رتبه تفاضلی اطلاعات بین مدیران و سهامداران، از کارآیی سرمایه‌گذاری ممانعت نماید. از آنجا که مدیران رفاه شخصی خود را افزایش می‌دهند، آن‌ها می‌توانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب نمایند که بهترین منفعت برای سهامداران نباشد (برل و مینز^۵، ۱۹۳۲، جنسن و مک‌لینگ^۶، ۱۹۷۶). دلایل درست اینکه چرا مدیران سرمایه‌گذاران را بطور ناکارا سرمایه‌گذاری می‌کنند، در مدل‌های مختلف متفاوت است اما شامل مصرف سود (جنسن^۷، ۱۹۸۶، ۱۹۹۳، هلمسترم^۸، ۱۹۹۹) و ارجحیت زندگی آرام (برترند و مولاناتان، ۲۰۰۳) می‌باشد.

۲-۱-۱-۲- نظریه کارگزاری

در این تئوری، مشکلات نمایندگی شامل: تضاد منافع بین سهامدار و مدیر، عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامدار و مدیر، اثرات انتخاب ناسازگار، خطر اخلاقی، عدم اطمینان و شراکت ریسک می‌باشد. مشکلات کارگزاری می‌تواند بدلیل انتخاب ضعیف پروژه، کارآیی سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد و چنانچه سرمایه‌گذاران پیش‌بینی کنند که مدیران می‌توانند از منابع سوء استفاده نمایند و هزینه‌های افزایش سرمایه را افزایش دهند. در نتیجه، مباحث فوق بیان می‌دارد که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران و بین شرکت اصلی و نماینده، می‌تواند از کارآیی سرمایه‌گذاری ممانعت نماید (ورچیا^۹، ۲۰۰۱).

با توجه به نظریه نمایندگی، هم بیش سرمایه‌گذاری و هم کم سرمایه‌گذاری از طریق عوامل و دلایل وجود اطلاعات نامتقارن در میان سهامداران قابل توضیح است. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) و مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) یک چارچوب را در خصوص نقش عدم تقارن اطلاعاتی بر کارآیی سرمایه‌گذاری هنگام وجود مشکلات اطلاعاتی خطر اخلاقی و انتخاب نادرست ارائه نمودند. در مورد خطر اخلاقی، اختلاف منافع میان سهامداران و عدم نظارت مدیران ممکن است منجر شود که مدیریت تلاش کند که منافع شخصی خود را به حداکثر رساند که این کار را با سرمایه‌گذاری‌هایی انجام می‌دهد که ممکن است برای سهامداران مناسب نباشد و پیامد آن، بیش سرمایه‌گذاری و ساخت اپراتور مدیریتی می‌گردد (هوپ و توماس، ۲۰۰۸). در مورد انتخاب نادرست، مدیران مطلع و آگاه که عدم تقارن اطلاعاتی را بوجود آورده اند، ممکن است بیش از حد سرمایه‌گذاری کنند اگر اوراق بهادارشان را با قیمتی بالا بفروشند و وجوه اضافه‌ای را به دست آورند. برای جلوگیری از این امر، تامین‌کنندگان سرمایه، می‌توانند سرمایه را سهمیه‌بندی کنند، یا هزینه‌های افزایش دهند که به دلیل محدودیت‌های سرمایه‌گذاری، باعث می‌شود برخی پروژه‌های سودده، رد شوند و در نتیجه کم سرمایه‌گذاری رخ دهد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹).

از آنجا که بیشتر تصمیمات مدیریت با اتکاء بر اطلاعات مالی از سیستم حسابداری اتخاذ می‌شود وجود سیستم کنترل داخلی قوی قابلیت اتکای اطلاعات حسابداری را که مبنای اخذ اینگونه تصمیمات است به مدیریت ارائه می‌دهد همچنین کنترل‌های داخلی قوی بر نحوه رسیدگی حسابرسان نیز تاثیرگذار می‌باشد. هر اندازه کنترل‌های داخلی قوی باشند خطر تحریف با اهمیت کاهش یافته و نتیجتاً خطر حسابرسی نیز کاهش می‌یابد. برخی از استانداردها نشان می‌دهند که ارزیابی حسابرس از خطر ذاتی ممکن است درک حسابرس از ساختار کنترل یک صاحبکار و در نتیجه ارزیابی حسابرس از خطر کنترل را تحت تاثیر قرار دهند (حاجیها، ۱۳۸۹).

۲-۲- کنترل‌های داخلی

کنترل داخلی، بعد حیاتی سیستم راهبری یک سازمان و توانایی مدیریت مخاطرات بوده، و وجود آن برای دستیابی به هدفهای سازمان و خلق، بهبود، و حمایت از ارزش ذینفعان بسیار ضروری است. سیستم کنترل داخلی اثربخش باعث ایجاد یک مزیت رقابتی نیز می‌شود؛ زیرا سازمانی که دارای کنترل داخلی اثربخش است، قادر به مقابله با مخاطرات بیشتری است (فدراسیون بین‌المللی حسابداران^{۱۱}، ۲۰۱۲). طبق تعریف کوزو^{۱۱} مفهوم کنترل داخلی، آن فرایندی است که بوسیله هیئت مدیره، مدیران و سایر کارکنان برای کسب اطمینان قابل قبول برای دستیابی به اهداف سازمانی مرتبط به عملیات، گزارشگری و رعایت (تطبیق)، طراحی شده است (کوزو، ۲۰۱۳). کنترل‌های داخلی با توجه به راهبرد واحد تجاری، کاربردهای گوناگونی دارد هرگاه اندازه سازمان گسترش یابد، فرآیندهای کنترلی آن نیز تخصصی‌تر و پیچیده‌تر می‌شوند (میلر و دراگ^{۱۲}، ۱۹۸۶). کنترل داخلی، سیستمی پویاست که انواع ریسک‌ها و انحرافات از سیاست‌ها و رویه‌ها را پوشش می‌دهد (کورفس^{۱۳}، ۲۰۰۷). از هدف‌های سیستم کنترل داخلی، فراهم‌سازی اطمینانی معقول راجع به اعتمادپذیری گزارشگری مالی است (کوزو، ۱۹۹۲) شرکت‌ها به منظور اطمینان از کارایی و بهره‌وری فعالیت‌ها، قابلیت اعتماد اطلاعات و مطابقت با قوانین اجرایی، به کنترل داخلی مناسب و کافی نیاز دارند. بنابراین، می‌توان کنترل داخلی را سیستمی دانست که در راستای بهبود دستیابی مؤسسه به اهداف تعیین شده، تدارک دیده می‌شود و به واقع، به دنبال این هدف است (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۴). حسابرسان داخلی به دنبال این هستند که ناکارآمدی‌های عملیاتی و طراحی کنترل‌ها را ارزیابی کنند و حدود و میزانی را تعیین نمایند که مدیران می‌توانند اطمینانی معقول از دستیابی به هدف‌های سازمان داشته باشند. برای دستیابی به اکثر اهداف مهم، بکارگیری کنترل‌های داخلی گریز ناپذیر است. به همین جهت، تقاضا برای سیستم بهتر و برتر

کنترل داخلی و گزارش عملکرد آن‌ها دائماً رو به افزایش است. با دقت نظر بیشتر، می‌توان دریافت که کنترل داخلی ابزاری مفید برای حل بسیاری از مشکلات بالقوه است (بالتاسی و یلماز^{۱۴}، ۲۰۰۶). بعد از رسوایی‌های مالی تصویب قانون ساربینز اکسلی توجه مدیریت را بیش از پیش به کنترل‌های داخلی جلب کرد با تصویب قانون ساربینز اکسلی الزامات متعددی برای شرکت‌های سهامی عام وضع گردید که به لحاظ تنوع الزامات و دامنه تاثیر گذاری اش، قانون معتبر و نافذی محسوب می‌شود. اهمیت قانون ساربینز اکسلی توجیه کننده موثر بودن ضعف‌های کنترل داخلی است. تحقیقات بسیار به بررسی عوامل تعیین کننده و آثار و نتایج نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی پرداخته اند. تحقیق اسکایف و همکاران^{۱۵} (۲۰۰۷) ارتباطی بین این نقاط ضعف و ویژگی‌های شرکت همچون پیچیدگی شرکت، تغییرات سازمانی، اندازه شرکت، سودآوری شرکت و سرمایه‌گذاری منابع روی کنترل‌های داخلی نشان داده‌اند. یکی از عناصر قانون ساربینز-اکسلی که در بخش‌های ۳۰۲ و ۴۰۴ بر آن تمرکز گردیده، کنترل‌های داخلی مرتبط با گزارشگری مالی است. قانون ساربینز-اکسلی اساساً مدیریت رده بالای شرکت را ملزم به استقرار، نگهداری و ارزیابی منظم اثربخش بودن کنترل‌های داخلی مرتبط با گزارشگری مالی می‌نماید (جی و مک وی، ۲۰۰۵). در کشور ما نیز به تازگی سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای ماده ۳۵ دستورالعمل پذیرش بورس اوراق بهادار تهران اقدام به انتشار پیش‌نویس دستورالعمل کنترل‌های داخلی برای ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کرده است برطبق این ماده مدیریت مسئول ارزیابی اثر بخشی کنترل داخلی است و باید در مورد نتایج ارزیابی کنترل داخلی گزارش تهیه کند (دستورالعمل سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۰).

تئوری نمایندگی تضاد منافع بین سهامداران و مدیران را توصیف و بیان می‌کند، این تضاد بدین جهت بوجود می‌آید که افراد برای به حداکثر رساندن سود خود اقدام نموده و مدیران همیشه در بهترین شرایط مدنظر سهامداران عمل نمی‌کنند. با عنایت به این تئوری، سرمایه‌گذاری ناکارآمد (بیش-کم سرمایه‌گذاری) زمانی صورت می‌پذیرد که عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران بیشتر باشد. یکی از معیارهای حل و فصل این منازعه، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق یک سیستم نظارت دقیق بر کیفیت گزارشگری مالی است، که برای استفاده‌کنندگان آن افشاء می‌گردد. لذا گزارشگری مالی با کیفیت بالاتر می‌تواند توانایی سهامداران را برای نظارت بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مدیریت افزایش داده و در نتیجه با کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش خطر اخلاقی همراه باشد. اسکایف و همکاران (۲۰۰۹) نیز استدلال می‌کنند که شرکت‌های با ضعف کنترل داخلی بیشتر، احتمال دارند که ریسک ویژه، ریسک سیستماتیک و هزینه حقوق صاحبان

سهام بالاتری نیز داشته باشند(لی و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین بررسی موضوع پژوهش حاضر می‌تواند از ابعاد گوناگون حائز اهمیت باشد.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پژوهش‌های خارجی

لی و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۶) طی پژوهشی به بررسی تاثیر ضعف‌های موجود در کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها کلیه شرکت‌های بورس کره جنوبی را برای دوره زمانی بین ۲۰۰۶ لغایت ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دارای ضعف‌های عمده در کنترل‌های داخلی خود هستند عمدتاً دچار بیش و کم سرمایه‌گذاری می‌گردند. همچنین نتایج مشخص نمود که تعداد ضعف‌های موجود در کنترل‌های داخلی بصورت معکوسی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی‌داری دارد. همچنین در مواردی که اظهار نظر حسابرس به علت وجود ضعف‌های موجود در کنترل داخلی ناشی از وجود ضعف‌های عمده در کنترل‌های داخلی، ضعف‌های مرتبط با سیستم‌های حسابداری و ضعف‌های ناشی از محیط کنترلی، تعدیل می‌گردد، هر یک از این ضعف‌ها تاثیرات متفاوتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند. و ضعف‌های موجود در سیستم‌های حسابداری بیشترین تاثیر منفی را بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری دارا می‌باشد. در نهایت نیز نتایج نشان داد که وجود ضعف‌های عمده در سیستم کنترل داخلی نظارت بر مدیریت را ضعیف نموده و مانع از ایجاد کارایی در سرمایه‌گذاری می‌گردد.

لوپز و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی عوامل موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در شرایط فشار مالی پرداختند. آن‌ها در پژوهش خود به مقایسه و ارزیابی عوامل مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاران در کشورهای مختلف پرداختند و برای این منظور شرکت‌هایی از بورس‌های آلمان، کانادا، اسپانیا، فرانسه، ایتالیا، انگلستان و آمریکا را مورد بررسی قرار دادند. روش تجزیه و تحلیل آن‌ها روش پنل دیتا به همراه تعدیل خطاهای مدل می‌باشد. نتایج نشان داد که تاثیرگذاری فشار مالی بر سرمایه‌گذاری و کارایی آن تحت تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. به گونه‌ای که شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری اندکی دارند همواره دچار کم سرمایه‌گذاری می‌شوند و شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بی‌شمار دچار بیش سرمایه‌گذاری می‌شوند همچنین نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که دچار فشار مالی هستند نسبت به شرکت‌های سالم سرمایه‌گذاری کمتری را در شرایط عدم وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب انجام می‌دهند.

گوماریز و بالستا^{۱۸} (۲۰۱۴) در تحقیق به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. تحقیق فوق استفاده از یک نمونه شرکت‌های لیست شده

اسپانیایی در طی دوره ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۸ انجام شده است نسبت به بررسی نقش کیفیت گزارش‌دهی مالی و سررسید بدهی در کارآیی سرمایه‌گذاری اقدام می‌نماید. نتایج نشان دهنده آن هستند که کیفیت گزارش‌دهی مالی سبب تعدیل مشکلات سرمایه‌گذاری افراطی می‌شود. به علاوه، سررسید کمتر بدهی نیز قابلیت ارتقای کارآیی سرمایه‌گذاری را داشته و سبب کاهش هر دوی مشکلات مرتبط با سرمایه‌گذاری افراطی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد واقع می‌شود. در این ارتباط، متعاقباً در می‌یابیم که کیفیت گزارش‌دهی مالی و سررسید بدهی را می‌توان به عنوان مکانیزم جایگزین جهت ارتقای کارآیی سرمایه‌گذاری بحساب آورد، شرکت‌هایی که به میزان کمتر (بیشتر) از بدهی کوتاه مدت استفاده می‌کنند، معرف تاثیر کیفیت گزارش‌دهی مالی بیشتر (کمتر) بر روی کارآیی سرمایه‌گذاری خود می‌باشند.

چنگ و همکاران^{۱۹} (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر گزارش افشای ضعف‌های موجود در کنترل‌های داخلی بر کارآیی سرمایه‌گذاری پرداختند. هدف آن‌ها ارزیابی تاثیر کیفیت گزارشگری مالی در زمینه وضعیت داخلی شرکت بر کیفیت سرمایه‌گذاری و کارآیی سرمایه‌گذاری می‌باشد. رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در خصوص افشای ضعف‌های موجود در کنترل‌های داخلی باتوجه به قانون ساربنز اکسلی مورد ارزیابی قرار گرفت. اولاً نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که دچار کم سرمایه‌گذاری هستند دارای فشار مالی بوده و شرکت‌هایی که دچار بیش سرمایه‌گذاری می‌گردند این فشار مالی را ندارند. همچنین نتایج نشان داد که افشای ضعف‌های موجود در کنترل‌های داخلی طی گزارش‌های مالی منجر به بهبود کارآیی سرمایه‌گذاری بصورت معنی‌داری می‌گردد.

بالسام و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۲) تحقیقی با عنوان "مشوق‌های حقوق صاحبان سهام و ضعف‌های کنترل داخلی" انجام دادند آن‌ها بررسی کردند چگونه اثر انگیزه‌های مالی برای مالکیت سهام، مدیران را به حفظ کنترل داخلی قوی در شرکت ترغیب می‌کند. نتایج بدست آمده از این تحقیق مبنی بر این است که بیشتر ضعف‌های کنترل داخلی در سطح شرکت با انگیزه‌های فراهم شده توسط صاحبان سهام به شدت محدود شده اما این ضعف‌ها در ارتباط بیشتر با انگیزه‌های مدیران است.

هویتاش و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین نقاط ضعف کنترل‌های داخلی و پاداش مدیر ارشد امور مالی پرداختند. تحقیق آنان بر ارتباط بین پاداش و نقاط ضعف کنترل داخلی تاکید دارد. آن‌ها نشان داد که معیارهای غیر مالی مانند نقاط ضعف کنترل داخلی در تعیین پاداش مدیران تاثیر گذار هستند.

در تحقیقی که یازوا^{۲۲} (۲۰۱۰) انجام داد به بررسی عوامل موثر بر نقاط ضعف بااهمیت در کنترل‌های داخلی، ارتباط بین نقاط ضعف عمده و کیفیت سود وهمچنین واکنش بازار سهام به افشای نقاط ضعف با اهمیت را بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌های دارای ضعف‌های عمده

کنترل‌های داخلی شرکت‌هایی کوچک، پیچیده‌تر، از نظر مالی ضعیف‌تر و دارای کاهش رشد هستند و همچنین دریافتند نقاط ضعف کنترل داخلی تأثیری بر قیمت سهام ندارند و از سوی دیگر شرکت‌ها ممکن است نقاط ضعف عمده را شناسایی نکنند.

۳-۲- پژوهش‌های داخلی

چراغی زاده و مقدم، (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر کنترل‌های داخلی بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از مدل مک نیکولز پرداختند. ایشان عنوان نمودند که کیفیت اطلاعات حسابداری که از لحاظ محتوایی با دو ویژگی قابلیت اعتماد و مربوط بودن (مؤثر بودن بر تصمیم) در ارتباط می‌باشد، موضوعی است که در ارتقاء کارایی بازار سرمایه و بهینه سازی فرایند تصمیم‌گیری، همواره مورد توجه خاص بوده است. کنترل داخلی یکی از ابزارهای موجود در دستیابی به این مهم می‌باشد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین کنترل‌های داخلی و کیفیت گزارشگری مالی با استفاده از مدل مک نیکولز رابطه معناداری وجود ندارد. به عبارتی کنترل‌های داخلی، کیفیت گزارشگری مالی را در مدل مک نیکولز تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

حاجیه‌ها و محمد حسین نژاد (۱۳۹۴) به ارزیابی عوامل تاثیرگذار بر نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی پرداختند. نمونه شامل ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای پاسخ به این فرضیه، تاثیر هشت متغیر توضیحی بر روی متغیر وابسته نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی مورد آزمون قرار گرفته است. تجزیه و تحلیل‌های رگرسیون ترکیبی نشان داد که بین لگاریتم قیمت سهام در تعداد سهام، نسبت موجودی کالا به جمع کل دارایی و زیان با نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و تسعیر نرخ ارز، رشد درآمد، ارزش بازار بر ارزش دفتری، شاخص آلتمن و جمع کل بدهی بر دارایی رابطه ای با نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی ندارد.

لشگری و رضوی عراقی (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. آن‌ها تعداد ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۱ با استفاده از روش حذف سیستماتیک معین نمودند و جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون لجستیک بهره بردند و در نهایت یافته‌های پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر احتمال وقوع سقوط آتی قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۳) در مقاله ای ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارآیی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر را مورد بررسی قرار دادند. برای حاکمیت شرکتی از مکانیزم‌های استقلال هیئت مدیره، مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت و مالکیت اعضای هیئت مدیره استفاده شد. همچنین به منظور اندازه‌گیری کارآیی سرمایه‌گذاری از الگوی ریچاردسون^{۲۳} (۲۰۰۶) استفاده گردید. شرکت‌های مورد بررسی طبق الگوی پارک و چن (۲۰۰۰) به مراحل رشد، بلوغ و افول تقسیم شدند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد در کل بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارآیی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری در مراحل رشد، بلوغ و افول وجود دارد. همچنین نتایج حاصل از آزمون آماری پترنوستر حاکی از آن است که بین استقلال هیأت مدیره، مالکیت سهامداران نهادی و مالکیت اعضای هیأت مدیره با کارآیی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر تفاوت معناداری وجود دارد.

۴- تبیین فرضیه‌های پژوهش

مک مولن و همکاران^{۲۴} (۱۹۹۶) دو دلیل برای این موضوع که چرا گزارش کنترل داخلی شرکت توسط مدیریت می‌تواند موجب ارتقاء کنترل‌های داخلی شود، ارائه می‌دهند که هر دو دلیل با سازوکار نظارت، قابل بررسی است و می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد. اولاً این گزارشگری کنترل داخلی می‌تواند آگاهی مدیریت عالی را نسبت به کنترل داخلی شرکت افزایش دهد که به نوبه خود موجب جلب توجه بیشتر مدیریت عالی به سیستم کنترل داخلی به صورت کلی است. ثانیاً این که گزارش کنترل داخلی موجب کنترل داخلی بهتر می‌شود.

از طرفی نیز کنترل‌های داخلی از طریق بهبود ابعاد حاکمیت شرکتی باعث می‌گردند که اولاً شفافیت و افشا مناسب اطلاعات در خصوص ضعف‌های موجود در مکانیزم‌های کنترلی صورت پذیرد و ثانیاً بهبود تقارن اطلاعات و خطر اخلاقی ناشی از ضعف در نظارت کاهش یافته و تلاش برای بهبود استفاده از منابع و افزایش کارآیی آن جدی‌تر خواهد شد. لذا بهبود کنترل‌های داخلی و کاهش ضعف‌های موجود در این سیستم می‌تواند بر بهبود کارآیی منابع بکار رفته در سرمایه‌گذاری‌ها تاثیر گذار باشد و تورش‌های سرمایه‌گذاری را که از طریق بیش و یا کم سرمایه‌گذاران نمایان می‌گردد، کاهش دهد. بر همین اساس فرضیه اصلی پژوهش تبیین می‌گردد:

- **فرضیه اصلی پژوهش:** ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ناکارآیی سرمایه‌گذاری تاثیر دارند.
- **فرضیه فرعی اول:** ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر بیش سرمایه‌گذاری تاثیر دارند.
- **فرضیه فرعی دوم:** ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر کم سرمایه‌گذاری تاثیر دارند.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

برای ارزیابی کارایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری که از طریق بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری ارزیابی می‌گردد از مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) بصورت رابطه ۱ استفاده می‌گردد:

(۱)

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Grow_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Age_{it-1} + \alpha_4 Cash_{it-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ret_{it-1} + \varepsilon_t$$

که در آن:

Inv: نسبت تغییر در کل خالص دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری بلندمدت دارایی‌های نامشهود بر میانگین کل دارایی‌ها،

Grow: نرخ رشد درآمد سالانه،

Lev: اهرم مالی یا نسبت کل بدهی بر کل دارایی،

Age: نسبت عمر شرکت بر لگاریتم میانگین دارایی‌ها،

Cash: نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت بر میانگین دارایی‌ها،

Size: لگاریتم طبیعی دارایی‌ها و

Ret: نیز بازده سالانه سهام بوده که از طریق فرمول ۲ محاسبه می‌گردد:

(۲)

$$Ret_{it} = [P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C_\alpha) + DPS] / (P_{t-1} + C_\alpha)$$

که در آن:

Ret: بازده سالانه شرکت،

p: قیمت سهام شرکت،

α : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالعات،

β : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود سهمی،

c: مبلغ پذیره نویسی سهام (که معمولاً ۱۰۰۰ ریال است) و

DPS: سود نقدی هر سهم، می‌باشد.

بر اساس پژوهش ریچاردسون (۲۰۰۶) متغیر فروش برای تخمین و برآورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد انتظار به کار گرفته می‌شود. بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد و همچنین متغیرهای کنترلی تأثیرگذار بر آن بوده است. بنابراین انحراف سرمایه‌گذاری واقعی

شرکت، از سرمایه گذاری مورد انتظار طبق معادله برازش شده، نشان از بیش سرمایه گذاری یا کم سرمایه گذاری شرکت است. مقدار این انحراف بیانگر شاخص معکوسی از کارایی سرمایه گذاری (عدم کارایی سرمایه گذاری) است (بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۲). لذا اقلام باقیمانده مثبت مدل به عنوان بیش سرمایه گذاری (OVER-INV)، اقلام باقیمانده منفی به عنوان کم سرمایه گذاری (UNDER-INV) و قدر مطلق آن به عنوان ناکارآمدی سرمایه گذاری (UNEFFI) لحاظ می گردد.

ضعف های عمده کنترل های داخلی (MW): شاخصی که برابر یک است، اگر شرکت ضعف عمده در کنترل های داخلی داشته باشد و در غیر اینصورت برابر صفر می باشد. برای شناسایی ضعف های کنترل داخلی از گزارش های حسابرسی و کنترل های داخلی شرکت ها استفاده گردید. در واقع با بررسی گزارش های حسابرسی شرکت های نمونه و با مشورت از حسابرسان عضو جامعه حسابداران رسمی، مواردی که در بندهای گزارش حسابرس و بازرس قانونی می تواند از مصادیق ضعف عمده در کنترل های داخلی باشد به عنوان ضعف شناسایی گردید، از جمله نقص در محاسبات بهای تمام شده، وجود مطالبات عمده مربوط به سنوات گذشته و عدم وصول آن ها، نبود پوشش بیمه ای کافی برای دارایی ها و سایر موارد با عنایت به اظهار نظر حسابرس در خصوص استقرار و بکارگیری سیستم کنترل داخلی مناسب و اثربخش مطابق با دستورالعمل کنترل های داخلی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد اشاره در بند مربوط به "سایر مسئولیت های قانونی و مقرراتی حسابرس" در گزارش حسابرسی (لشگری و رضوی عراقی، ۱۳۹۳).
مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه اصلی پژوهش بصورت رابطه ۳ می باشد:

$$UNEFFI_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MW_{it} + \alpha_2 FCF_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \varepsilon_t$$

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه فرعی اول بصورت مدل ۴ می باشد:

$$OVER - INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MW_{it} + \alpha_2 FCF_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \varepsilon_t$$

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه فرعی دوم بصورت رابطه ۵ می باشد:

$$UNDER - INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MW_{it} + \alpha_2 FCF_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \varepsilon_t$$

که در آن:

FCF: نسبت جریان نقدی آزاد بر کل دارایی‌ها و

ROA: بازدهی دارایی و تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها می‌باشد.

۶- روش پژوهش

پژوهش حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می‌رود و براساس هدف از نوع تحقیقات کاربردی، از لحاظ تحلیل اطلاعات از نوع تحقیقات همبستگی و به لحاظ نوع مطالعه، کتابخانه‌ای و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) می‌باشد. داده‌های مورد نیاز برای بررسی و آزمون فرضیه‌های تحقیق از صورت‌های مالی و گزارش‌های ارائه شده شرکت‌ها به سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال استخراج شده است. به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز پژوهش و همچنین تجزیه و تحلیل آن‌ها، از نرم‌افزارهای Excel (2010) و Eviews 8 و در نهایت برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، از تکنیک آماری رگرسیون داده‌های پانلی استفاده شده است.

۶-۱- جامعه و تعیین نمونه آماری

جامعه پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ می‌باشد. در این تحقیق برای تعیین نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده گردیده است. به عبارت دیگر آن دسته از شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نمی‌باشند حذف شده و بقیه شرکت‌ها در نمونه منظور گردیده است: برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آن‌ها، سال مالی شرکت‌ها پایان اسفندماه هر سال می‌باشد. طی قلمرو زمانی پژوهش دوره مالی خود را تغییر نداده باشند. جزء بانک‌ها، بیمه و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند. شرکت‌ها در طی سال‌های پژوهش صورت‌های مالی خود را به بورس ارائه داده باشند. در نهایت با اعمال شرایط فوق جامعه آماری شامل ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران معین گردید.

۷- تجزیه و تحلیل داده‌ها

۷-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ و به شرح ذیل ارائه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی داده‌ها

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار	چولگی	ضریب کشیدگی
ناکارایی سرمایه گذاری	UNEFFI	۶۱۰	۰/۰۸۱	۰/۰۵۲	۱/۰۸۴	۰/۰۰۰	۰/۱۰۴	۰/۶۷۱	۲/۶۲۱
جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته	FCF ₁	۶۱۰	۰/۰۷۶	۰/۰۶۶	۱/۲۶۷	-۰/۳۴۱	۰/۱۱۹	۱/۰۲۰	۹/۹۴۰
اهرم مالی	LEV	۶۱۰	۰/۶۰۹	۰/۶۱۷	۱/۳۳۳	۰/۱۱۰	۰/۱۹۷	۰/۰۸۱	۳/۱۰۴
اندازه شرکت	SIZE	۶۱۰	۱۳/۷۶۸	۱۳/۶۹۷	۱۸/۹۳۶	۹/۸۰۳	۱/۴۵۹	۰/۴۷۳	۳/۶۵۶
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۶۱۰	۰/۱۱۴	۰/۰۹۷	۰/۹۱۶	-۰/۴۵۰	۰/۱۴۰	۰/۷۰۶	۵/۸۲۷
بیش سرمایه گذاری	OVER_INV	۶۱۰	۰/۱۲۷	۰/۰۶۲	۱/۰۸۴	۰/۰۰۰۴	۰/۱۵۵	۰/۷۴۴	۲/۲۸۱
کم سرمایه گذاری	UNDER_INV	۶۱۰	۰/۰۶۰	۰/۰۵۰	۰/۵۱۲	۰/۰۰۱	۰/۰۵۶	۰/۳۱۵	۳/۰۱۰
ضعف کنترل‌های داخلی	MV	۶۱۰							شرکت‌های دارای ضعف کنترل داخلی ۴۷/۲۱٪، شرکت‌های فاقد ضعف کنترل داخلی ۵۲/۷۹٪
بیش سرمایه گذاری	OVER_INV	۶۱۰							شرکت‌های دارای بیش سرمایه گذاری ۳۲/۱۳٪، شرکت‌های فاقد بیش سرمایه گذاری ۶۷/۸۷٪
کم سرمایه گذاری	UNDER_INV	۶۱۰							شرکت‌های دارای کم سرمایه گذاری ۶۷/۸۷٪، شرکت‌های فاقد کم سرمایه گذاری ۳۲/۱۳٪

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷-۲- آزمون همبستگی

برای بررسی همبستگی بین متغیرهای کمی از ضریب همبستگی پیرسون بهره‌گیری شده است. که نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۲ ارائه می‌گردد. مطابق با جدول شماره ۲ و فرضیات تدوین شده در سطح اطمینان ۹۵٪ بین ناکارایی سرمایه گذاری و جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۱۶۷) از طریق آزمون همبستگی پیرسون بدست آمده است که بیانگر رابطه مثبت بین ناکارایی سرمایه گذاری و جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته به میزان ۱۶/۷٪ می‌باشد، بین ناکارایی سرمایه گذاری و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، این رابطه با ضریب همبستگی (۰/۱۱۶) از طریق آزمون همبستگی پیرسون بدست آمده است که بیانگر رابطه منفی بین ناکارایی سرمایه گذاری و نرخ بازده دارایی‌ها به میزان ۱۱/۶٪ می‌باشد، مابقی مستندات در جدول ۲ قابل رویت است.

جدول ۲- ماتریس همبستگی پیرسون برای متغیرهای کمی تحقیق

ROA	SIZE	LEV	FCF _{t-1}	UNEFFI	
				۱	ناکارایی سرمایه‌گذاری
			۱	۰.۱۶۷۹۷۳	جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته
			-----	۰	prob.
		۱	-۰.۳۲۵۰۶۱	-۰.۰۳۶۵۶۱	اهرم مالی
		-----	۰	۰.۳۶۷۴	prob.
	۱	۰.۲۲۹۷۶۳	۰.۰۸۲۳۸۸	-۰.۰۳۱۴۲۶	اندازه شرکت
	-----	۰	۰.۰۴۱۹	۰.۴۳۸۵	prob.
۱	۰.۰۹۱۲۸۲	-۰.۳۱۶۹۸۵	۰.۲۰۶۵۴	-۰.۱۱۶۳۱۱	نرخ بازده دارایی‌ها
-----	۰.۰۲۴۲	۰	۰	۰.۰۰۴۸	prob.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۳-۷- تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها

۳-۷-۱- فرضیه اصلی پژوهش: در این فرضیه که پژوهش حول محور آن می‌چرخد، پژوهشگر بدنبال این مسئله می‌باشد که آیا ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارند یا خیر؟ نتایج حاصل به شرح زیر می‌باشد:

با توجه به نتایج آزمون فرضیه اصلی که در جدول ۳ ارائه شده است، سطح معنی داری آماره F-limer (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده‌های پانلی نسبت به روش داده‌های پولد ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره H-hausman (۰/۰۲۶) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. در مرحله بعد با توجه به سطح معنی داری آماره ARCH، ۰/۷۸۵، رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس نمی‌باشد. در ادامه آماره Godfrey مورد آزمون واقع شد لذا سطح معناداری آماره گادفری ۰/۴۲۱ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای مشکل خود همبستگی سریالی نبوده و با توجه به اینکه آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین داشته و ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۶ درصد از تغییرات متغیر ناکارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
مقدار ثابت	C	۰/۱۱۷	۲/۹۷۷	۰/۰۰۳	-
ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی	MV	۰/۰۲۰	۲/۳۷۱	۰/۰۱۸	۱/۰۶۴
جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته	FCF ₁	۰/۲۰۰	۵/۲۳۳	۰/۰۰۰	۱/۲۲۶
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۴۷	-۱/۶۴۴	۰/۱۰۰	۱/۵۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۱	-۰/۳۸۳	۰/۷۰۱	۱/۱۷۵
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۱۳۴	-۳/۳۲۴	۰/۰۰۰	۱/۵۱۳
آماره F (سطح معنی داری)	۷/۷۸۱ (۰/۰۰۰)	آماره دوربین واتسون		۱/۸۰۴	
ضریب تعیین	۰/۰۶۰	آماره جاکو برا (سطح معنی داری)		۳/۱۵۸ (۰/۱۲۰)	
آماره Godfrey	۰/۸۶۶	Prob. ۰/۴۲۱			
آماره Hausman	۱۲/۷۲۶	Prob. ۰/۰۲۶			
آماره ARCH	۰/۰۷۳	Prob. ۰/۷۸۵			
آماره F-limer	۱/۶۷۷	Prob. ۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همچنین در بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک نتایج آزمون جاکو برا گویای آن است که متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار می‌باشد بطوری که سطح معناداری مربوط به این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ است (۰/۱۲۰). همچنین با توجه به این که مقدار آماره دوربین واتسون مدل مابین ۱/۵ و ۲/۵ است (۱/۸۰۴) لذا می‌توان گفت در مدل، مشکل خود همبستگی باقیمانده‌ها وجود ندارد. در نهایت با توجه به سطح معناداری متغیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی (متغیر مستقل) که زیر ۰/۰۵ است لذا ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت معناداری دارند. به طوری که به ازای یک واحد افزایش در ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی ۰/۰۲۰ واحد متغیر ناکارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین از متغیرهای کنترلی نیز جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته و نرخ بازده دارایی‌ها بر ناکارایی سرمایه‌گذاری به ترتیب تاثیر مثبت و منفی معناداری دارند. در نهایت با آزمون همخطی میان متغیرهای تحقیق نیز مقدار آماره VIF (عامل تورم واریانس) برای تمامی متغیرها از ۵ کوچکتر بوده و بیانگر این است که میان متغیرهای تحقیق مشکل همخطی شدید وجود ندارد.

۷-۳-۲- فرضیه فرعی اول: در این فرضیه پژوهشگر به دنبال این مسئله می‌باشد که آیا ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر بیش سرمایه‌گذاری تاثیر دارند یا خیر؟ نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول به شرح ذیل می‌باشد:

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
مقدار ثابت	C	۰/۰۴۶	۲/۱۵۷	۰/۰۳۲	-
ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی	MV	۰/۳۳۳	۴/۰۶۱	۰/۰۰۰	۱/۱۰۰
جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته	FCF _{t-1}	-۰/۱۸۳	-۲/۷۰۱	۰/۰۰۷	۱/۲۹۹
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۰۲	-۰/۲۹۹	۰/۷۶۴	۱/۶۸۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۴۱۶	-۴/۰۶۹	۰/۰۰۰	۱/۰۸۴
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۲۵۴	۲/۶۰۵	۰/۰۰۹	۱/۶۶۹
آماره F (سطح معنی داری)		۷/۳۲۴ (۰/۰۰۰)		آماره دوربین واتسون	۲/۱۱۳
ضریب تعیین		۰/۱۶۱		آماره جارکو برا (سطح معنی داری)	۴/۶۵۴ (۰/۱۱۴)
آماره Godfrey		۰/۴۲۹		Prob. ۰/۶۵۱	
آماره ARCH		۰/۱۸۸		Prob. ۰/۶۶۴	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مطابق جدول ۴ و با توجه به سطح معناداری متغیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی (متغیر مستقل) که زیر ۰/۰۵ است لذا ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر بیش سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارند. به طوری که به ازای یک واحد افزایش در ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی ۰/۳۳۳ واحد متغیر بیش سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین از متغیرهای کنترلی نیز جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته، اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها بر ناکارایی سرمایه‌گذاری به ترتیب تاثیر منفی، منفی و مثبت معناداری دارند. در نهایت با آزمون همخطی میان متغیرهای تحقیق نیز مقدار آماره VIF (عامل تورم واریانس) برای تمامی متغیرها از ۵ کوچکتر بوده و بیانگر این است که میان متغیرهای تحقیق مشکل همخطی شدید وجود ندارد.

۷-۳-۳- فرضیه فرعی دوم: در این فرضیه پژوهشگر به دنبال این مسئله می‌باشد که آیا ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر کم سرمایه‌گذاری تاثیر دارند یا خیر؟ نتایج حاصل از آزمون فرضیه به شرح ذیل می‌باشد:

جدول ۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معنی داری	آماره VIF
مقدار ثابت	C	-۰/۰۰۱	-۰/۲۱۴	۰/۸۳۰	-
ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی	MV	-۰/۰۸۹	-۲/۹۲۴	۰/۰۰۳	۱/۰۶۱
جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته	FCF _{t-1}	۰/۰۴۴	۲/۲۳۲	۰/۰۲۶	۱/۲۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۰۶	-۲/۸۲۲	۰/۰۰۵	۱/۵۰۳
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۴۶	۱/۷۱۲	۰/۰۸۷	۱/۲۵۸
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۱۷	۴/۳۶۵	۰/۰۰۰	۱/۵۶۶
آماره F (سطح معنی داری)		۳/۸۷۶ (۰/۰۰۱)		آماره دوربین واتسون	۲/۰۴۹
ضریب تعیین		۰/۰۴۵		آماره جارکو برا (سطح معنی داری)	۵/۷۱۲ (۰/۰۸۵)
آماره Godfrey		۰/۱۷۶		Prob. ۰/۸۳۸	
آماره ARCH		۰/۰۶۳		Prob. ۰/۸۰۱	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مطابق جدول ۵ و با عنایت به سطح معناداری متغیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی (متغیر مستقل) که کمتر از ۰/۰۵ است می‌توان نتیجه گرفت ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر کم سرمایه‌گذاری تاثیر منفی معناداری دارند. به طوری که به ازای یک واحد افزایش در ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی ۰/۰۸۹ واحد متغیر کم سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. همچنین از متغیرهای کنترلی نیز جریان‌های نقدی آزاد سال گذشته، اهرم مالی و نرخ بازده دارایی‌ها بر کم سرمایه‌گذاری به ترتیب تاثیر مثبت، منفی و مثبت معناداری دارند.

۸- بحث و نتیجه‌گیری

تجزیه و تحلیل‌ها نتایج نشان می‌دهند که ناکارآمدی کنترل‌های داخلی که از طریق ایجاد ضعف‌های عمده در سیستم کنترل داخلی نمایان می‌شود، تاثیر مثبت معناداری بر ناکارایی

سرمایه‌گذاری خواهد گذاشت. همان‌گونه که اشاره گردید عدم تقارن اطلاعاتی فی‌مابین مدیریت و سهامداران شرکت می‌تواند به ناکارایی سرمایه‌گذاری منجر گردیده و سیستم کنترل داخلی می‌تواند با بهبود کیفیت گزارشگری مالی این عدم تقارن را کاهش و در مسیر کاهش هزینه سرمایه، کاهش ریسک و کارایی سرمایه‌گذاری قدم بردارد. در واقع عملکرد سرمایه‌گذاری مدیریت باتوجه به وجود ضعف‌های عمده در ساختارهای کنترل داخلی کاهش می‌یابد.

نتایج فوق بیانگر این واقعیت است که شرکت‌هایی که دارای ضعف‌های عمده در کنترل‌های داخلی می‌باشند، جریان اطلاعات آن‌ها دچار نقصان گردیده، این نقصان عدم تقارن اطلاعاتی را در پی داشته و عدم تقارن اطلاعات مانع از ارزیابی‌های دقیق‌تر نسبت به آینده سرمایه‌گذاری‌ها، نحوه تامین منابع مالی آن‌ها، هزینه‌های سرمایه مرتبط و در نتیجه خالص ارزش فعلی طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. در ادامه ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها و هزینه‌های آن باعث یک تحلیل اشتباه از ورودی و خروجی شده و منتج به ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. علت دیگر را می‌توان در بروز رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت جستجو نمود بدین‌صورت که وجود ضعف‌های کنترل‌های داخلی منتهی به کیفیت پائین گزارشگری مالی گردیده و مدیریت نیز با ایجاد فرصت، اقدام به بروز رفتارهای فرصت طلبانه نموده و جهت جذب منابع مالی (هنگامی که بنگاه دچار فشار مالی باشد) اقدام به توجیه طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌نماید که در نهایت باعث بیش سرمایه‌گذاری می‌گردد و یا مدیریت به علت محافظه‌کاری بیش از حد و ریسک‌های موجود در سرمایه‌گذاری منابع مالی بنگاه (هنگامی که بنگاه دچار فشار مالی نباشد) را در طرح‌های با بازدهی مثبت، سرمایه‌گذاری ننماید و باعث تحمیل هزینه فرصت به منابع سرمایه‌گذاران و سهامداران شود، که منتج به کم سرمایه‌گذاری می‌گردد. از سوی دیگر کنترل‌های داخلی مؤثر می‌تواند بهبود کیفیت گزارشگری مالی را در پی داشته باشد و بدیهی است که آن دسته از شرکت‌هایی که دارای سطح بالاتری از کیفیت گزارشگری باشند، ضمن برطرف نمودن مشکلات نمایندگی، سرمایه‌گذاری کارآتری خواهد داشت و یا حداقل نسبت به باقی شرکت‌ها، کمتر با ناکارایی سرمایه‌گذاری مواجه خواهند شد.

همچنین نتیجه تحلیل فرضیه‌ی فرعی اول پژوهش نشان داد که ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر بیش سرمایه‌گذاری نیز تاثیر مثبت دارد. در واقع می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی می‌تواند دارای نقش با اهمیتی در ارزیابی‌های سرمایه‌گذاری‌هایی باشد که مشخصاً منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌گردند. در ادامه نیز نتیجه تحلیل فرضیه‌ی فرعی دوم پژوهش نشان داد که ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی در سنجش مستقیم با کم سرمایه‌گذاری نیز رابطه منفی معناداری دارد، بدین منظور ملاحظه می‌گردد که

جریان‌های نقدی آزاد این شرکت‌ها نیز با کم‌سرمایه‌گذاری رابطه مثبت معناداری دارند در نهایت می‌توان اینگونه تحلیل نمود که شرکت‌های با ضعف‌های عمده در کنترل‌های داخلی بیشتر تمایل به بیش سرمایه‌گذاری دارند تا کم‌سرمایه‌گذاری، بدین‌گونه که شرکت‌های دارای ضعف عمده در کنترل‌های داخلی، اغلب در سرمایه‌گذاری‌های خود متهورانه عمل می‌نمایند.

لی و همکاران (۲۰۱۶) نیز همانند این تحقیق نشان دادند شرکت‌هایی که دارای ضعف‌های عمده در کنترل‌های داخلی خود هستند عمدتاً دچار بیش و کم سرمایه‌گذاری می‌گردند. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها مشخص نمود، تعداد ضعف‌های موجود در کنترل‌های داخلی بصورت معکوسی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی‌داری دارد. چنگ و همکاران (۲۰۱۳) نیز نشان دادند که که افشای ضعف‌های موجود در کنترل‌های داخلی طی گزارش‌های مالی منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری بصورت معناداری می‌گردد.

در پایان لازم به ذکر است، همواره یکی از مؤلفه‌های راهبری شرکتی استقرار کنترل‌های داخلی اثربخش در شرکت است. کنترل‌های داخلی، واکنش مدیریت برای کاهش ریسک‌های پیرامون واحد تجاری است. باتوجه به نتیجه حاصل از این پژوهش ضرورت پیاده‌سازی کنترل‌های داخلی موثر در سازمان توسط مدیران، بیش از پیش خود را نمایان می‌دارد. براین اساس به مدیران پیشنهاد می‌گردد که به کنترل‌های داخلی همواره به عنوان فرآیندی برای مساعدت بابت رسیدن به اهداف واحد تجاری و عاملی مهم جهت پیشگیری از اشتباهات و تحریف‌ها نگریده و با عنایت به یافته‌های پژوهش حاضر، با طراحی و اجرای کنترل‌های داخلی موثر، مانع از وقوع ناکارایی در سرمایه‌گذاری‌های واحد تجاری تحت مدیریت خود گردند.

فهرست منابع

- ۱) بادآور نهندی، یونس و وحید تقی زاده خانقاه، (۱۳۹۲)، "بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، صص ۱۹-۴۲.
- ۲) بادآور نهندی، یونس و وحید تقی زاده خانقاه، (۱۳۹۳)، "ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر"، دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۸، صص ۴۲-۶۱.
- ۳) چراغی زاده، مرضیه و عبدالکریم مقدم، (۱۳۹۴)، "بررسی تاثیر کنترل‌های داخلی بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از مدل مک نیکولز"، چهارمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، آزادشهر، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان، دانشگاه آزاداسلامی واحد آزادشهر.
- ۴) حاجیه‌ها، زهره و سهیلا محمد حسین نژاد، (۱۳۹۴)، "عوامل تاثیرگذار بر نقاط ضعف با اهمیت کنترل داخلی"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۱۱۹-۱۲۷.
- ۵) حاجیه‌ها، زهره، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه خطر ذاتی و کنترل در رویکرد حسابرسی مبتنی بر ریسک"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۹۵-۱۲۰.
- ۶) خدائی وله زاقرد، 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، صص ۱-۱۵.
- ۷) سجادی، سید حسین، منصور زراء نژاد و علیرضا جعفری، (۱۳۸۸)، "ویژگی‌های غیرمالی مؤثر بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، صص ۵۱-۶۱.
- ۸) لشگری، زهرا و سیدمحمدرضا رضوی عراقی، (۱۳۹۳)، "تاثیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام"، دومین همایش ملی پژوهش‌های کاربردی در علوم مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه جامع علمی کاربردی، http://www.civilica.com/Paper-AMSCONF02-AMSCONF02_290.html
- ۹) ملکیان، اسفندیار، اسماعیل توکل نیا و منصور خواجه وند، (۱۳۹۴)، "شناسایی علائم هشدار دهنده وجود مشکلات کنترل داخلی در مؤسسات غیرانتفاعی"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۶۷-۸۶.

۱۰) هاشمی، سیدعباس و محسن صادقی، (۱۳۹۰)، "رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و سرمایه گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۹، صفحه ۴۹-۶۸.

- 11) Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., & Kinney, W, (2007), "The Discovery and Reporting of Internal Control Deficiencies Prior to SOX-Mandated Audits", Journal of Accounting and Economics, NO 44, PP.166-192.
- 12) Balsam. Steven, Wei Jiang, Bo Lu, (2012), "Equity Incentives and Internal Control", Weaknesses November 15, NO 48, PP.1-34
- 13) Baltaci. Mustafa and Serdar Yilmaz, (2006), "Keeping an Eye on Sub-national Governments: Internal Control and Audit at Local Levels", world Bank Institute, Washington.D.C, PP. 1-35.
- 14) Berle, A. and Means,G, (1932), "The Modern Corporation and Private Property", (Macmillan New York).
- 15) Bertrand, M., and Mullainathan,S, (2003), "Enjoying the Quiet Life?", Corporate Governance and Managerial Preferences, Journal of Political Economy 111, PP. 1043-1075.
- 16) Biddle, Gary, Gilles Hilary and Rodrigo. s Verdi, (2009), " How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", Journal of Accounting and Economics, Vol.48
- 17) Bushman, R. and Smith, A, (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", Journal of Accounting Economics, 32 (1-3), PP. 237-333.
- 18) Carlos López-G., Sergio Sanfilippo-A, and Begoña Torre-O, (2015), "Investment Decisions of Companies in Financial Distress", BRQ Business Research Quarterly , 18, PP. 174-187.
- 19) Chorafas, Dimitris N, (2007), "Strategic Business Planning for Accountants: Methods, Tools and Case Studies, CIMA Publishing is an imprint of Elsevier", First Edition.
- 20) Committee on Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO), (1992), "Internal Control Integrated Framework, COSO Report", PP. 3-42.
- 21) Committee on Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO), (2013), "Internal Control Integrated Framework, COSO Report", PP. 1-150.
- 22) Ge, W., McVay, S, (2005), "The Disclosure of Material Weakness in Internal Control after the Sarbanes-Oxle Act", Accounting Horizons 19, PP. 13-158.
- 23) Hoitash,U.,Hoitash,R.,& Johnstone. K, (2011), "Internal Control Material Weaknesses and CFO Compensation", Working paper. Madison: University of Wisconsin, No. 57, PP. 1-31.
- 24) Hubbard, R, (1998), "Capital-Market Imperfections and Investment", Journal of Economic Literature, 36, PP. 193-225.
- 25) International Fedration of Accountants (IFAC), (2012), "Evaluating and Improving Internal Control in Organizations", IFAC,
- 26) Jensen, M, (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review, 76 (2), PP. 323-329.

- 27) Jensen, M. and Meckling, W, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 3 (4), PP. 305-360.
- 28) Lee Jaehong., Cho Eunjung., Choi Hyunjung, (2016), "The Effect Of Internal Control Weakness On Investment Efficiency", The Journal of Applied Business Research – May/June 2016 Vol. 32, No. 3 , PP. 649-662.
- 29) M.F. Cutillas Gomariz., J.P. Sánchez Ballesta, (2014), " Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency", Journal of Banking & Finance, Vol. 40, No. 3, PP. 494-506.
- 30) McMullen,D.A.,K.Raghunandan.and D.V.Rama ,(1996), "Internal Control Reports and Financial Reporting Problems", Accounting Horizons , 10, PP.67-75.
- 31) [Mei Cheng](#), [Dan Dhaliwal](#), Yuan Zhang, (2013), "Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting?", Journal of Accounting and Economics 56, PP. 1–18 .
- 32) Miller, D., & Droge, C, (1986), "Psychological and Traditional Determinants of Structure", Administrative Science Quarterly, 31, PP. 539–560.
- 33) Richardson, S, (2006), "Ver-Investment of Free Cash Flow", Review of Accounting Studies, Vol. 11, PP. 159-89.
- 34) 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, PP. 111-165.
- 35) Verrecchia, R, (2001), "Essays on Disclosure", Journal of Accounting and Economics, 32, PP. 91-180.
- 36) Yazawa, Kenichi , (2010), "Why Don't Japanese Companies Disclose Internal Control Weakness? : Evidence from J-SOX Mandated Audits", Aoyama Gakuin University, NO 32, PP. 2-11.

یادداشت‌ها

- ¹ Bushman, R. and Smith, A.
- ² Hubbard, R.
- ³ Stein, J.
- ⁴ Bertrand, M., and Mullainathan, S
- ⁵ Berle, A. and Means
- ⁶ Jensen, M. and Meckling, W
- ⁷ Jensen, M.
- ⁸ Holmstrom
- ⁹ Verrecchia, R
- ¹⁰ IFAC
- ¹¹ Coso
- ¹² Miller .and Droge
- ¹³ Chorafas
- ¹⁴ Baltaci. Mustafa and Serdar Yilmaz
- ¹⁵ Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., & Kinney, W
- ¹⁶ Lee Jaehong., Cho Eunjung., Choi Hyunjung

¹⁷ Carlos López-G., Sergio Sanfilippo-A, and Begoña Torre-O.

¹⁸ M.F. Cutillas Gomariz., J.P. Sánchez Ballesta

¹⁹ Mei Cheng, Dan Dhaliwal, Yuan Zhang

²⁰ Balsam. Steven, Wei Jiang, Bo Lu

²¹ Hoitash, U., Hoitash, R., & Johnstone. K

²² Yazawa, Kenichi

²³ Richardson

²⁴ McMullen, D.A., K. Raghunandan, and D.V. Rama

Archive of SID